

JUIN 2017

GALENICA ET VIFOR-PHARMA

Jean-Louis Richard, Senior Financial Analyst, CFA, FRM

Juin 2017

Résumé

Galenica a longtemps été mal aimé de la communauté financière qui voyait dans le groupe de santé un conglomérat opaque. Cette réputation n'était pas entièrement infondée compte tenu de la cohabitation des activités très différentes du groupe et de ses relations compliquées à appréhender, par exemple avec son distributeur aux Etats-Unis, ou avec son allié Fresenius Medical Care. Le succès du groupe a relégué ces critiques au second plan. En effet, depuis 1996, date de l'arrivée du management actuel, l'action a rapporté 20.5% par an en moyenne. Cette performance époustouflante se compare aux 7.1% réalisés par l'ensemble des actions suisses. Néanmoins, le groupe a fini par se conformer aux pressions du marché en se scindant en deux parties plus homogènes: une société tournée vers la distribution de produits de santé d'une part et une société tournée vers la production de médicaments d'autre part.

La scission de Galenica a été effective le 6 avril avec le début de cotation d'une nouvelle société appelée Galenica (elle reprend le nom de l'ancien groupe) dont les actions ont été vendues au public. L'ancien Galenica a pris la dénomination de Vifor Pharma.

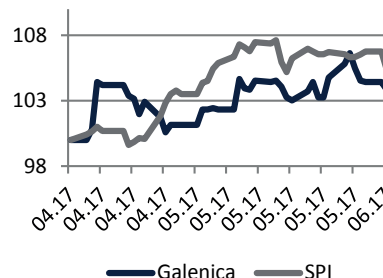
Le nouveau Galenica regroupe les pharmacies suisses, la distribution et la logistique de médicaments, ainsi qu'un portefeuille de produits vendus sans ordonnance. Il s'agit d'une valeur très défensive, exposée exclusivement au marché suisse, une caractéristique rare parmi les sociétés cotées. Galenica, dont la croissance devrait être modérée, va privilégier la rémunération de ses actionnaires sous forme de dividende; le rendement de celui-ci est de l'ordre de 3.9%; compte tenu de la croissance, l'action laisse entrevoir un rendement total de 7.2% ces prochaines années. Le rythme pourrait se tasser à plus long terme. Galenica entre dans la catégorie des titres défensifs attractifs par rapport aux obligations, mais richement évalués dans le contexte du marché des actions.

Vifor-Pharma est leader mondial du fer intraveineux et, depuis l'été 2016, cherche à développer le marché de l'hyperkaliémie. C'est une petite pharma à croissance et à risque élevés. Le potentiel de gain pour l'investisseur est considérable.

GALENICA

Profil de marché

Pays	Suisse
Secteur	Santé
Industrie	Distribution
Prix (CHF)	44.85
52 semaines max	45.85
52 semaines min	39.00
Capitalisation (CHFm)	2'243
Avg. daily volume	763 243
Beta	non disponible
ISIN	CH0360674466



Chiffres clés

	2016	2017e	2018e		2016	2017e	2018e
BPA	1.66	1.86	1.96	PE		24.1	22.8
Croissance	1.5%	12.3%	5.5%	EV/EBITDA		16.3	9.6
Rdt dividende		3.7%	3.9%	Marge EBIT	4.0%	4.3%	4.4%

L'ancien Galenica, à l'origine un logisticien pour les pharmacies suisses, s'est développé sur deux axes: le premier est la constitution en Suisse d'une chaîne de pharmacies et la consolidation de la logistique des produits de santé; le second axe, est le développement, au niveau mondial, d'une niche négligée par les grands groupes pharmaceutiques: le fer intraveineux. Cette activité, au départ négligeable, avait été acquise dans un passé plus lointain et était restée un peu par hasard au sein du groupe.

Cette approche a été une réussite, comme en atteste la croissance annuelle du bénéfice de 8.8% en moyenne au cours des 15 dernières années. La branche pharmaceutique du groupe, partie de presque rien il y a 20 ans, générait récemment de 75% à 80% des profits de l'ancien groupe Galenica. Cette branche a franchi deux caps en 2016: le premier lorsque son chiffre d'affaires a dépassé pour la première fois le milliard de francs, ce que le management considère comme la taille critique pour une pharma indépendante; le second cap est le rachat de la société américaine Relypsa qui apporte un deuxième pilier à la partie pharma: l'hyperkaliémie. Cette maladie aujourd'hui mal traitée ouvre une opportunité comme l'était le fer intraveineux il y a 20 ans. Autrement dit, le potentiel de croissance du groupe a été démultiplié. Ces 2 évolutions ont ouvert l'horizon en vue de la scission du groupe.

Il y a 20 ans, lorsque Galenica prenait le pari du fer intraveineux, la société était encore contrôlée par des pharmaciens suisses; l'actionnariat s'est progressivement ouvert au public, laissant une plus grande marge de manœuvre à la direction. La constitution d'une grande chaîne de pharmacies, par exemple, était un objectif très controversé parmi les pharmaciens actionnaires. Ces dernières années, l'actionnariat est devenu plus financier, le rôle prépondérant revenant à une entreprise commune entre la société de private equity KKR et Alfredo Pessina l'homme d'affaires italien à la tête du géant Walgreens-Boots-Alliance. Cet actionnaire s'est effacé en 2016 au profit d'autres financiers: la société d'investissement Patinex de Martin Ebner (20%) et l'un de ses alliés (8%). On peut supposer que le désir de ces propriétaires de valoriser rapidement le groupe a pesé dans la volonté de séparer la partie pharma de la partie distribution et logistique.

La scission a eu lieu début avril sous la forme de la cession au public des actions (introduction en bourse) d'une nouvelle société, Galenica Santé, dont le nom va être simplifié en Galenica. Elle regroupe la distribution de médicaments et la logistique. L'ancienne société, rebaptisée Vifor-Pharma regroupe la partie pharma à l'exclusion des produits vendus sans ordonnance.

Le cœur de Galenica est son vaste réseau de pharmacies; 28% des officines que compte la Suisse sont directement contrôlées par l'entreprise (329 points de vente), ou lui sont affiliées (167 points de vente). En termes de chiffre d'affaires, leur part de marché est de 35%. Les chaînes Amavita, Sunstore et Windconcept sont sa propriété; la chaîne Coop Vitality opère sous une entreprise commune où Coop détient 51% des parts.

Les ventes hors médicaments sous ordonnance, c'est-à-dire les médicaments sans ordonnance et les produits de beauté, représentent 38% du chiffre d'affaires des pharmacies, mais 70% de leur bénéfice opérationnel, selon la société. Cette partie du commerce échappe davantage à l'emprise des pouvoirs publics qui influent sur le prix des médicaments remboursés.

En outre, Galenica exploite, essentiellement en Suisse, un portefeuille de médicaments vendus sans ordonnance et de produits de consommation liés à la santé. Les principales marques sont Algifor (ibuprofène), Perskindol (analgésique) ou encore Antibrumm (répulsif contre les moustiques).

Galenica est le numéro 3 dans le secteur des produits de consommation pour la santé derrière GSK Consumer Health (ex Novartis) et Bayer Consumer Health. Sa part de marché est de 5%, selon le courtier Citi. Les numéros 1 et 2 ne sont que sensiblement plus gros. En parallèle, Galenica distribue en Suisse des marques étrangères, comme par exemple, Oral-B (hygiène buccale) ou Ginsana (phytothérapie).

En amont, Galenica gère, sous la marque Galexis, un service d'approvisionnement des pharmacies, médecins et hôpitaux suisses. Galexis, qui compte 8500 clients, est leader sur son marché et deux fois plus gros que son concurrent le plus proche (Amedis). Une autre filiale, Alloga, propose un service de stockage spécialisé pour médicaments. Alloga est plus que 2 fois plus grand que son concurrent le plus proche (Voigt).

Les sources de croissance sont:

- L'augmentation et le vieillissement de la population

- Le développement des marques du groupe et des contrats de distribution de produits tiers
- L'amélioration des ventes en étoffant l'offre des pharmacies au-delà des médicaments, en particulier sur le créneau de la beauté
- L'extension du réseau

Les freins à la croissance sont:

- Les efforts de réduction des coûts des médicaments par la puissance publique
- La menace des ventes en ligne et du tourisme d'achat

Au cours des 10 dernières années, le chiffre d'affaires de l'ensemble des pharmacies suisses a progressé de 2.4% par an en moyenne. C'est moins rapide que les dépenses de santé, en hausse de 4% par an. La démographie a été particulièrement favorable puisque, grâce à l'immigration, la population a progressé de 1% par an. Elle pourrait être plus faible à l'avenir.

L'extension du réseau devrait être une autre source de croissance. Galenica a l'ambition d'ouvrir ou d'acquérir entre 5 et 10 pharmacies par an. Le chiffre d'affaires moyen d'une pharmacie en Suisse est de 4 millions pour un prix de rachat de l'ordre de 6 fois l'EV/EBITDA. Cela devrait se traduire par une contribution annuelle de 1% environ.

Du côté des freins à la croissance, les médicaments ont subi des baisses administratives évaluées à 3.5% entre 2013 et 2014. Cette tendance va se poursuivre puisque un nouveau train de baisse est prévu entre 2018 et 2020. La réduction supplémentaire devrait être de 240 millions à l'échelle du pays. Rapporté à la part de marché de Galenica, cela devrait soustraire environ 1% de croissance sur chacune des 3 prochaines années. Au niveau de la rentabilité, si 2/3 de la réduction touchent le fabricant et 1/3 touche le distributeur, l'impact sur le bénéfice opérationnel de Galenica serait assez modeste, de 4 à 5 millions par an, selon Citi.

Un facteur d'incertitude est le basculement des ventes vers internet. En Suisse, les ventes en

ligne sont autorisées pour les médicaments sur ordonnance; La législation est plus restrictive pour les médicaments sans ordonnance ou OTC («Over The Counter»). Une partie de ceux-ci ne peuvent être livrés que dans une pharmacie. Galenica ne réalise que 4% à 5% de ses ventes en ligne, ce qui le place dans la course sur ce créneau.

Un concurrent sérieux, Zur Rose, est une société cotée sur la bourse de Berne; elle envisage une augmentation de capital et de transférer sa cotation en bourse suisse courant 2017. Elle réalise 470 millions de ventes en ligne en Suisse, ce qui équivaut à 14% des ventes de Galenica, et presque autant en Allemagne. Zur Rose se décrit comme «la plus grande pharmacie en ligne d'Europe». Mais pas seulement; Zur Rose, qui était en perte en 2016, est entré dans le commerce classique en ouvrant une pharmacie à Berne en coopération avec Migros. Contrairement à Coop, allié de Galenica dans Coop-Vitality, Migros était jusqu'à présent absent de ce domaine. Une irruption d'ampleur de Migros dans la pharmacie est une menace. Dans un communiqué datant de mai, la société laissait entendre que l'augmentation de capital financerait une expansion dans le commerce en ligne en Europe.

Toujours au chapitre du commerce en ligne, un point saillant est les différences de prix pour un même produit; par exemple le répulsif à mous-

tiques Anti-Brumm (marque de Galenica) sur différents points de vente. L'écart avec l'Allemagne est impressionnant et signale le danger de tourisme d'achat (Fig.1).

Dans ses prévisions de croissance des ventes de Galenica, la banque Vontobel envisage une croissance organique faible en 2017 et négative en 2018 en conséquence des mesures de réduction des coûts des médicaments. Le rythme inférieur à 1% les années suivantes factorise une démographie plus lente. La croissance par acquisition de 5.0% en 2017 découle du rachat en février de deux marques de désinfectant (Merfen et Vita-Merfen) à GSK Consumer Health. En 2018, la croissance par acquisition de 2% factorise la reprise d'une quinzaine de pharmacies. Les années suivantes, la croissance externe se tasse progressivement.

Finalement, la croissance de 2.5% en moyenne au cours des 6 prochaines années que Vontobel avance paraît plausible et suffisamment prudente (Fig. 2).

Ces dernières années, l'entreprise, alors segment de l'ancien Galenica, a dégagé une marge opérationnelle de 4.0%. Plusieurs facteurs permettent de tableer sur une progression de ce ratio:

- Croissance plus rapide des marques du groupe qui sont mieux margées

Fig. 1: Prix en CHF
Sources: Sites et magasin



Pharmacie Genève	16.9
Coopvitality.ch	17.42
Zurrose.ch	14.9
Zurrose.de	10.7

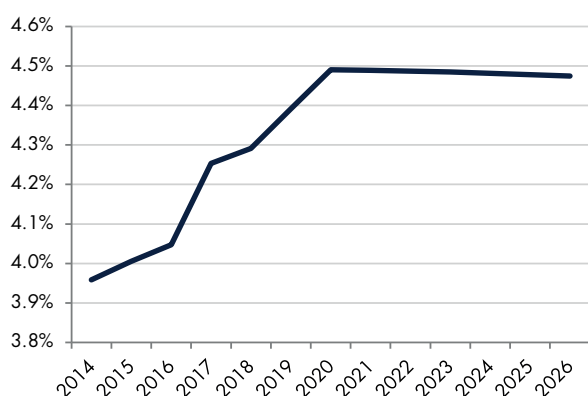
Fig. 2: Galenica - Projections de croissance
Source: Vontobel

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
croissance organique	31.0%	2.4%	0.3%	-1.0%	0.7%	0.9%	0.6%
acquisitions	0.0%	0.9%	5.0%	2.0%	1.6%	1.4%	1.2%
croissance totale	3.1%	3.2%	5.3%	1.0%	2.3%	2.4%	1.8%

- Signature de nouveaux contrats de distribution de produits de tiers, également bien margés
- Menace réduite de la concurrence des ventes en ligne

Une marge de 4.2% est envisagée en 2017, puis une progression de 10 points de base par an jusqu'à atteindre 4.5% en 2020 (Fig.3). Les analystes sell-side (dont les employeurs ont généralement fait partie du syndicat de placement des actions) sont en majorité plus sanguins avec une marge de 4.8% pour Citi, 5.2% pour Vontobel, par exemple. UBS en reste à 4.5%.

Fig. 3: Galenica - marge opérationnelle
Source: IAM



Plus bas dans le compte de résultat, la dette financière, estimée à 390 millions, devrait occasionner des frais financiers de l'ordre de 10 millions. La taxation, probablement autour de 21%, devrait approcher les 30 millions. Les in-

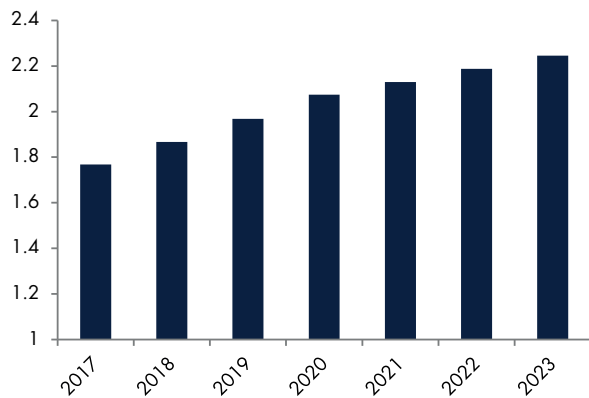
vestissements (48 millions) ont été placés un peu au-dessus de la dépréciation (42 millions). Les rachats de pharmacies, budgétés à 15 millions par an, n'impactent pas le flux financier libre (FCF). Compte tenu de ces éléments, celui-ci est modélisé à 100 millions en 2017. Le rendement sur la capitalisation serait donc de 4.6% (Fig. 4).

Fig. 4: Galenica – rendement du FCF
Source: IAM



La firme ayant indiqué que l'essentiel de ses excédents seraient reversés aux actionnaires sous forme de dividende, celui-ci a été modélisé à 90 millions, soit 1.8 franc par action. Avec une action à 45 francs, cela correspond à un rendement de 3.9%. Les investisseurs imposés en Suisse apprécieront que l'entreprise dispose de 560 millions de capital à rembourser sans impôt. Cela signifie que le dividende échappera à l'impôt sur le revenu pour les 4 ou 5 prochaines années. Le dividende devrait progresser légèrement plus vite que la vente grâce à la progression de la marge. Le rythme annuel est estimé à 3.5% au cours des prochaines années (Fig.5).

Fig. 5: Galenica – dividendes
Source: IAM



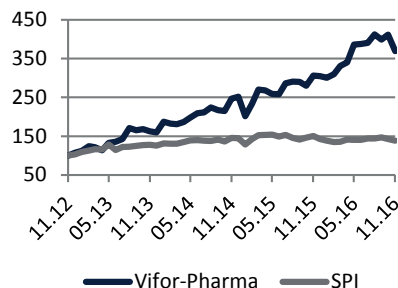
Galenica est une société très défensive réalisant l'essentiel de ses ventes en francs, ce qui est rare dans l'univers des actions suisses. Une faiblesse est le risque d'interférence des pouvoirs publics. Son dividende offre un rendement de 3.9% (net d'impôt pour les particuliers suisses ces prochaines années). Si ce dernier progressait de 3.5% par an en moyenne, le titre offrirait un rendement total de l'ordre de 7.2% ces prochaines années. Cela paraît attractif en comparaison des obligations.

Cependant, selon un modèle DCF, l'action paraît pleinement évaluée. Dans cette approche, qui appréhende l'action sur une durée plus longue, le modèle envisage après 2020 la stabilisation de la marge et, en conséquence, une décélération de la croissance des bénéfices autour de 2.5%. En outre, le coût du capital a été fixé à 5.4%. En d'autres termes, selon ces hypothèses, sur une durée plus longue, la société serait en mesure de dégager un rendement total de l'ordre de 5.4%. C'est un rythme généralement jugé insuffisant pour une action.

VIFOR - PHARMA

Profil de marché

Pays	Suisse
Secteur	Santé
Industrie	Pharma
Prix (CHF)	108.8
52 semaines max	136.6
52 semaines min	96.3
Capitalisation (CHFm)	7 066
Avg. daily volume	348 400
Beta	0.7
ISIN	CH0364749348



Chiffres clés

	2016	2017e	2018e		2016	2017e	2018e
BPA	3.75	1.11	2.18	PE	33.7	97.5	49.9
Croissance	-19.0%	-70.4%	95.3%	EV/EBITDA	20.7	34.3	24.4
Rdt dividende	1.6%	1.2%	1.2%	Marge EBIT	8.5%	9.7%	14.1%

VP a lancé les dés qui décideront de son avenir en tant que jeune société indépendante en rachetant en juillet 2016 l'Américain Relypsa; tout le trésor de guerre du groupe, soit 1.5 milliard, y a été mobilisé. Le principal actif de Relypsa est son nouveau médicament Veltassa tout juste autorisé aux Etats-Unis contre l'hyperkaliémie. Cette maladie conduit à des dérèglements cardiaques en raison d'un excès de potassium que les reins ne parviennent plus à éliminer. Les patients souffrant d'insuffisance rénale et sous dialyse en sont les principales victimes. L'hyperkaliémie apparaît comme effet secondaire de leurs autres traitements.

VP réalise déjà une part appréciable de son chiffre d'affaires auprès de ce type de patients, notamment par l'intermédiaire de la société commune avec FMC, numéro un mondial des centres de dialyse. Autrement dit, VP n'est pas en territoire inconnu et le réseau commercial est déjà en place. En 2015, cette société commune avait acquis les droits de Veltassa aux Etats-Unis.

Actuellement, l'hyperkaliémie est traitée à l'aide d'un médicament datant des années 50 présentant une efficacité limitée et des effets secondaires. En conséquence, lorsque l'hyperkaliémie s'intensifie, le patient n'a d'autre choix que de réduire son traitement contre l'insuffisance rénale. Veltassa devrait permettre d'éliminer ce dilemme. Le marché potentiel est considérable: 4 millions de patients possibles aux Etats-Unis et en Europe pour un chiffre d'affaires de 5 milliards.

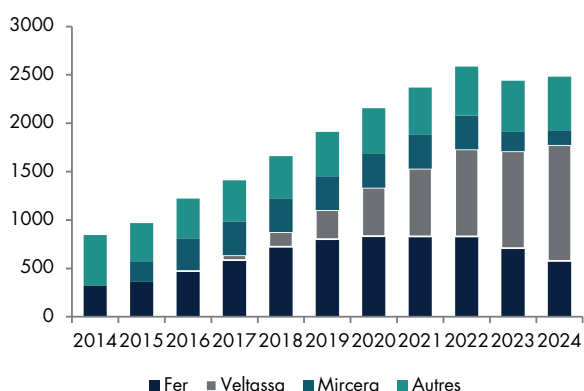
Pourtant, VP articule un pic de vente plus modeste de l'ordre de 1.5 milliard. Il y a deux raisons à cela. La première est le challenge de faire évoluer les protocoles de prise en charge des patients; en d'autres termes, il s'agit de sensibiliser les médecins, de créer le marché. Les débuts timides du médicament donnent une idée de l'ampleur de la tâche. Autorisé aux Etats-Unis fin 2015, Veltassa n'a réalisé que 7.4 millions de chiffre d'affaires en 2016. Courant 2017, VP exprime sa satisfaction sur les performances commerciales: un chiffre d'affaires de 50 millions est envisageable sur 12 mois. A un tel rythme, le milliard paraît encore loin. Pour ne pas aider, la FDA, l'autorité américaine de supervision de la santé, avait adjoint une mise en garde (« black box ») à la notice de Veltassa. Le produit devait être administré 6 heures avant ou après d'autres traitements; c'est une restriction délicate chez des patients en général lourdement médicalisés. Heureusement, VP a obtenu fin 2016 le retrait de cette « black box ». Le délai a été réduit à 3 heures et ne fait plus l'objet d'une mise en garde séparée.

La deuxième raison pour l'ambition mesurée de Veltassa est la concurrence de ZS-9, un produit racheté 2.7 milliards par Astra-Zeneca. Le prix plus élevé payé pour ZS-9 s'explique probablement par l'absence de « black box ». Ce produit se révèle toutefois problématique: Astra-Zeneca a essuyé 2 refus successifs d'autorisation de la FDA en raison de difficultés techniques liées à la synthèse du médicament. En conséquence, à ce jour, ZS-9 n'a toujours pas été commercialisé. Pour

tant, VP ne se félicite pas de l'absence de son principal concurrent. Astra-Zeneca, une entreprise dont la surface et l'influence sont sans commune mesure avec celles de VP, aurait contribué au développement du marché. En d'autres termes, sans la concurrence de ZS-9, VP craint un décollage plus lent de Veltassa. En tout état de cause, le marché paraît assez vaste pour deux médicaments. VP estime que ZS-9 est mieux indiqué pour les cas aigus d'hyperkaliémie; une prise prolongée de ZS-9 pourrait avoir l'inconvénient d'entraîner un excédent de sodium; dans ce cas de figure, Veltassa serait plus adapté, selon VP.

L'effort commercial consenti en faveur de Veltassa a conduit VP à réduire ses prévisions bénéficiaires. En 2017, Veltassa devrait coûter 230 millions de bénéfice opérationnel; puis 110 millions en 2018. L'équilibre devrait être approché seulement l'année suivante. L'incertitude sur le succès de Veltassa et le poids financier à court terme de ce projet expliquent selon nous, la contre-performance du titre depuis le rachat de Relypsa. L'enjeu est de taille, puisque Veltassa a le potentiel de doubler les ventes de VP. Notre modélisation retient une accélération des ventes de Veltassa passant le milliard en 2023, puis atteignant un sommet de 1.2 milliard ensuite. Pour mémoire, 1.2 milliard est le chiffre d'affaires de la totalité de VP en 2016, dont près de 500 millions générés par la franchise du fer intraveineux.

Fig. 6: VP - projections de ventes
Source: IAM



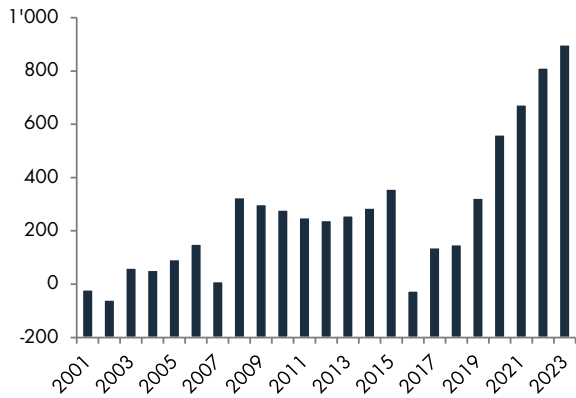
L'autre pilier de VP reste le fer intraveineux, dont les ventes ont progressé de 39% en 2016, après 33% l'année précédente. De façon surprenante, Venofer, le produit de première génération du groupe affiche une hausse de 15% en 2016; il était séné souffrir de pression sur ses prix et de substitution au profit de Ferinject, le nouveau fer intraveineux de VP. Venofer est surtout vendu en néphrologie, domaine de la société commune avec FMC qui semble très bien marcher.

Ferinject devrait encore avoir devant lui un potentiel commercial important tant en Europe qu'aux Etats-Unis. A tort ou à raison, notre modèle factorise pour le couple Venofer + Ferinject un ralentissement à 23% de croissance en 2017 et 2018, puis une stabilisation des ventes en 2020. La maturation du marché, puis la perte du brevet sur Ferinject en 2024 conduisent à envisager un repli des ventes dès 2023 (Fig.6). Ces hypothèses, qui paraissent plutôt prudentes, ne reposent sur rien de tangible. Leur utilité est de dériver une valeur pour la société et d'appréhender comment l'évolution des perspectives peut impacter cette valeur.

Après Veltassa et le fer injectable, le troisième produit du groupe est Mircera. Il s'agit d'un médicament contre l'anémie liée à l'insuffisance rénale. Son propriétaire, Roche, en a confié la distribution à VP. Son chiffre d'affaires relativement élevé cache une contribution moins que proportionnelle au bénéfice. Un autre produit est Velphoro, un médicament contre l'excès de phosphate; il s'adresse également aux patients souffrant d'insuffisance rénale. Enfin, Cellcept a maintenu des ventes substantielles ces dernières années; en 2007, l'entreprise avait racheté Aspreva, une société canadienne qui, en accord avec Roche, commercialise le Cellcept de Roche dans des indications annexes après la perte du brevet principal du produit.

Les hypothèses de chiffre d'affaires et de rentabilité permettent d'envisager le cash flow libre (FCF). Son évolution peut paraître erratique. La chute de 2007 correspond au rachat d'Aspreva; le tassement autour des années 2010 s'explique par l'effort de recherche et de marketing pour les débuts de Ferinject. Le trou entre 2016 et 2018 est la conséquence des dépenses de lancement de Veltassa. Si notre scénario de ventes se réalise, la phase actuelle d'investissement dans Veltassa devrait être suivie par une période de forte génération de liquidité: un FCF de l'ordre de 900 millions est projeté en 2023 (Fig. 7).

Fig. 7: VP - Génération de liquidité (FCF)
Source: IAM



nica. Celui dérivé à partir des hypothèses précitées justifierait une hausse de 45% du titre pour un coût du capital de 7.5%.

Un tel développement propulserait le rendement du FCF au-dessus de 10% peu après 2020 (Fig.8). Gale-nica avait déjà affiché de tels niveaux d'évaluation après la reprise d'Aspreva, opération abondamment critiquée, à tort, par les analystes financiers. Le ma-nagement de l'entreprise peut se prévaloir d'autres décisions stratégiques judicieuses, comme le contrat Mircera ou la coopération avec FMC. Ces précédents sont rassurants lorsque l'on considère le risque géné-ré par la reprise de Relypsa alors que les retombées ne se matérialiseront que progressivement ces pro-chaines années. Le risque est élevé, mais le potentiel de gain est considérable. Un modèle DCF est encore plus hasardeux à construire que dans le cas de Gale-

Fig. 8: VP – rendement du FCF
Source: IAM

