

Industrie de santé

Un secteur rentable... et profitable

Réforme fiscale, dépréciation du dollar, expirations de brevets, acquisitions et cessions : tous les ingrédients étaient réunis l'an dernier pour faire bouger les lignes. Etat des lieux du classement Pharmaceutiques des plus grands groupes de santé mondiaux.

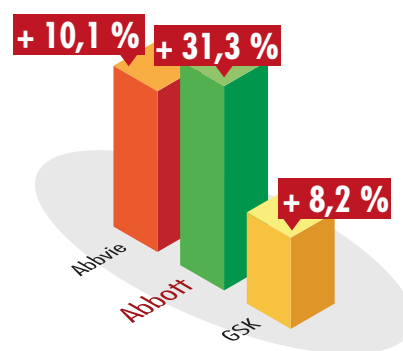
En 2017, big pharma et biotech américaines ont créé la surprise avec des croissances parfois supérieures aux attentes. Ainsi les ventes d'Abbott ont augmenté de 31,3 %, AbbVie 10,1 %, Eli Lilly 7,8 % et Johnson & Johnson (J&J) 6,3 %. La réforme fiscale aux Etats-Unis, mise en œuvre à la fin de l'année, les a aidés (hors charges fiscales exceptionnelles), leur permettant de relever les prévisions de résultats. Comme ses concurrents J&J et AbbVie, Pfizer estime qu'il en tirera profit en 2018. Effet d'aubaine, Bristol-Myers Squibb et J&J ont décidé d'attribuer 1 milliard de dollars chacun à leur budget de recherche et développement. Les dépenses en R&D du leader mondial de la santé (J&J encore une fois en 2017) se rapprochent de celles du numéro 2, Roche, pourtant particulièrement dépensier en la matière (10,55 Mds\$ en hausse de 16 % pour le premier à comparer à 11,56 Mds\$, en recul de 2,1 % pour le second).

L'impact favorable de la réforme fiscale

« Pour les big pharma qui réalisent un chiffre d'affaires conséquent sur le marché américain, le plus important au monde, la réforme fiscale a eu pour effet d'accroître mécaniquement leurs marges nettes. Ce qui leur permettra d'augmenter le retour de capital aux actionnaires (dividendes, rachats d'actions), de poursuivre leurs acquisitions ou d'investir davantage en R&D », explique Christophe Pouchoy, directeur de la gestion chez Trecento, cogérant du fonds Trecento Santé. Autre effet de la réforme, les sociétés américaines peuvent désormais rapatrier les bénéfices réalisés en dehors des Etats-Unis. De quoi leur donner les moyens de procéder à de futures emplettes.

« Pour pouvoir les transférer de l'étranger, des groupes comme J&J et Merck par exemple ont dû provisionner une charge exceptionnelle sur les comptes du quatrième trimestre mais en contrepartie, ils vont pouvoir réinvestir une partie de ces fonds en R&D et les reverser à leurs actionnaires, sous forme de dividende et de rachats d'actions », poursuit Christophe Pouchoy. En Europe, la situation s'est révélée plus mitigée, selon les acteurs et l'impact réel ou attendu de la dépréciation du dollar. L'effet conversion en dollars des comptes des entreprises européennes (en euros, francs suisses ou livres, monnaies qui se sont appréciées en 2017 vis-à-vis du billet vert) a gonflé leur chiffre d'affaires, comparé à leurs homologues américaines. En

Les plus fortes croissances
du chiffre d'affaires santé
(sur un an)



contrepartie, un dollar faible handicape les entreprises européennes outre-Atlantique. Ainsi, Novartis dépasse les attentes du consensus aussi bien en 2017, avec un chiffre d'affaires en croissance de 1,2 % et un bénéfice net de 15 %, que pour ses estimations 2018 de bénéfice par action. Parallèlement, GlaxoSmithKline et AstraZeneca ont vu leurs résultats dépasser les espérances de la place mais leurs prévisions ont été considérées comme inférieures ou en ligne. Enfin, les performances de groupes comme Sanofi, Roche ou Novo Nordisk ont déçu la communauté financière. Effet réforme fiscale et impact des changes obligent, des places ont été gagnées dans le classement par Roche, Sanofi, Bayer et Abbott aux dépens de Pfizer, Merck & Co, GlaxoSmithKline et Gilead (qui sort de notre Top 10 cette année). Avec un focus sur la seule activité pharmaceutique, c'est Pfizer qui tient le haut du pavé, devant Novartis et Roche. Le groupe américain est d'ailleurs le plus profitable du Top 10 (40,6 % de marge nette), devant Bayer et Sanofi.

Reprise des grandes manœuvres

Après un exercice 2017 moins soutenu, à quelques rares exceptions (rachat de Kyte par Gilead pour 11,9 milliards et celui d'Actelion par J&J pour 30 milliards), l'année 2018

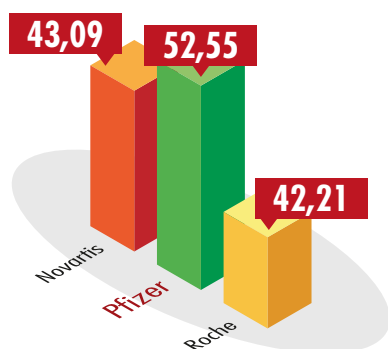
commence sur les chapeaux de roues en matière de fusions-acquisitions. Ainsi, Sanofi a finalisé, le 8 mars, l'acquisition de Bioverativ Inc. pour 105 dollars en numéraire par action (11,6 Mds\$ au total). La nouvelle venue subsiste pour devenir une filiale indirecte, intégralement détenue par le repreneur. De surcroît, le laboratoire français a annoncé la reprise du belge Alblynx, à la barbe d'un autre prétendant, Novo Nordisk, pour 3,9 Mds€. De son côté, Celgene n'était pas en reste, avalant la biotech américaine Juno spécialisée dans les thérapies cellulaires CAR-T, en déboursant 9 Mds\$. Il s'était auparavant emparé d'Impact Biomedecines dans l'hématologie. Le montant initial de l'acquisition (environ 1,1 Md\$) peut d'ailleurs monter jusqu'à 7 milliards pour une seule molécule : un inhibiteur de kinase JACK2, attestant du potentiel de ventes espérées. Les grandes manœuvres reprennent donc une place de choix dans le secteur. « Les big pharma ont été en proie à un phénomène d'«endormissement comptable». Leur rentabilité a progressé de façon spectaculaire, de même que leurs cours de Bourse, rendant possible une distribution de dividendes élevée. Conséquence : ces grands groupes ont été relativement peu actifs en matière de fusions-acquisitions ces dernières années. Leur part du marché de la santé a décliné, aucune ne détient plus de 5 % du marché pharmaceutique



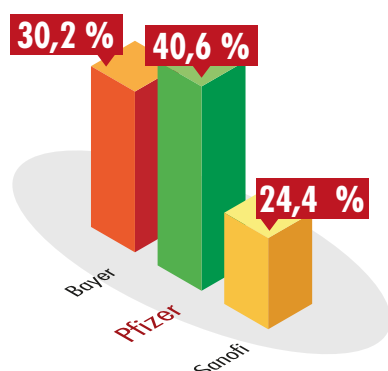
Christophe Pouchoy, directeur de la gestion chez Trecento, cogérant du fonds Trecento Santé : « Globalement, la réforme fiscale américaine a été favorable aux big pharma, qui réalisent un chiffre d'affaires conséquent sur le marché américain. »

mondial. D'où la nécessité de ne pas se faire rattraper par les autres acteurs comme les groupes de biotechnologies, les pharmaceutiques de spécialités et les medtech », souligne Marc-André Audisio, associé spécialisé en transactions santé et sciences de la vie en France chez EY, qui vient de publier son étude annuelle "LifeSciences Firepower".

Les leaders du secteur pharmaceutique (en Mds\$)



Les marges nettes les plus importantes (résultat net/CA)



D'importantes primes offertes

Désormais, les prédateurs sont prêts à déboursier davantage pour remporter la mise. Depuis le début de l'année, la prime moyenne sur le dernier cours de Bourse des cibles visées atteint la bagatelle de 41 % en moyenne, au-delà de celles de 2017 (27 % en moyenne). Généralement, les big pharma reprennent des petites ou moyennes capitalisations car elles les valorisent en termes de multiples de chiffre d'affaires futur. « Le multiple moyen de valeur d'entreprise/chiffres d'affaires (des douze derniers mois avant l'annonce de l'acquisition) augmente depuis le début des années 2010 car les sociétés acquièrent des cibles à des stades de développement plus précoces, dont le chiffre d'affaires et résultats sont encore faibles. La hausse du multiple moyen s'explique aussi par la raréfaction des cibles qui poussent les acheteurs à augmenter les primes d'acquisition pour emporter l'adhésion des actionnaires et du management (souvent actionnaire) », explique Christophe Pouchoy. Le pic du nombre d'opérations au cours des années 2014/2015/2016 témoigne d'un « emballement observé ces années-là sur le secteur des biotech, avec des acquisitions de cibles à des stades extrêmement précoces, poursuit Christophe Pouchoy. Puis les multiples sont revenus à des niveaux plus raisonnables en 2017 ».

Poursuite et recentrage dans le secteur

Fondamentalement, les big pharma sont confrontées à la pression des marchés matures et veulent saisir les opportunités pour stimuler la croissance de leurs revenus. Ainsi GlobalData considère-t-il Merck, Pfizer et Amgen comme des candidats potentiels pour de futures fusions-acquisitions. Ces entreprises disposent de fonds conséquents hors

des Etats-Unis et sont susceptibles de procéder à une acquisition pour étoffer leur portefeuille en développement. Les pathologies privilégiées : l'oncologie, les maladies rares, les technologies d'expression des gènes. « Aujourd'hui, l'objectif des big pharma vise à concentrer leurs portefeuilles, se spécialiser davantage pour être plus lisibles des investisseurs. En outre, présenter un portefeuille cohérent, avec une panoplie complète dans une seule pathologie ou des thérapies reconnues, leur permet de peser davantage sur les payeurs. Pour y arriver, les entreprises doivent se délester de certaines activités non stratégiques, comme la cession de la santé vétérinaire (Elanco) d'Eli Lilly et la vente annoncée des génériques Zentiva par Sanofi. « Ce recentrage leur permet de muscler leur force de frappe, ce que EY appelle Fire Power, pour procéder à de futures fusions-acquisitions : cash-dettes, capitalisation boursière, lignes de crédit ouvertes..., ajoute Marc-André Audisio. Le secteur est actuellement en proie à un bouleversement, avec une concentration verticale et la nécessité de maîtriser les big data. Il n'est donc pas exclu que les GAFA entrent dans la danse. » ■

Christine Colmont



Marc-André Audisio, associé spécialisé en transactions santé et sciences de la vie, EY France : « Le secteur est actuellement en proie à un bouleversement, avec une concentration verticale et la nécessité de maîtriser les big data. Il n'est donc pas exclu que les GAFA entrent dans la danse. »

Notre classement des 10 premiers groupes de santé

	Groupes	CA santé (1) 2017 en Mds\$ (variation sur 1 an en %)	CA pharma 2017 (2) en Mds\$ (variation sur 1 an en %)	Part de la pharma (1) dans le CA du groupe	Résultat net publié 2017 du groupe en Mds\$ (variation sur 1 an en %)	R&D groupe en Mds\$ (variation sur 1 an en %)	Capitalisation boursière au 13/03 (en Mds\$)
1	Johnson & Johnson	76,45 (+6,3 %)	40,38 (+7,9 %)	52,8 %	1,30 (-92,1 %)	10,55 (+16,0 %)	360,45
2	Roche	54,58 (+5,4 %)	42,21 (+5 %)	77,3 %	9,04 (-9,3 %)	11,56 (-2,1 %)	202,31*
3	Pfizer	52,55 (-0,5 %)	52,55 (-0,5 %)	100 %	21,31 (+195 %)	7,66 (-2,7 %)	218,77
4	Novartis	49,11 (+1,2 %)	43,09 (+0,9 %)	87,7 %	7,70 (+15,0 %)	8,97 (-0,7 %)	192,99
5	Sanofi	41,89 (+3,6 %)	41,89 (+3,6 %)	100 %	10,22 (+78,2 %)	6,54 (+5,8 %)	97,19
6	Merck & Co	40,12 (+0,8 %)	35,39 (+0,7 %)	88,2 %	2,57 (-34,5 %)	9,98 (-1,4 %)	149,29
7	GlaxoSmithKline	39,24 (+8,2 %)	29,17 (+8,4 %)	74,3 %	2,82 (104,2 %)	5,82 (+23,4 %)	86,70
8	Bayer	29,01 (+1,3 %)	27,14 (+1,1 %)	64,9 %	8,77 (+61,9 %)	4,50 (+2,2 %)	95,00
9	AbbVie	28,22 (+10,1 %)	28,22 (+10,1 %)	100 %	5,31 (-10,8 %)	4,98 (+14,1 %)	190,16
10	Abbott	27,39 (+31,3 %)	4,29 (+11,1 %)	15,7 %	0,48 (-65,9 %)	2,24 (+57,2 %)	110,37

(1) Le CA santé inclut les activités pharmaceutiques ainsi que la nutrition, le diagnostic, les dispositifs médicaux, la santé animale et les biens de consommation.

(2) Le CA pharma comprend les produits de prescription, les médicaments OTC, génériques et vaccins.

P : pence, € : euros, FS : francs suisses, \$: dollars.

(*) calculée avec le cours des actions avec droits de vote, multiplié par les 160 000 000 titres, et celui des 702 562 700 bons de jouissance de Roche.

Taux de change du \$ au 31/12/2017 : 1 € = 1,195 \$ - 1 £ = 1,347 \$ - 100 ¥ = 0,888 \$ - 1 FS = 1,024 \$ - 1DK = 0,16118 \$