

Fusions et acquisitions

La course aux opportunités

Après une vague de rachats et rapprochements, les big pharma et grandes biotech ne vont pas manquer de saisir les nouvelles opportunités qui s'offrent à elles. Objectif : profiter de valorisations attractives et stimuler leur croissance à moindre coût.

Christophe Pouchoy, directeur général de Trecento : « Avant de racheter une entreprise, les laboratoires étudient les multiples de ventes attendues au cours des prochains exercices. »



Soixante-quatorze milliards de dollars (65 milliards d'euros), c'est la somme déboursée par le géant américain Bristol-Myers Squibb (BMS) pour faire tomber Celgene dans son escarcelle. La mariée était assurément très belle pour que son compatriote mette une pareille somme sur la table. D'autant que BMS a trouvé dans la corbeille l'expertise en thérapie cellulaire de Juno Therapeutics, intégré début 2018 par sa cible, désormais positionné sur l'un des segments les plus innovants aujourd'hui en hématologie. Le japonais Takeda n'était pas non plus en reste lorsqu'il a jeté son dévolu, en mai 2018, sur le leader mondial des maladies rares, le britannique Shire. Il n'a pas hésité à déboursier 62 milliards de dollars pour finaliser cette opération à l'échelle mondiale le 8 janvier dernier. Deux opérations qualifiées d'opportunistes par Christophe Pouchoy, directeur général de Trecento : « Certes, ces deux cibles n'étaient pas correctement valorisées en Bourse en raison d'un risque de perte à venir de brevets, et/ou de médicaments concurrencés sur le marché. Mais en prévoyant de rationaliser l'ensemble et de faire jouer les synergies de coûts et de production, ces intégrations devenaient extrêmement

judicieuses. » Toujours dans le domaine des maladies rares et de l'oncologie, d'autres rapprochements ont fait les gros titres au cours de ces derniers mois. Ainsi, Syntimmune a été intégré par Alexion pour un montant maximum de 1,2 milliard de dollars en vue d'étoffer son portefeuille en développement dans le domaine des maladies rares. Loxo Oncology a été repris par Eli Lilly pour 8 milliards de dollars, tandis que Tesaro, et son traitement du cancer de l'ovaire, a été racheté par GlaxoSmithKline (GSK) pour 5 milliards de dollars (opération finalisée fin janvier). Dernier exemple marquant, Ablynx a rejoint la galaxie Sanofi pour 3,9 milliards d'euros. Trois repreneurs qui avaient besoin de se renforcer en oncologie.

Des cours attractifs propices aux achats

De là à en conclure que les opérations de fusions-acquisitions se multiplient pour permettre aux laboratoires de muscler leur portefeuille en développement, il n'y aurait qu'un pas. Pourtant, les grandes manœuvres n'ont jamais vraiment cessé dans le secteur. Ainsi, Christophe Pouchoy distingue plusieurs périodes (voir graphique). « De 2010 à 2015, de nombreux rachats de sociétés de biotechnologie et pharmaceutiques se sont produits, allant en s'accéléralant à compter de 2013 et ce, à des valorisations élevées, décrit-il. Cependant, les cours des sociétés pharmaceutiques et de biotechnologie en Bourse se sont repliés lors de la campagne présidentielle américaine en 2015-2016. Les fusions-acquisitions, cette fois dans le segment du dispositif médical, sont alors reparties de plus belle jusqu'au printemps 2018. Elles ont été suivies de nouvelles opérations sur des biotech et des entreprises de tailles plus conséquentes. Les multiples

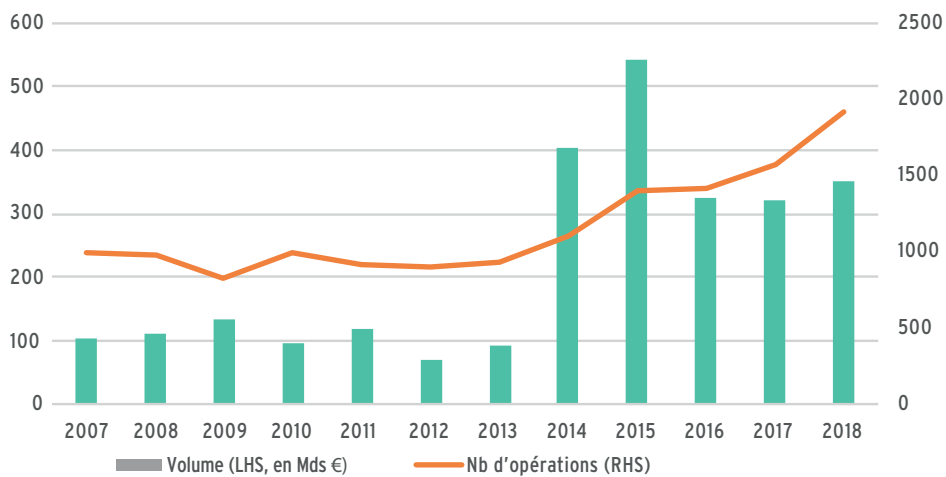
de valorisation redevenaient intéressants alors même que certains acteurs avaient besoin de stimuler leur croissance. Ces derniers ont donc profité du niveau de valorisation en Bourse plutôt faible de certaines sociétés pour augmenter leur périmètre. »

C'est ainsi qu'en fin d'année 2018, les valorisations sur les marchés financiers de certaines sociétés, comme Tesaro ou Celgene, avaient atteint des niveaux qui ne reflétaient plus leur activité, et encore moins l'actualisation des ventes futures de leurs médicaments déjà approuvés. « Car avant de racheter une entreprise, les laboratoires étudient les multiples de ventes attendues au cours des prochains exercices et le pic des ventes anticipé dans les trois à cinq ans à venir. Ils se focalisent donc sur l'horizon 2022-2023, le délai nécessaire pour que les sociétés qu'ils veulent racheter enregistrent leurs produits sur le marché et commencent à engranger un certain niveau de ventes », précise Christophe Pouchoy.

Recherche croissance désespérément

Une nouvelle fenêtre de tir s'est sans doute ouverte avec la récente baisse du cours des biotech, suscitant des convoitises de la part des laboratoires et des grandes firmes de biotechnologie en mal de croissance. Ainsi, les rumeurs bruissent régulièrement sur Alexion, Vertex, Incyte, Clovis Oncology, BioMarin, cibles potentielles. Parmi les prédateurs régulièrement cités, outre les GSK et Sanofi qui sont déjà passés à l'offensive, figurent de grandes biotech comme Amgen, qui auraient besoin de stimuler la croissance de ses ventes, Biogen et Gilead dont l'expansion se ralentit. Du côté des secteurs, l'oncologie/hématologie et les maladies rares devraient toujours être privilégiées car

Le montant des fusions-acquisitions dans le secteur pharma



portées par des innovations et générant de la croissance.

Une entreprise peut afficher une croissance de ses ventes moins rapide qu'attendue, lancer une alerte sur ses résultats, subir un échec dans le développement d'une de ses molécules, arrêter momentanément l'une de ses usines à la suite d'une contamination... Autant de déboires qui la rendront vulnérable, pèseront sur son cours de Bourse et susciteront l'appétit d'un prédateur poten-

tiel. « Ainsi, des valorisations plancher, déclenchant une alerte, se mettent en place pour les sociétés de biotechnologie, estime le directeur de la gestion de Trecento. Si les cours de Bourse descendent en dessous d'un certain seuil, il devient intéressant de lancer une offre de rachat. » Les grandes big pharma et biotech travaillent donc régulièrement avec des banquiers d'affaires qui actualiseront les modèles de valorisation de cibles potentielles et évalueront les

synergies de revenus et coûts, attendues d'un tel rapprochement, pour se positionner au moment opportun en vue de lancer une offre de rachat.

Rapprochements ou/et partenariats

La prudence continuera cependant de s'imposer car parfois la mayonnaise ne prend pas lors d'un rapprochement. C'est ainsi qu'Alexion a repris Synageva pour 8,4 milliards de dollars en 2015, notamment pour son traitement prometteur de la mucopolysaccharidose de type I, dont il a cependant dû arrêter le développement deux ans plus tard. De tels échecs rendent plus circonspectes les big pharma et grandes biotech qui privilégient les accords, les codéveloppements, les commercialisations, les licences, sauf bien sûr si des valorisations vraiment attractives leur offrent une opportunité à bon compte. D'où les accords notamment noués entre Merck & Co (MSD) et Eisai (5,8 Mds\$), GSK et Merck (3,7 Mds€) ou encore BMS et Nektar Therapeutics (3,6 Mds\$). ■

Christine Colmont

Arnaud Leroi, associé et directeur du pôle fusions & acquisitions de Bain & Company en France : « Trésorerie élevée, dettes limitées »

Le prix des dernières acquisitions dans la pharma vous paraît-il excessif ?

● Les multiples sont globalement élevés depuis 2014 mais plutôt stables depuis. Ils doivent s'analyser en tenant compte du coût de financement des entreprises, qui est également historiquement bas depuis 2014, ce qui rééquilibre sans doute un peu l'équation de création de valeur pour les actionnaires. Par ailleurs, les majors de l'industrie font face à des transformations profondes de leur portefeuille de produits et de leurs perspectives de croissance, ce qui a pu justifier à certains moments une prime stratégique sur certaines acquisitions. Reste à savoir à l'avenir si cette prime était justifiée en fonction de la capacité de ces groupes à transformer l'essai et à montrer leur capacité à créer de la valeur à partir de ces acquisitions.

Quels critères de valorisation les big pharma utilisent-elles pour choisir une cible : multiple de chiffre d'affaires, "price earning" (PE) estimé à un horizon de cinq ans, évaluation de la technologie ?

● Tout dépend du type de cible, mais globalement les big pharma cherchent avant tout à racheter des technologies différenciantes et à forte valeur ajoutée thérapeutique, tout en conservant une discipline financière raisonnable. Ainsi, dans les évaluations, les big pharma étudieront d'abord le potentiel de la technologie sur la

croissance et son niveau d'immunité au générique/biosimilaire. Les multiples de chiffre d'affaires ou d'EBIT (résultat d'exploitation) sont des indicateurs permettant de calibrer davantage le prix de l'opération.

Les cours boursiers actuels sont-ils suffisamment attractifs pour permettre une nouvelle vague d'acquisitions ?

● Les cours actuels, en particulier sur les biotech qui ont fortement baissé, semblent effectivement offrir des cibles intéressantes (à l'exemple de Celgene qui avait perdu plus de 50 % par rapport à son plus haut). Cela étant, les trésors de guerre élevés et l'endettement faible des big pharma sont autant de facteurs qui rendent tout à fait possibles des opérations d'envergure à des prix élevés. Nous devrions donc assister à des vagues d'acquisition mais pas à des méga-fusions.

Les grandes fusions sont-elles définitivement terminées ?

● A l'exception de cas très particuliers, la vague de méga-fusions n'est probablement pas le scénario le plus probable dans cette industrie. La nécessité de renforcer ses positions dans les catégories clés semble plutôt soutenir une thèse d'opérations plus ciblées ou d'échange d'actifs sur le mode de ce qu'ont fait Sanofi/Boehringer Ingelheim ou GlaxoSmithKline/Novartis.