

l'analyse du jour LES AS DES FUSIONS DE LA PHARMACIE MAL VALORISÉS

Les synergies de fusion, bénéfiques placebo des labos

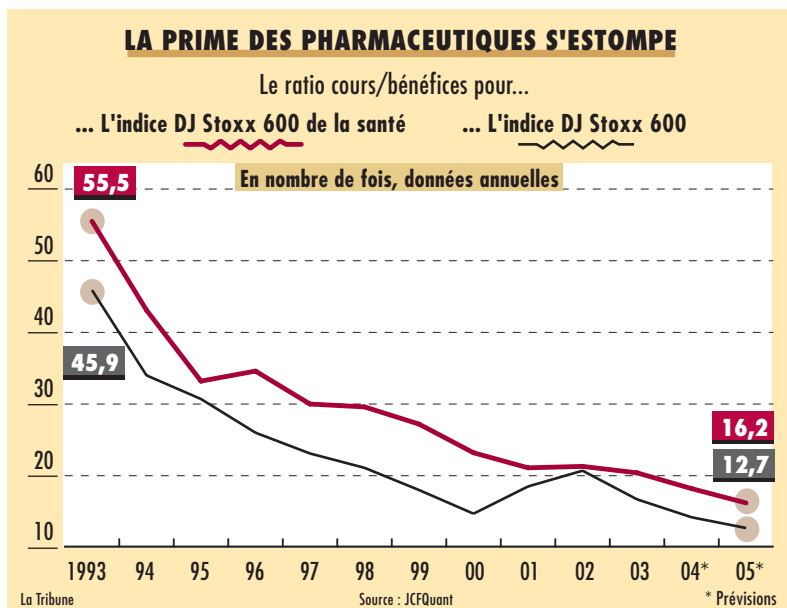
- La prime traditionnelle de la pharmacie en Bourse se réduit de manière drastique depuis dix ans.
- La Bourse s'inquiète d'un manque de molécules nouvelles.

C'est un conseil de prudence bien connu des mères de famille : « *Les médicaments ne doivent pas être laissés à la portée des enfants.* » Aussi Sanofi a-t-il pris de gros risques en liant, au travers d'une campagne de publicité, la réussite de son OPA sur Aventis à la survie du petit Louis. La pharmacie est pourtant une histoire de grande personne. Les marchés, eux, ont bien compris les particularités de cette industrie. Le parcours boursier du secteur est là pour le rappeler.

Plus de 20 % de rentabilité. Depuis onze ans, l'indice sectoriel healthcare de la gamme européenne Dow Jones Stoxx s'est adjugé 254 %, presque le double de la performance globale du marché (132 %). La croissance des dépenses de santé dans les pays développés explique une bonne partie de ces plus-values. Mais si les laboratoires ont pu en profiter c'est aussi parce que cette industrie a ses propres atouts. Très rentable, avec une marge bénéficiaire nette moyenne égale de 18 % et une rentabilité des capitaux propres supérieure à 20 % et parfois bien plus (Sanofi peut se targuer d'une rentabilité financière de 28,3 % pour 2003), la pharmacie offre également deux caractéristiques majeures.

Malgré l'essor des génériques, les molécules découvertes sont les produits manufacturés qui connaissent la plus longue durée de vie grâce aux brevets qui les protègent. Les investisseurs toujours en quête de visibilité et de sécurité de la génération de cash-flow apprécient l'argument à sa juste valeur. La protection vaut dans le monde entier, ce qui est essentiel car, deuxième spécificité du secteur, il est totalement mondialisé. Et si les autorisations de mise sur le marché et les prix restent soumis aux réglementations nationales, la mise au point des principes actifs est partagée sur toute la planète. On est loin de l'automobile, qui reste régie, par des particularismes régionaux forts. Voilà qui valait bien une prime au secteur des médicaments.

Mais ces atouts maîtres de la pharmacie se fissurent. De même que la rigueur des budgets des assurances-maladie qui ronge les marges, la menace des génériques sur les blockbusters (médicaments vedettes) n'est qu'un des périls auxquels font face les laboratoires. Le vrai danger c'est qu'ils sont confrontés à l'assèchement de leur



CE NE SONT QUE 17 MOLÉCULES NOUVELLES QUI SONT ARRIVÉES SUR LE MARCHÉ AMÉRICAIN – LE PREMIER MARCHÉ MONDIAL – CONTRE 53, SEPT ANS PLUS TÔT.

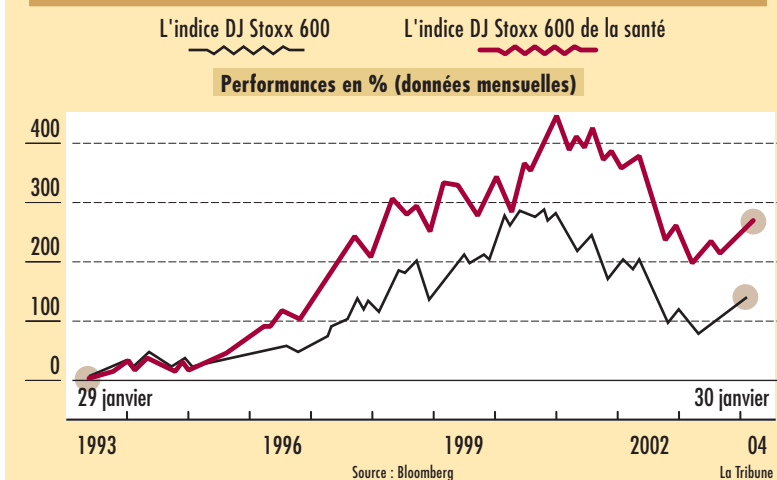
pipeline de molécules et à la raréfaction des nouveaux médicaments. Ce ne sont que 17 molécules nouvelles qui sont arrivées sur le marché américain – toujours le premier marché mondial – contre cinquante-trois sept ans plus tôt. De ce côté-ci de l'Atlantique, le constat est identique avec trente et une demandes de mises sur le marché formulées en 2002. C'est moitié moins qu'en 2000.

Si la recherche médicale produit toujours des prodiges, les contrôles se sont accrus de manière drastique dans les phases cliniques. Et le principe de précaution trouve en cette matière un retentissement fort coûteux pour les grands laboratoires, contraints de retirer leurs produits phares dès la première alerte. La Bourse prompte à réagir a déjà fait sa religion. Et peu à peu, la prime du secteur pharmaceutique s'estompe. A tel point que sur les cinq dernières années, le DJ Stoxx 600 affiche une performance en ligne avec celle de l'indice sectoriel pharmaceutique (-6,5 % contre -8,1 %). A l'aune du multiple de capitalisation des bénéfices qui ressortent du consensus calculé par JCF Group, l'écart qui atteignait une dizaine de points (voir graphique) en 1993 et 1994 s'est réduit à trois ou quatre points pour les PER courant de 2001 à 2005. Encore ce constat se limite-t-il aux valeurs européennes du secteur.

Faiblesses. Selon le consensus Ibes, l'indice sectoriel pharmaceutique de la gamme S&P 500 offre un PER 2004 estimé de 18,8, inférieure au multiple global du marché (19,4). La prime des laboratoires américains est aujourd'hui devenue négative ! Les bénéfices attendus cette année pour le champion des fusions, Pfizer, ne sont capitalisés que 17,8 fois. Et le numéro 2, GlaxoSmithKline ne peut prétendre qu'à un PER 2004 estimé d'à peine 13 fois. Ces faiblesses ne peuvent manquer de pousser les investisseurs à s'interroger sur l'effet des méga-fusions. En fait, le marché n'est pas indifférent aux profits retirés des synergies. A cet égard, Sanofi peut légitimement avoir des attentes fortes sur le réseau d'Aventis aux Etats-Unis, où l'assaillant ne réalise que 23 % de ses ventes. Mais le marché n'est pas dupe, il est moins sensible au placebo des bénéfices commerciaux instantanés qu'à l'effet salvateur des retombées d'un portefeuille de médicaments en croissance sur longue période. Le petit Louis sera certainement ravi des spots publicitaires de Sanofi-Aventis. Cela égayera ses longues journées d'hospitalisation. Pas plus !

Christophe Tricaud
Lire aussi pages 2 et 3

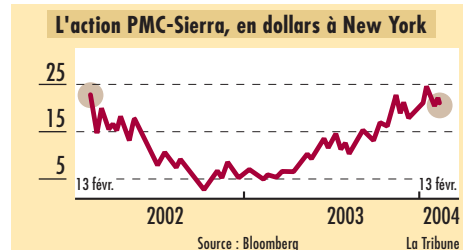
UNE PERFORMANCE EN LIGNE AVEC LE MARCHÉ DEPUIS 1999



CHRONIQUE DES MARCHÉS

PASCAL BOULARD

Quand PMC-Sierra se diversifie



Il a suffi d'une petite reprise des investissements des opérateurs télécoms pour que PMC-Sierra multiplie son cours de Bourse par 4 depuis mars 2003. Ce concepteur de puces, qui ne possède pas de fonderie (« fabless »), place ses produits dans les matériels des grands équipementiers. Les stations de base pour la téléphonie cellulaire, les routeurs d'entreprises et de réseau métropolitain et les matériels d'accès pour les connexions Internet DSL utilisent tous des puces de PMC-Sierra. La liste de ses clients télécoms va de Cisco à Alcatel, en passant par Lucent, Nortel, Juniper, Nokia et Ericsson, mais elle inclut aussi les chinois ZTE, Huawei et Fiberehome. De fait, en quatre ans, le chiffre d'affaires réalisé en Asie a triplé. Il représente maintenant 48 % de l'activité (quatrième trimestre 2003). Autre point important, la crise des investissements télécoms a forcé PMC-Sierra à diversifier ses sources de revenus, donc à chercher de nouveaux clients.

Ils ont été trouvés parmi les fabricants d'imprimantes à haute performance, les fabricants de décodeur pour la télévision et les spécialistes de l'électronique grand public : le chien robot Aibo de Sony utilise une puce de PMC-Sierra. Récemment, la société a ajouté des spécialistes du stockage à sa liste de clients (HP, brocade, EMC et Mc-Data).

Cette transformation donne une entreprise qui a réalisé un chiffre d'affaires de 249,5 millions de dollars et une perte de 4 millions de dollars. En revanche, les perspectives sont brillantes pour l'exercice en cours. Merrill Lynch envisage un chiffre d'affaires de 329 millions de dollars et un bénéfice net de 39,2 millions (20 cents par action). Pour 2005, Wedbush Morgan Securities table sur un volume d'affaires de 470 millions de dollars.

SECURITIES TABLE POUR 2005 SUR UN VOLUME D'AFFAIRES DE 470 MILLIONS DE DOLLARS.

un bénéfice net de 39,2 millions (20 cents par action). Pour 2005, Wedbush Morgan Securities table sur un volume d'affaires de 470 millions de dollars et sur un bénéfice net de 70 millions (40 cents). Cette dynamique explique la valorisation élevée de l'entreprise puisque sa capitalisation boursière représente 3,7 milliards de dollars avec une dette de 175 millions de dollars. Ce niveau suppose que le plan de développement de l'entreprise ne rencontre aucun écueil au cours des prochains trimestres.