



ISSUER RATING  
Short-term



INSTRUMENT RATING  
Neu CP

Initiation date 28/11/2022  
Rating Date 04/07/2025

## Contacts

### Lead analyst

Anne Guy  
anne.guy@ethifinance.com

### Committee chair

Marc Pierron  
marc.pierron@ethifinance.com

## Action de notation et justification

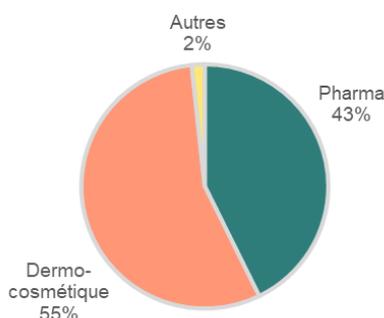
- EthiFinance Ratings confirme la notation court-terme EF1+ de Pierre Fabre SA (« PFSA ») et de son programme de NEU CP d'un montant maximal de €50m.
- Pierre Fabre est un groupe français pharmaceutique et de dermo-cosmétique.
- La très bonne notation du groupe découle de son excellent profil financier et notamment de sa politique financière prudente, avec un levier net ajusté de 0.3x et un ratio de capitalisation (fonds propres/dette financière brute) supérieur à 180% à fin 2024. Le groupe est présent sur des secteurs attractifs, à savoir la dermo-cosmétique et le secteur pharmaceutique. Ces secteurs bénéficient tous les deux d'un bon niveau de profitabilité, d'une faible volatilité et de barrières à l'entrée élevées, en particulier pour le secteur pharmaceutique. Notre appréciation positive du groupe est renforcée par sa bonne diversification, étant présent sur deux activités qui contribuent respectivement à c. 55% du chiffre d'affaires 2024 pour la dermo-cosmétique et c. 43% pour l'activité pharmaceutique. La diversification géographique est également bonne, l'Europe et la France étant les premiers marchés (respectivement c. 37% et 30% du chiffre d'affaires), et ce bien que le poids de l'Amérique soit faible (c. 10%). Le groupe possède également la marque de dermo-cosmétique AVENE, 2ème marque mondiale dans son segment. Enfin, le groupe dispose d'un actionnariat stable, avec comme actionnaire majoritaire la Fondation Pierre Fabre, et d'une équipe managériale dont le bon track-record se reflète dans le profil financier du groupe
- En 2024, l'activité a progressé, avec une croissance du chiffre d'affaires de 8.7% à €3.1mds. Les activités pharmaceutiques et de dermo-cosmétique sont toutes les deux en hausse, respectivement de 14.0% et 6.3%. L'EBITDA a peu augmenté et la marge a baissé à 13.4% (vs 14.2% en FY23) en raison des développements de l'activité pharmaceutique. Sur notre période de projections (2025-2027), nous nous attendons à une poursuite de la croissance du chiffre d'affaires pour les deux activités. La marge d'EBITDA devrait rester au niveau actuel. La génération de trésorerie du groupe est excellente et permet de financer les investissements importants, à la fois liés renouvellement du portefeuille de produits pharmaceutiques et aux opérations. Ils vont rester significatifs (c. €275m/an) dans les années à venir mais ne devrait pas impacter notre ratio de levier qui devrait rester au niveau actuel en moyenne (c. 0.3x).
- Toutefois, Pierre Fabre reste un acteur de taille limitée dans les secteurs où il évolue, en particulier dans le secteur pharmaceutique où quelques grands acteurs majeurs disposent d'avantages concurrentiels supérieurs. Par ailleurs, les perspectives de croissance, bien que satisfaisantes dans l'ensemble pour le secteur de la dermo-cosmétique, présentent des disparités selon les géographies et les segments. L'Europe connaît notamment une croissance modérée, affectée par le contexte économique morose. Quant à celles du secteur pharmaceutique, elles sont plutôt bonnes et meilleures que celles de la dermo-cosmétique, mais restent contraintes par la croissance du PIB et les capacités budgétaires des Etats. Enfin, le groupe a initié en 2023 un plan d'investissements soutenu pour renouveler et développer son portefeuille de brevets pharmaceutiques, notamment en oncologie innovante. Ces investissements ont des retours sur investissement longs, en fonction des phases de développement des brevets acquis et du temps d'obtention des autorisations de mise sur le marché. Néanmoins, compte tenu de la solidité financière du groupe, du potentiel de marché pour les traitements et les géographies visés, et du poids limité de chaque investissement, nous ne voyons pas de risque financier significatif à moyen-terme pour le groupe.
- Conformément à notre méthodologie, les secteurs dans lesquels évoluent Pierre Fabre, à savoir les biens de consommation, auquel est rattaché les produits de soins personnels, et les équipements et services de santé, présentent des risques ESG moyens (score de la heatmap compris entre 2 et 3,5). L'évaluation du profil d'activité n'est donc pas impactée par des considérations ESG liées aux secteurs. Concernant les produits de soins personnels, au niveau environnemental, le secteur a un faible impact sur le climat et les ressources. En revanche, il a un impact élevé sur la pollution, en raison des quantités de déchets générés par les emballages, et un impact moyen sur la biodiversité liée à la production et au transport des marchandises et des produits. L'impact sur les fournisseurs et les consommateurs est moyen et l'impact sur les communautés est faible. Concernant le secteur pharmaceutique, au niveau des aspects environnementaux, le secteur a un faible impact sur le climat et les ressources et un impact plus important sur la pollution, notamment lié aux déchets. Au niveau des parties prenantes, les soins de santé sont essentiels pour les consommateurs, ce qui implique des responsabilités importantes au sein du secteur notamment en matière d'égalité d'accès aux médicaments. Par ailleurs, la matérialité financière liée aux consommateurs est significative puisqu'il arrive que des poursuites judiciaires coûteuses affectent les acteurs. Enfin, le secteur a un impact important sur les Etats et les régions, la santé étant un poste budgétaire important par les Etats et contribuant à la création d'emplois dans de nombreuses régions.
- Notre évaluation de la politique ESG de la société est restée excellente en 2024, faisant ressortir un score « avancé » (score compris entre 0 et 1). Elle impacte positivement l'évaluation du risque financier et contribue donc à l'amélioration de la notation. Pierre Fabre se distingue en termes de gouvernance notamment grâce à la séparation des pouvoirs entre son président et son directeur général, et d'une hiérarchisation des enjeux ESG. Sur les aspects sociaux, le groupe continue de progresser avec une part de femmes importante dans ses effectifs, et des sites certifiés en termes de management de qualité et d'hygiène, santé et sécurité. Concernant

les aspects environnementaux, Pierre Fabre affiche de fortes ambitions de réduction de ses émissions de gaz à effet de serre scopes 1 et 2 (-46% d'ici 2030 vs 2019) et scope 3 (-28% d'ici 2030). A fin 2024, le groupe a atteint ses objectifs de réduction d'énergie (-25% vs 2015) et de consommation d'eau (-20% vs 2018).

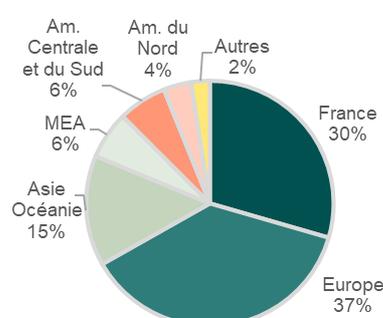
## Description de l'émetteur

Le groupe Pierre Fabre a été fondé en 1962 par Monsieur Pierre Fabre, pharmacien & botaniste natif du Tarn, décédé en 2013. Le groupe est détenu en majorité par la Fondation Pierre Fabre (à hauteur de c. 86%), fondation reconnue d'utilité publique depuis 1999, et par ses salariés (c. 9.5%), le solde étant détenu en auto-contrôle. Le groupe est présent sur le segment de la dermo-cosmétique (56% de son chiffre d'affaires en 2024) et du médicament (43%). Pierre Fabre se positionne comme le deuxième groupe de dermo-cosmétique mondial notamment grâce à sa marque EAU THERMALE D'AVENE (AVENE). Sur l'activité médicament, le groupe a des traitements pour l'oncologie et les maladies chroniques (urologie, diabète, allergies, etc.).

Revenus par division (en %)



Revenus par régions (en %)



Source : Pierre Fabre

En 2024, PFSA a réalisé un chiffre d'affaires de €3.1mds, en hausse de 8,7% par rapport à 2023, pour un EBITDA ajusté de €410m. Le groupe a une dette nette reportée négative et une dette nette ajustée par EthiFinance Ratings de €137m, soit un levier net ajusté de 0.3x à fin 2024 (vs 0.5x à fin 2023).

## Fondamentaux

### Profil d'activité

#### Appréciation du risque sectoriel

- **Activité de dermo-cosmétique**

Le marché de la beauté, qui regroupe les produits de soin de la peau, des cheveux, le maquillage, les parfums et les produits d'hygiène, est un marché globalement en croissance. En 2024, il a néanmoins connu un ralentissement de sa croissance, qui s'est établi à 4.5% au niveau mondial (vs plus de 7.0% en moyenne sur la période 2021-2023) en raison d'un contexte économique compliqué. Les perspectives restent bonnes à moyen-terme avec des fondamentaux solides liés à une attention accrue portée au bien-être et aux soins de la personne, ainsi qu'à l'émergence de classes moyennes dans les pays en développement (Inde, Amérique Latine...). En revanche, en 2025, la croissance devrait ralentir compte tenu du contexte économique mondial incertain marqué par une baisse de la consommation des ménages et des perspectives modérées en Chine, ainsi que les taxes douanières qui pourraient impacter les ventes aux Etats-Unis, un des plus gros marchés.

Au sein de l'industrie, le segment dermo-cosmétique affiche une croissance plus forte que le marché. En 2024, la croissance du segment est de l'ordre de 8.0% (vs 4.5% pour le marché de la beauté) et en 2025, le segment devrait continuer à super-former le marché d'environ 2 points. Le segment de la dermo-cosmétique est porté par une hausse des affections cutanées. Selon l'OMS, environ 1.8 milliards de personnes sont touchées par des troubles de la peau à un moment de leur vie, soit environ 20% de la population mondiale. La composition des produits est également un point de plus en plus regarder par les consommateurs, notamment en raison des aspects liés à la santé, profitant à ce segment.

Les niveaux de profitabilité (marge d'EBIT de l'ordre de 17%) et de volatilité sont plutôt bons pour l'ensemble de

l'industrie de la beauté. Les routines de beauté se sont démocratisées et font partie intégrante des modes de vie, en particulier dans les pays développés. En moyenne, les femmes utilisent 5 produits de soin par jour.

Le digital a pris une place importante au sein du secteur, que ce soit dans la distribution avec la part importante du e-commerce, mais également dans la communication et le marketing (réseaux sociaux notamment). Cette tendance devrait se poursuivre avec les développements liés à l'IA concernant l'amélioration et la personnalisation de l'expérience client.

Enfin, nous considérons que le marché est compétitif : le prix, l'image et le budget marketing étant des facteurs clés de succès. Les barrières à l'entrée sont plutôt faibles, avec plus de 50 000 marques dans le monde dont de nombreuses start-ups. En revanche, pour devenir un acteur plus global, les barrières sont plus conséquentes en raison des budgets marketing, et des compétences R&D et industrielles nécessaires notamment.

- **Activité pharmaceutique**

Les activités pharmaceutiques nous apparaissent plus risquées par nature (risque R&D, extinction des brevets et concurrence des génériques) et capitalistiques (notamment pour l'acquisition de licences sur des traitements en phase plus ou moins précoce de développement, un business model impliquant la conduite de stratégies de partenariats).

Les niveaux de profitabilité et de volatilité sont bons pour le secteur en raison des marges élevées des médicaments brevetés et de l'exclusivité conférée aux brevets (marge d'EBIT de l'ordre de 20%). En revanche, nous considérons que les niveaux de profitabilité peuvent varier selon les acteurs et dans le temps (expiration des brevets, changements de politiques de santé...). Les acteurs de petite taille, avec moins de médicaments brevetés et une exposition concentrée sur certaines géographies, seront plus exposés à des baisses de profitabilité.

Nous estimons que les barrières à l'entrée sont élevées sur ce marché compte tenu de la réglementation et de l'intensité capitalistique. Les perspectives de croissance sont plutôt bonnes, liées au PIB et aux capacités budgétaires des Etats mais également des particuliers pour la part non prise en charge par l'Etat ou les complémentaires santé.

#### Position concurrentielle

- **Positionnement du groupe sur ses marchés**

Sur le segment dermo-cosmétique, le groupe se positionne comme le deuxième groupe mondial. AVENE est une marque présente dans le monde, et le groupe possède d'autres marques internationales aux positionnements complémentaires telles que DUCRAY, KLORANE, A-DERMA et RENE FURTERER. Les marques du groupe bénéficient d'une bonne notoriété sur leurs segments grâce notamment à la reconnaissance de PFSA en matière de santé. En termes de profitabilité, celle de PFSA sur ce segment reste plus faible que la moyenne du secteur, bien qu'en amélioration ces dernières années (marge d'EBIT supérieure à 10% vs 17% pour le secteur).

Sur le segment pharmaceutique, Pierre Fabre SA dispose d'une taille relativement modeste dans le secteur. Néanmoins, les risques inhérents à ces activités nous semblent atténués par plusieurs facteurs dont :

- Le bon track-record du groupe.
- La focalisation sur des aires thérapeutiques d'expérience pour le groupe, à savoir l'oncologie, la dermatologie, l'urologie, et les maladies rares.
- La présence du groupe en dermo-cosmétique et en santé familiale (hygiène bucco-dentaire, pathologies du quotidien, sevrage tabagique, etc.), à travers des produits ne nécessitant pas de prescription médicale et dépourvus d'exposition au risque d'extinction de brevet ou de déremboursement par les organismes payeurs.
- La forte génération de cash-flow en particulier de free-cash-flow.
- La stabilité et la visibilité conférées par l'appartenance à une fondation reconnue d'utilité publique qui lui permet d'inscrire ses activités dans la durée et de préserver son indépendance.

Depuis 2023, PFSA a fortement augmenté ses investissements dits de « business development » qui concernent les acquisitions de licences et les partenariats. Cette augmentation des investissements vise à renouveler le portefeuille de produits du groupe et à étendre sa présence géographique (Etats-Unis, Chine, etc.). Il devrait se poursuivre sur la période 2025-2027 où le groupe prévoit un budget d'investissements de plus de €500m.

- **Un modèle économique qui s'appuie sur un bon profil de diversification**

PFSA dispose d'une bonne diversification puisque le groupe est présent sur deux principaux marchés à travers :

1. La conception, fabrication et distribution de produits de soins dermo-cosmétiques qui représente c. 55% de son chiffre d'affaires.
2. La recherche et le développement de médicaments, et ce de plus en plus sous forme de partenariats avec des sociétés de biotechnologie, qui représente c. 45% de son chiffre d'affaires.

Le groupe dispose d'une bonne diversification géographique de ses activités. En 2024, il a généré plus de 70% de son chiffre d'affaires hors de France, dont plus de 30% hors Europe. Le groupe entend poursuivre l'internationalisation de

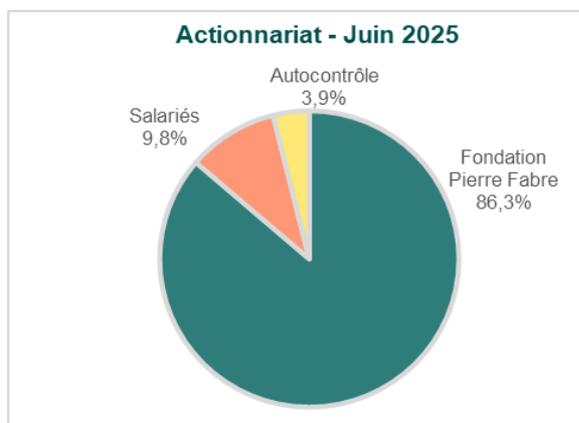
ses ventes avec un objectif de 80% de chiffre d'affaires généré hors de France à horizon 2030. Ce développement devrait passer par la croissance des ventes de produits de dermo-cosmétique (notamment en Asie et aux Etats-Unis), et le lancement de produits pharmaceutiques en Europe et dans le monde (notamment en oncologie innovante avec 13 lancements réalisés en 2024 et plus de 40 prévus sur la période 2025-2026).

Concernant les activités de dermo-cosmétique, le groupe privilégie la distribution dans le circuit officinal (off et on-line), conférant ainsi un positionnement qualitatif et spécialisé à ses produits grâce au conseil du pharmacien. Ce choix de distribution est également complémentaire avec le savoir-médical du groupe.

## Gouvernance

### • Actionnaires

Le groupe est détenu à hauteur de c. 86.3% par la Fondation Pierre Fabre, fondation reconnue d'utilité publique depuis 1999. Le reste de l'actionnariat se répartit entre les salariés du groupe (c. 9.8%) et de l'auto-contrôle. Cette structure actionnariale s'accompagne d'une gestion prudente et d'une vision long-terme. En particulier, le niveau de dividendes versés est limité (€18m en 2024) avec un taux de distribution moyen de c. 10% sur les 3 derniers exercices.



Source : Pierre Fabre

### • Qualité de l'équipe dirigeante

Le track-record du groupe est très bon et s'appuie en particulier sur la croissance de l'EBITDA couplée à une dette nette ajustée limitée. En outre, le groupe possède une politique financière très prudente, avec un levier net reporté négatif et un levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings (incluant notamment les cessions de créances, les engagements de rachat d'actions détenues par les salariés et les provisions pour retraites) de 0.3x à fin 2024.

La stratégie actuelle prévoit des investissements importants, notamment sur l'activité pharmaceutique pour renouveler son portefeuille d'indications et couvrir de nouveaux pays. Ces investissements significatifs, qui ont commencé en 2023, devraient permettre de générer des revenus dans les années à venir (d'ici 4-5 au plus tard, en fonction de la phase de développement au moment de l'acquisition) alors que certains brevets vont s'éteindre.

### • Politique ESG

PFSA est engagé depuis 2019 dans une démarche RSE qui vise à promouvoir l'innovation verte et responsable. PFSA met en pratique ses engagements à travers une démarche d'éco-conception de ses produits, de réduction de leur impact environnemental et de d'approvisionnement responsable. PFSA vise également à réduire son impact sur l'environnement et a notamment revu ses objectifs en 2024 pour les aligner avec le SBTi, à savoir :

1. Réduire de 46% d'ici 2030 ses émissions de gaz à effet de serre directes (Scope 1 et 2) par rapport à 2019. A fin 2023, les émissions Scope 1 & 2, qui représentaient 7% des émissions du groupe, avaient baissé de 24% par rapport à 2019. Les chiffres 2024 ne sont pas encore disponibles.
2. Réduire de 28% d'ici 2030 ses émissions de gaz à effet de serre indirectes (Scope 3) par rapport à 2019. A fin 2023, les émissions Scope 3, qui représentaient 93% des émissions du groupe, avaient baissé de 8% par rapport à 2019. Les chiffres 2024 ne sont pas encore disponibles.

Ces objectifs n'ont pas été validés par le SBTi mais s'inscrivent respectivement dans une trajectoire à +1.5°C et +2°C pour les scopes 1 et 2, et pour le scope 3. La réduction de son empreinte carbone se fera en majorité en réduisant ses émissions en valeur absolue, et pour celles qui ne peuvent pas être évitées, par des moyens de compensation.

Le groupe s'est également engagé à réduire sa consommation d'énergie de 25% d'ici à 2025 (par rapport à 2015),

réduire sa consommation d'eau de 20% d'ici 2024 (par rapport à 2018), et augmenter sa part d'énergies renouvelables pour atteindre 25% de consommation d'énergie issue d'énergies renouvelables. Les deux premiers objectifs sont presque atteints ou déjà atteints, avec respectivement des réductions de 24.9% et 36.5% à fin 2024. En revanche, la part des énergies renouvelables ne représente que 6.2% du mix énergétique à fin 2024.

L'ensemble de ces pratiques est reflété dans le très bon score ESG de l'entreprise (compris entre 0 et 1) d'après notre méthodologie.

## Profil financier

### Résultats et profitabilité

En 2024, le groupe a généré un chiffre d'affaires en hausse de 8.7% à €3.1mds (contre €2.8m en FY23). Cette hausse est tirée par la forte croissance de l'activité pharmaceutique (+14.0% vs FY23) en raison de la poursuite du développement des activités d'oncologie innovante. L'activité dermo-cosmétique est également en croissance (+6.3% vs FY23) bien qu'en dessous des prévisions. Cette progression du chiffre d'affaires est principalement portée par AVENE dont la croissance a été très bonne malgré un contexte difficile dans certaines géographies (Chine notamment).

L'EBITDA ajusté ressort à €410m (vs €401m en FY23), soit une marge d'EBITDA ajusté en baisse à 13.4% (vs 14.2% en FY23). Cette baisse de la marge est en ligne avec les prévisions du groupe et s'explique principalement par les coûts liés à l'acquisition des droits de commercialisation d'EBVALLO aux Etats-Unis, traitement des lymphomes rares, alors que le produit n'est pas encore commercialisé. En revanche, l'activité dermo-cosmétique a enregistré une progression de sa marge.

Sur notre période de projections (2025-2027), le chiffre d'affaires devrait continuer à progresser, tiré par l'activité pharmaceutique et notamment l'oncologie innovante. En revanche, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance de l'activité dermo-cosmétique en 2025, en raison du contexte économique en Europe et bien que le groupe soit peu impacté par les droits de douanes aux Etats-Unis. La marge d'EBITDA devrait rester au niveau actuel, compte tenu de la poursuite des investissements et du retard d'obtention des droits de commercialisation d'EBVALLO aux Etats-Unis.

### Génération de trésorerie et levier

Le niveau de cash-flow généré par le groupe est resté très bon en 2024, avec c. €289m de cash-flow opérationnel. Les investissements ont été importants (c. €196m) et sont liés principalement à la stratégie du groupe de renouveler son portefeuille de produits de la branche pharmaceutique (c. €119m), le reste concerne les investissements opérationnels (maintenance et nouveaux capex principalement). Malgré ces investissements importants, le free-cash-flow après dividendes s'est amélioré à €42m (vs -€48m en 2023). La distribution de dividendes est restée stable à c. €18m sur l'exercice, soit un taux de distribution inférieure à 10% du résultat net.

Sur notre période de projections, les investissements devraient rester significatifs (c. €275m/an en moyenne). En moyenne, le free-cash-flow après dividendes devraient être positif.

Notre ratio de levier net ajusté s'est amélioré en 2024 à 0.3x (vs 0.5x à fin 2023), un niveau que nous considérons comme excellent. Sur notre période de projections, nous nous attendons à ce que notre levier reste au niveau actuel en moyenne, en tenant compte des investissements importants.

### Structure de la dette

La dette brute du groupe était de c. €257m à fin 2024 (dont €126m d'engagements IFRS 16) pour une trésorerie de €667m et €15m d'équivalents de trésorerie. Hors engagement IFRS 16, les principaux financements et lignes de crédit du groupe se composaient :

- D'un RCF de €300m
- D'un Euro PP de €45m
- D'un programme de NEU CP de €50m (non utilisé à fin 2024)

En 2024, le groupe a mis en place un nouvel RCF de €300m, utilisable dans plusieurs devises. Il a une maturité 2029 avec deux options d'extension d'un an chacune. Ce financement est un engagement senior et non-garantie. La documentation inclut un covenant financier de dette nette sur EBITDA qui doit être inférieur ou égal à 3.0x, avec une autorisation temporaire à 3.5x pour 2 périodes de tests consécutifs en cas d'acquisition. Le covenant est testé semestriellement sauf si le ratio est inférieur ou égal à 2.0x au 31 décembre, dans ce cas, il est testé annuellement. La documentation intègre également 3 indicateurs ESG, à savoir la réduction des émissions de CO2 (scopes 1 et 2, et scope 3 dans un second temps), le pourcentage de chiffres d'affaires issu de produits eco-designé (green impact index), et la proportion de femmes dans les instances de direction. A fin 2024, le RCF n'était pas tiré.

Le groupe a également un Euro PP, à échéance juillet 2025, qui est également un engagement senior et non-sécurisé.

La documentation inclut le même covenant financier de dette nette sur EBITDA.

La dette du groupe est principalement centralisée sur la maison-mère Pierre Fabre SA avec c. 75% des dettes (hors IFRS 16). Les dettes sur les filiales sont constituées de découverts bancaires et crédit-baux ; nous considérons donc le risque de subordination structurelle comme faible. Le groupe dispose d'une centralisation de sa trésorerie qui s'effectue au niveau de sa maison mère.

Nous effectuons des ajustements pour un montant total de €562m dont €254m au titre du programme de factoring, €147m au titre des engagements de rachat d'actions (auprès des salariés et des intérêts minoritaires) ainsi que €161m d'avantages auprès des salariés (majoritairement des engagements de retraites). Après ajustements, la dette nette ajustée ressort à €137m (vs €198m à fin 2023), ce qui correspond à un levier net ajusté à 0.3x à fin 2024.

### Liquidité

La liquidité du groupe reste excellente, eu égard au montant de trésorerie (€678m), aux liquidités disponibles grâce au RCF principalement (€300m non tiré à fin 2024), et au très bon profil de refinancement du groupe. Nous considérons ainsi que PFSA possède une liquidité « supérieure » traduisant à la fois un profil financier très solide et un excellent niveau de liquidité.

## Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) est Stable. Nous considérons que les ratios de crédit ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

## Projections financières

Nos projections, sur la période 2025-2027, reposent sur les principales hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires en croissance, tiré par l'activité pharmaceutique et dans une moindre mesure la dermo-cosmétique.
- Marge d'EBITDA stable.
- Investissements : c. €275m/an, incluant les investissements de business development et opérationnels.
- Levier net ajusté stable, à c. 0.3x en moyenne.

## Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. millions d'EUR				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Chiffre d'affaires	2 702	2 827	3 072	8,7%
EBITDA (1)	379	401	410	2,4%
Marge d'EBITDA (1)	14,0%	14,2%	13,4%	-0,8pp
EBIT	240	257	272	6,0%
Marge d'EBIT	8,9%	9,1%	8,9%	-0,2pp
Résultat avant impôts	224	222	242	8,6%
Total Actif	2 820	2 957	3 077	4,1%
Capitaux Propres	1 217	1 372	1 536	12,0%
Dettes Financière Totale (2)	781	826	819	-0,9%
Dettes Financière Nette (2)	108	198	137	-31,1%
CP/DFT	155,9%	166,1%	187,7%	21,6pp
DFN/EBITDA	0,3x	0,5x	0,3x	-0,2x
CAF	313	320	307	-4,1%
CAF/DFN	288,8%	161,4%	224,7%	63,3pp
EBITDA/Intérêts	56,6x	24,9x	22,8x	-2,1x

<sup>(1)</sup> EBITDA ajusté des frais de restructurations (50%)

<sup>(2)</sup> Dette financière ajustée des engagements de retraites, du programme de factoring, et des engagements de rachat d'actions auprès des salariés

## Sensibilité de la notation

- Liste des notations
  - Notation court-terme : EF1+
  - Instrument de NEU CP : EF1+

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑)

PFSA bénéficie déjà de la plus haute notation court-terme.

- Facteurs négatifs (↓)

Une diminution de la notation à EF1 est possible en cas de détérioration du profil financier pendant une certaine période. Dans le cas d'investissements beaucoup plus importants qu'attendus, financés par dette notamment, ou dans le cas de décalages significatifs de lancements de produits de l'activité pharmaceutique notamment, qui dégraderaient les ratios de crédit. En particulier, un levier net ajusté par EthiFinance Ratings supérieur à 1.0x sur la durée pourrait entraîner une baisse de la notation.

## Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

## Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

### Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via [www.ethifinance.com](http://www.ethifinance.com) shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid