



ISSUER RATING
ShortTerm



INSTRUMENT RATING
NeuCP

Initiation date 28/11/2022
Rating Date 03/07/2026

Contacts

Lead analyst

Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

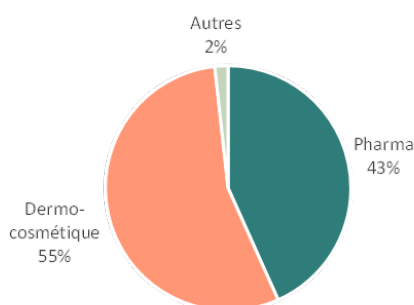
Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation court-terme EF1+ de Pierre Fabre SA (Pierre Fabre ou 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 reflète son excellent profil financier, porté notamment par une politique financière prudente. A fin 2025, le levier net ajusté s'établissait à 0.2x et le ratio de capitalisation (fonds propres/dette financière brute) avoisinait les 200%. Le groupe est présent sur des secteurs attractifs, à savoir la dermo-cosmétique et le secteur pharmaceutique. Ces secteurs présentent des niveaux de rentabilité élevés et des barrières à l'entrée importantes, en particulier pour le secteur pharmaceutique. Notre appréciation positive du groupe est renforcée par sa bonne diversification, ce dernier étant présent sur deux activités qui contribuent respectivement à c. 55% du chiffre d'affaires 2025 pour la dermo-cosmétique et c. 43% pour l'activité pharmaceutique. La diversification géographique est également satisfaisante. L'Europe et la France constituent les premiers marchés (respectivement c. 39% et 29% du chiffre d'affaires). La présence du groupe est en revanche plus limitée sur le continent américain (c. 9%). Par ailleurs, le groupe possède la marque de dermo-cosmétique AVENE, 2ème marque mondiale dans son segment, ce qui constitue un atout concurrentiel majeur. Enfin, le groupe bénéficie d'un actionariat stable, avec comme actionnaire majoritaire la Fondation Pierre Fabre, et une équipe dirigeante expérimentée dont le bon track-record se traduit par la solidité du profil financier du groupe.
- En 2025, la croissance du chiffre d'affaires a ralenti, +3.0% à €3.2mds (vs +8.7% en FY24), ce qui s'explique notamment par une croissance limitée de l'activité dermo-cosmétique (+2.3% vs FY24), impactée par le ralentissement généralisé de la consommation. L'EBITDA a fortement baissé par rapport à 2024 (-17.6% à €338m) principalement en raison du report de la commercialisation d'EBVALLO suite au refus d'obtention des autorisations aux Etats-Unis, traitement pour un type de cancer rare pour lequel le groupe avait engagé des dépenses marketing en vue de sa mise sur le marché initialement prévue en 2025. La marge d'EBITDA ressortait ainsi à 10.7% (vs 13.4% en FY24). En 2026, nous nous attendons à ce que les résultats restent mitigés, compte tenu du contexte économique qui devrait continuer de peser sur l'activité dermo-cosmétique. A partir de 2027, la croissance devrait toutefois être plus dynamique, tirée par les lancements de l'activité pharmaceutique en Europe et en Chine notamment. Ces derniers devraient permettre de redresser la profitabilité. Sur le plan de la génération de cash-flow, l'année 2025 est restée très bonne (c. €270m), ce qui a permis de financer les investissements liés au renouvellement du portefeuille de produits pharmaceutiques et aux opérations. Notre ratio de levier net ajusté s'est légèrement amélioré en 2025 à 0.2x (vs 0.3x à fin 2024) et ce malgré la baisse de l'EBITDA. Sur notre période de projections, nous nous attendons à ce que notre levier reste en moyenne au niveau actuel, et ce malgré les investissements importants prévus (c. €270m/an).
- 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. En outre, la croissance du secteur dermo-cosmétique, bien que satisfaisante à moyen terme, connaît des ralentissements en raison du contexte économique et géopolitique. Celle du secteur pharmaceutique est à contrario plutôt bonne, et meilleure que celle de la dermo-cosmétique, mais reste contrainte 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. 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. Le groupe a notamment été impacté en 2025 par le refus d'obtention de mise sur le marché américain d'EBVALLO, qui l'a conduit à enregistrer une dépréciation de son actif en fin d'année. Bien que cet événement n'ait pas de conséquence significative sur le profil financier du groupe, il illustre néanmoins les risques du secteur pharmaceutique. Toutefois, à moyen-terme, nous ne voyons pas de risque financier significatif pour le groupe, compte tenu de sa solidité financière, du potentiel de marché pour les traitements et les géographies visés, et du poids limité de chaque investissement.
- Conformément à notre méthodologie, les secteurs dans lesquels évoluent Pierre Fabre, à savoir les biens de consommation, auxquels sont rattachés les secteurs des produits de soins personnels, et des 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.
- Notre évaluation de la politique ESG de la société est restée excellente en 2025, 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 vs 2019). A fin 2025, le groupe a atteint ses objectifs de réduction d'énergie (-27% vs 2015) et de consommation d'eau (-34% vs 2018).

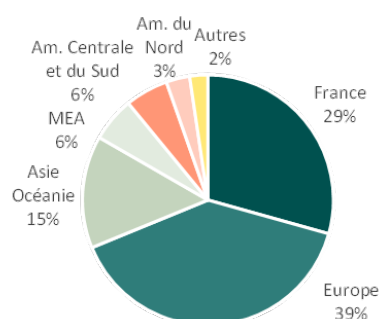
Description de l'émetteur

Le groupe Pierre Fabre a été fondé en 1962 par 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 (55% de son chiffre d'affaires en 2025) 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 pharma, le groupe a des traitements pour l'oncologie et les maladies chroniques (urologie, diabète, allergies, etc.).

Revenus FY25 par divisions
(en %)



Revenus FY25 par géographies
(en %)



Source : Pierre Fabre

En 2025, PFSA a réalisé un chiffre d'affaires de €3.2mds, en hausse de 3,0% par rapport à 2024, pour un EBITDA ajusté de €338m. Le groupe présentait une dette nette reportée négative et une dette nette ajustée par EthiFinance Ratings de €62m, soit un levier net ajusté de 0.2x à fin 2025 (vs 0.3x à fin 2024).

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. Il connaît néanmoins un ralentissement de sa croissance depuis 2024, impacté par le contexte économique (droits de douane, inflation, baisse de la consommation en Europe et en Chine, tensions géopolitiques, etc.). En 2025, le marché mondial a progressé de 3.5% alors que sur la période 2021-2023, la croissance était en moyenne de plus de 7.0%. Les perspectives restent cependant bonnes, avec des fondamentaux solides liés à une attention accrue portée au bien-être et aux soins de la personne, à la demande croissante de la classe moyenne dans les pays émergents (Inde, Amérique Latine, notamment). Le marché devrait rester en croissance dans les prochaines années, avec une croissance moyenne annuelle attendue de l'ordre de 5% sur la période 2026-2030.

Au sein de l'industrie, le segment dermo-cosmétique performe mieux que le marché, bien que sa croissance soit en baisse également. En 2025, le segment a cru de c. 5.0% (vs 3.5% pour le marché de la beauté), contre 8.0% en 2024. En 2026, le segment devrait continuer à surperformer le marché d'environ 1.5 points. Le segment de la dermo-cosmétique est porté par une hausse des affections cutanées. Selon l'OMS, environ 2.2 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 regardé par les consommateurs, notamment en raison des aspects liés à la santé, ce qui accroît l'attrait pour ce segment. La quête de longévité et la recherche de produits à forte technologie (brevets, composants...) profitent également au segment qui a un lien fort avec la médecine. Enfin, au sein de la dermo-cosmétique, la croissance est tirée par le développement de sous-segments où la demande est en hausse (soins capillaires notamment).

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. Le e-commerce est le premier canal de distribution, représentant c. 28% des ventes en 2025, et il devrait concentrer la majorité de la croissance du secteur d'ici 2030. Le digital joue également un rôle important dans la communication et le marketing, à travers les 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, mais également le développement du commerce « agentique ».

Enfin, nous considérons que le marché est concurrentiel : 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 sont par nature plus risquées (risque R&D, extinction des brevets et concurrence des génériques) et plus 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.

- **Appréciations ESG des 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 pour les Etats et contribuant à la création d'emplois dans de nombreuses régions.

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 et RENE FURTERER pour les soins capillaires, ou encore A-DERMA pour les soins de la peau. 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 (marge d'EBIT autour de 10% vs 17% pour le secteur).

Sur le segment pharmaceutique, PFSA 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.
- Sa spécialisation 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, dans le cadre de son plan précédent « Conquête », 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.). Ces investissements devraient se poursuivre à travers le nouveau plan « Scale up » (2026-2032).

- **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 :

1. La dermo-cosmétique avec la conception, fabrication et distribution de produits de soins (c. 55% de son chiffre d'affaires).
2. L'activité pharmaceutique avec la recherche et le développement de médicaments, et les partenariats avec des sociétés de biotechnologie (c. 43% de son chiffre d'affaires).

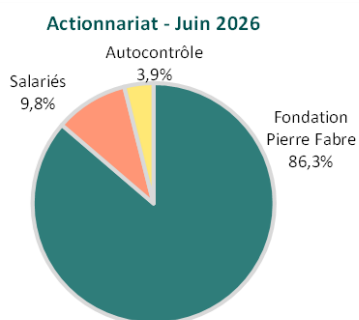
Le groupe dispose d'une bonne diversification géographique de ses activités. En 2025, il a généré 71% de son chiffre d'affaires hors de France, dont plus de 30% hors Europe. Le groupe entend poursuivre l'internationalisation de ses ventes avec un objectif de 74% de chiffre d'affaires généré hors de France à horizon 2032. 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, en Chine et aux Etats-Unis (notamment en oncologie en Europe et en Chine dès 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 aux conseils du pharmacien. Ce choix de distribution est également complémentaire avec le savoir-médical du groupe. Le groupe prévoit également de développer le travel retail.

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'actionariat se répartit entre les salariés du groupe (c. 9.8%) et de l'auto-contrôle. Cette structure actionariale s'accompagne d'une gestion prudente et d'une vision long-terme. En particulier, le niveau de dividendes versés est limité (€18m en 2025) 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) qui reste très bon (0.2x à fin 2025).

La stratégie actuelle prévoit des investissements importants, notamment sur l'activité pharmaceutique pour renouveler son portefeuille de produits 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 ans au plus tard, en fonction de la phase de développement au moment de l'acquisition) alors que certains brevets vont s'éteindre. Ainsi, dans le cadre de son nouveau plan stratégique « Scale up » sur la période 2026-2032, le groupe prévoit une croissance annuelle moyenne de 8.0% sur cette même période. Cette croissance devrait passer par le développement à l'international, en Chine et Etats-Unis notamment, de l'ensemble de ses activités, la poursuite du développement en

oncologie, marché porteur (+10% de croissance / an), et la valorisation de ses expertises sur le soin de la peau (AVENE) et le soin du cuir chevelu (DUCRAY).

- **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 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 Net Zero Standard V1.0 du 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.
2. Réduire de 28% d'ici 2030 ses émissions de gaz à effet de serre indirectes (Scope 3) par rapport à 2019.

Ces objectifs n'ont pas été soumis au 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. A fin 2025, le groupe avait réduit ses émissions de 25% par rapport à 2015.

Le groupe s'était 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 d'ici 2025. Les deux premiers objectifs ont été atteints, avec respectivement des réductions de 27% et 34% à fin 2025.

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 2025, le groupe a généré un chiffre d'affaires de €3.2mds, en légère hausse par rapport à FY24 (c. 3.0%). Les deux activités, pharmaceutique et dermo-cosmétique, sont en progression mais la croissance a fortement ralenti, impactée notamment par un effet de change défavorable. L'activité pharmaceutique a vu son chiffre d'affaires progresser de 4.5% avec la poursuite du développement des activités d'oncologie avec plusieurs lancements, et ce malgré le refus d'obtention des autorisations d'EBVALLO aux Etats-Unis. La croissance de l'activité dermo-cosmétique est plus faible (2.3% vs FY24) impactée par le ralentissement de la consommation, en Europe notamment, bien que les fondamentaux du segment restent bons.

L'EBITDA ajusté ressort en baisse à €338m (vs €410m en FY24), soit une marge d'EBITDA ajusté en baisse à 10.7% (vs 13.4% en FY24). La forte baisse de la rentabilité s'explique principalement par les coûts marketing engagés pour le lancement d'EBVALLO aux Etats-Unis alors que le produit n'a pas pu être commercialisé en raison d'un refus d'obtention d'autorisation de mise sur le marché. Au niveau de l'EBIT, ce refus s'est traduit par l'enregistrement d'une dépréciation de €131m de l'actif en fin d'année.

Sur notre période de projections (2026-2028), nous nous attendons à ce que l'exercice 2026 reste mitigé. La croissance de l'activité dermo-cosmétique devrait restée limitée en raison du contexte économique et les nouveaux lancements de la branche pharmaceutique auront des effets partiels. En revanche, la croissance devrait être plus dynamique à partir de 2027, tirée par l'activité pharmaceutique. Nous nous attendons à ce que la marge d'EBITDA reste faible en 2026, aux alentours de 11,7%, ce qui est inférieur au secteur et aux niveaux connus sur la période 2021-2023 (supérieur à 14.0% en moyenne). A partir de 2027, elle devrait toutefois se redresser pour revenir à ces niveaux.

Génération de trésorerie et levier

Le niveau de cash-flow généré par le groupe est resté très bon en 2025, avec c. €270m de cash-flow opérationnel. Les investissements étaient en baisse et s'élevaient à c. €136m (vs c. €196m en FY24). Cette baisse est liée à des investissements moins importants sur la branche pharmaceutique. Pour rappel, le groupe a une politique de renouvellement de son portefeuille de produits et est amené à réaliser des acquisitions de brevets en fonction des opportunités. Le reste des investissements concerne les outils de production (maintenance, renouvellement...). Le free-cash-flow après dividendes s'est ainsi amélioré à €75m (vs €50m en FY24). Le montant des dividendes est resté 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 être significatifs (c. €270m/an en moyenne). Ils devraient être répartis entre d'acquisitions de brevets sur l'activité pharmaceutique et des investissements opérationnels pour augmenter et améliorer la production notamment.

Notre ratio de levier net ajusté s'est légèrement amélioré en 2025 à 0.2x (vs 0.3x à fin 2024) et ce malgré la baisse de

l'EBITDA. Sur notre période de projections, nous nous attendons à ce que notre levier reste au niveau actuel, malgré les investissements importants.

Structure de la dette

La dette brute du groupe était de c. €237m à fin 2025 (dont €117m d'engagements IFRS 16) pour une trésorerie de €333m et €394m d'équivalents de trésorerie. Hors engagement IFRS 16, les principaux financements et lignes de crédit du groupe se composaient :

- D'un RCF de €300m, non tiré à fin 2025 ;
- D'une ligne de crédit de €100m, tirée à hauteur de €45m à fin 2025 ;
- D'un programme de NEU CP de €50m (non utilisé à fin 2025).

En 2025, le groupe a remboursé son Euro PP de €45m et mis en place une facilité de crédit de €100m, avec une maturité 2027. Ce financement est un engagement senior et non-garanti. Au même titre que la documentation du RCF, ce financement 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-designés (green impact index), et la proportion de femmes dans les instances de direction.

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 €556m dont €271m au titre du programme de factoring (avec et sans recours), €153m au titre des engagements de rachat d'actions (auprès des salariés et des intérêts minoritaires) ainsi que €131m d'avantages auprès des salariés (majoritairement des engagements de retraites). Après ajustements, la dette nette ajustée ressort à €62m (vs €137m à fin 2024), ce qui correspond à un levier net ajusté à 0.2x à fin 2025.

Liquidité

La liquidité du groupe reste excellente, eu égard au montant de trésorerie (€727m), aux liquidités disponibles (€429m) provenant majoritairement du RCF de €300m non tiré à fin 2025, 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 2026-2028, reposent sur les principales hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires en croissance, tiré par l'activité pharmaceutique et dans une moindre mesure par la dermo-cosmétique.
- Marge d'EBITDA en progression, notamment tirée par les lancements sur l'activité pharmaceutique.
- Investissements : c. €270m/an, incluant les investissements de business development et opérationnels.
- Levier net ajusté stable autour de 0.2x en moyenne.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. millions d'EUR				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Chiffre d'affaires	2 827	3 072	3 164	3,0%
EBITDA (1)	401	410	338	-17,6%
Marge d'EBITDA (1)	14,2%	13,4%	10,7%	-2,7pp
EBIT	286	277	84	-69,7%
Marge d'EBIT	10,1%	9,0%	2,7%	-6,4pp
Résultat avant impôts	251	246	65	-73,5%
Total Actif	2 957	3 077	3 201	4,0%
Capitaux Propres	1 372	1 536	1 568	2,1%
Dette Financière Totale (2)	826	819	796	-2,7%
Dette Financière Nette (2)	198	137	62	-54,5%
CP/DFT	166,1%	187,7%	196,9%	9,3pp
DFN/EBITDA	0,5x	0,3x	0,2x	-0,1x
CAF	320	307	298	-3,0%
CAF/DFN	161,4%	224,7%	479,2%	254,5pp
EBITDA/Intérêts	24,9x	22,8x	24,3x	1,5x

⁽¹⁾ EBITDA ajusté des frais de restructurations (50%)

⁽²⁾ 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 serait possible en cas de détérioration du profil financier de manière durable. Une telle dégradation pourrait découler 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 et un ratio de couverture des intérêts autour de 10.0x 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 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. 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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid