



ISSUER RATING

Short-Term



INSTRUMENT
RATING

Neu CP

Initiation date 28/11/2022
Rating date 07/07/2023

Contacts

Senior associate

Anne Guy
anne.guy@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.
- La très bonne notation découle de la politique financière prudente du groupe avec un levier net ajusté par EthiFinance Ratings de 0.3x à fin 2022, et qui devrait continuer de baisser sur notre période de projections, ainsi que par sa bonne diversification à la fois en termes de marchés (présence sur les marchés dermo-cosmétique et pharmaceutique) et de géographie.
- La notation est contrainte par la forte concentration autour de quelques grands acteurs dans les secteurs où évolue Pierre Fabre, ce dernier ayant des parts de marchés plus limitées.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur des produits de soins personnels présente un risque ESG moyen (score de la heatmap compris entre 2 et 3.5), ce qui est neutre sur notre évaluation du profil de risque du secteur. En outre, notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score "avancé" (score compris entre 0 et 1), impactant positivement l'évaluation du risque financier et contribuant donc à l'amélioration de la notation.

DESCRIPTION DE L'EMETTEUR

Le groupe Pierre Fabre a été fondé en 1962 par Monsieur Pierre Fabre, pharmacien & botaniste natif du Tarn, décédé en 2013. Le groupe est essentiellement détenu par la Fondation Pierre Fabre (à hauteur de c. 86%), fondation reconnue d'utilité publique depuis 1999, et secondairement par ses salariés (c. 9%), le solde étant détenu en auto-contrôle. Pierre Fabre se positionne comme le deuxième groupe dermo-cosmétique mondial.

En 2022, PFSA a réalisé un chiffre d'affaires de €2.7mds pour un EBITDA ajusté de €379m. Le groupe dispose d'une dette nette reportée négative et d'une dette nette ajustée par EthiFinance Ratings de €108m soit un levier net de 0.3x à fin 2022.

FONDAMENTAUX

PROFIL D'ACTIVITE

APPRECIATION DU RISQUE SECTORIEL

• Activité de dermo-cosmétique

Le marché de la dermo-cosmétique possède de bonnes perspectives de croissance liées à une attention accrue au bien-être et aux soins de la personne ainsi qu'à l'émergence des classes moyennes dans les pays en développement.

Nous considérons que le marché est compétitif, le prix, l'image et le budget marketing sont des facteurs clés de succès. Nous considérons que les barrières sont plutôt faibles pour un petit acteur de niche mais deviennent plus conséquentes pour devenir un acteur plus global en raison des budgets marketing et des compétences R&D et industrielles nécessaires, entre autres.

• 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). Nous considérons 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 liées au PIB et aux capacités budgétaires des Etats et des particuliers pour la part non-prise en charge par l'Etat ou les complémentaires santé.

POSITION CONCURRENTIELLE

• Un modèle économique caractérisé par un bon profil de diversification

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

travers (i) la conception, fabrication et distribution de produits de soins dermo-cosmétiques et (ii) la recherche et le développement de médicaments, et ce de plus en plus sous forme de partenariats avec des sociétés de biotechnologie.

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. En outre, plus de 60% des revenus du groupe sont liés à des produits dont les principes actifs sont d'origine naturelle.

PFSA dispose également d'une bonne diversification géographique avec plus de 65% de son chiffre d'affaires généré hors de France et plus de 30% de son chiffre d'affaires généré hors Europe en 2022.

• **Positionnement du groupe sur ses marchés**

Sur le segment dermo-cosmétique, le groupe se positionne comme le deuxième groupe mondial. PFSA dispose d'une marque mondiale, EAU THERMALE AVENE, ainsi que d'autres marques internationales aux positionnements complémentaires telles que DUCRAY, KLORANE, A-DERMA et RENE FURTERER.

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,
- Une politique prudente en matière d'innovation dans le médicament (complémentarité entre l'innovation interne et l'innovation externe, limitation des montants dédiés aux acquisitions de licences, focalisation sur des aires thérapeutiques d'expérience pour le groupe : oncologie, dermatologie, urologie, 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 bonne visibilité des cash-flows issus des produits innovants en oncologie,
- La forte génération de cash-flow et la forte rétention 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.

GOUVERNANCE

• **Actionnaires**

Le groupe est essentiellement détenu par la Fondation Pierre Fabre (à hauteur de c. 86%), fondation reconnue d'utilité publique depuis 1999, et secondairement par ses salariés (c. 9%), le solde étant détenu en auto-contrôle. Cette structure s'accompagne d'une gestion prudente et d'une vision long-terme.

• **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 diminution de la dette nette ajustée. 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 (et incluant notamment les cessions de créances, les engagements de rachat d'actions détenues par les salariés et les avantages auprès des salariés) de 0.3x à fin 2022.

• **Politiques ESG**

PFSA a comme objectifs, entre autres, de :

1. Réduire de 33 % d'ici 2030 ses émissions de gaz à effet de serre (Scope 1, 2 et 3) par rapport à 2017 (-5% à fin 2022 vs 2017), en basant la majorité de ses efforts sur la réduction des émissions en valeur absolue et en absorbant une partie des émissions résiduelles ne pouvant être évitées.
2. Réduire sa consommation d'énergie de 25% d'ici à 2025 par rapport à 2015 (-17% à fin 2022) et augmenter sa part d'énergies renouvelables pour atteindre 25% de consommation d'énergie issue d'énergies renouvelables (4.7% à fin 2022).

PROFIL FINANCIER

GENERATION DE TRESORERIE

- Le groupe a publié un chiffre d'affaires 2022 en hausse de 9.9% à €2.7mds, tiré par la forte croissance de la division dermo-cosmétique (+12% vs 2021) portée notamment par la marque AVENE. La division pharmaceutique est également en croissance (+8% vs 2021) grâce au fort développement des produits d'oncologie innovante alors que le portefeuille de traitements pharmaceutiques est en retrait. L'EBITDA ajusté est en progression à €379m mais les marges du groupe ont été légèrement impactées par les hausses des coûts, avec une marge d'EBITDA ajusté en retrait à 14.0% (vs 14.2% en 2021).
- Le groupe a continué à générer un niveau de cash-flow important avec c. €221m de cash-flow opérationnel. Le free-cash-flow après dividendes est en forte progression à €111m (vs c. €40m en 2021) compte tenu du faible niveau d'investissements (€70m en 2022 vs €161m en 2021). Cette baisse des investissements provient de la baisse des acquisitions de licences pharmaceutiques sur l'exercice. La distribution de dividendes est restée relativement stable à c. €16m sur l'exercice.
- Compte tenu de la forte génération de cash-flow et de la progression de l'EBITDA projetées, nous nous attendons à ce que notre levier net ajusté devienne négatif à fin 2024, contre un niveau de 0.3x à fin 2022.

DISTRIBUTION DE LA DETTE

La dette brute du groupe était de c. €264m à fin 2022 (et c. €134m hors engagements IFRS 16) pour une trésorerie de €662m et €10m d'équivalents de trésorerie. Hors engagement IFRS 16, les principaux financements et lignes de crédit du groupe se composent :

- D'un RCF de €438m (dont une tranche de €38m dédiée aux acquisitions)
- D'un Euro PP de €45m
- D'un programme de NEU CP de €50m (non utilisé à fin 2022)

Ces financements sont tous des engagements seniors et non-sécurisés. La documentation du RCF et de l'Euro PP inclut un covenant financier - testé semestriellement - de dette nette sur EBITDA. Ce ratio doit être inférieur à 3,0x (avec une autorisation temporaire à 3.5x pour 2 périodes de test en cas d'acquisition).

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 crédits-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 €516m dont €233m au titre du programme de factoring, €147m au titre des engagements de rachat d'actions (auprès des salariés et des intérêts minoritaires) ainsi que €137m d'avantages auprès des salariés (majoritairement des engagements retraites). Après ajustements, la dette nette ajustée ressort à €108m et le levier net ajusté à 0.3x à fin 2022.

LIQUIDITE

En termes de liquidité, celle-ci est excellente, eu égard au montant de trésorerie (€662m), du RCF (principalement non tiré à fin 2022 et ayant une date de maturité à fin mai 2025), et du montant de free-cash-flow que nous attendons sur les 2 prochaines années.

Nous considérons que PFSA possède une liquidité « supérieure » traduisant à la fois un profil financier très solide et un haut niveau de liquidité.

PERSPECTIVE D'EVOLUTION DES RATIOS DE CREDIT (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.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Principaux chiffres financiers €m	FY20	FY21	FY22
Chiffre d'affaires	2 269	2 459	2 702
EBITDA (ajusté)	299	350	379
Marge d'EBITDA	13.2%	14.2%	14.0%
EBIT (ajusté)	163	221	242
Marge d'EBIT	7.2%	9.0%	8.9%
Intérêts	(11)	(4)	(7)
Total de l'actif	2 277	2 578	2 820
Capitaux propres ajustés	860	993	1 217
Dette totale ajustée	855	890	781
Trésorerie et équivalents	543	607	672
Dette nette ajustée	313	283	108
Capitaux propres ajustés / Dette totale ajustée	101%	112%	156%
Dette nette ajustée / EBITDA ajusté	1.0x	0.8x	0.3x
CAF	230	237	313
CAF / Dette financière nette	74%	84%	289%
EBITDA / Intérêts	27.9x	92.2x	56.6x

SENSIBILITE 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'une acquisition significative financée par dette notamment, la dégradation des ratios de crédit avec un levier net ajusté par EthiFinance Ratings de l'ordre de 1.5x sur la durée, pourrait entraîner une baisse de la notation.

INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

LEI : 969500JTOO1CD097BI59

Rapport de notation sollicitée court-terme.

Initiation : EF1+ le 28/11/2022

Dernière action de notation : Initiation à EF1+ le 28/11/2022

Nature de la notation : Notation court-terme sollicitée

Nature de la notation : Notation publique sollicitée (le rapport a été publié après revue par l'émetteur)

Avec participation de la société notée ou de sociétés liées : Oui

Avec accès à des documents internes : Oui

Avec accès à l'équipe dirigeante : Oui

Services annexes fournis à l'entité notée : 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.

Nom du président du comité de notation : Marc Pierron, Senior Director

Principaux documents utilisés pour effectuer la notation :

- Etats financiers et rapport de gestion pour 2020, 2021 et 2022
- Entretiens avec l'équipe dirigeante
- Rapport de valorisation de Deloitte (24/03/2022)
- Présentations institutionnelles
- Documentation des financements RCF et Euro PP

Limites de la notation :

- EthiFinance Ratings estime que la qualité et la quantité des informations obtenues permettent d'effectuer une notation sur la société
- EthiFinance Ratings n'est pas dans l'obligation d'auditer les données fournies

Nos méthodologies utilisées pour cette notation sont disponibles via le lien suivant :

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_191.Corporate_Rating_Methodology_Short_Term-202303.pdf

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3.CorporateRatingMethodology_Long_Term.pdf

Adresse de l'agence de notation :

EthiFinance Ratings SL

Calle Velázquez nº18

28001 – Madrid

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, 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 considered 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 bear 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: 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 © 2022 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