

WELCOOP PHARMA S.A. - FICHE DE SYNTHÈSE - ANALYSE FINANCIÈRE

WELCOOP, LE NOUVEAU MODÈLE ÉCONOMIQUE POUR LA PHARMACIE

Le groupe WELCOOP comprend désormais trois pôles focalisés sur les produits vendus en pharmacie et les services à l'officine avec de **fortes synergies identifiées** entre eux :

1. La Distribution de médicaments comprend les activités traditionnelles de Répartition Pharmaceutique de l'ancienne Cerp Lorraine (uniquement en Belgique après la cession de l'activité Répartition France en 2008) auxquelles s'ajoutent les activités liées de Dépositaire et l'Import/Export de médicaments ;

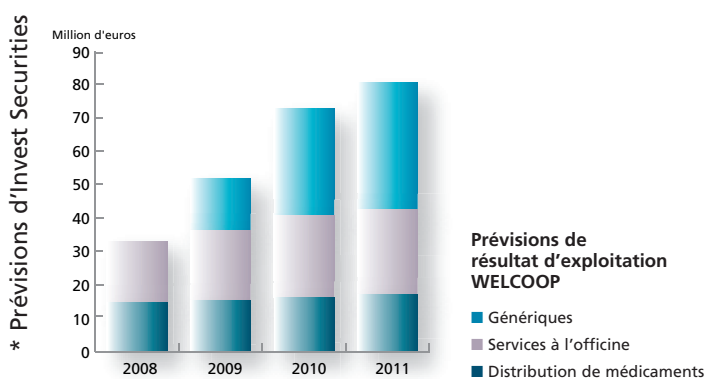
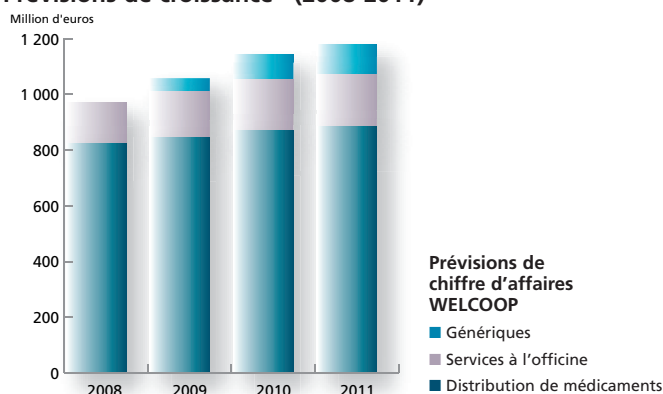
2. Les Services à l'officine et aux établissements de Santé couvrent plusieurs activités dont :

- l'informatique officinale avec la filiale Pharmagest interactive (cotée en bourse depuis Octobre 2000), qui devient le **centre névralgique du groupe** ;
- les activités de maintien à domicile (MAD, D, MEDICA) ;
- et une nouvelle branche : les groupements et réseaux partenaires.

3. La fourniture de médicaments génériques aux pharmaciens : activité en cours de constitution autour du génériqueur Cisters, et qui devrait prendre une **importance économique de premier plan** dans le groupe en raison :

- de la forte croissance du marché des médicaments génériques en France (+14 % / an d'ici 2011) ;
- et de l'intérêt double pour les pharmaciens actionnaires de WELCOOP PHARMA à se fournir auprès de Cisters : d'une part ils bénéficient d'un dividende coopératif de 20 % sur le chiffre d'affaires net de remise, d'autre part les bénéfices de Cisters contribueront de plus en plus au résultat de WELCOOP PHARMA, et donc à la valorisation de leur patrimoine (voir ci-contre).

1 - Prévisions de croissance* (2008-2011)



2 - Valorisation

Un potentiel de **triplément de la valorisation** de WELCOOP PHARMA en 3 ans*.

3 - Rendement pour l'actionnaire

- Rendement moyen de 11 % sur les 3 prochaines années*,
- 23 M€ de dividendes distribués chaque année en moyenne de 2009 à 2011*.

PRINCIPAUX RESULTATS ATTENDUS

Prévisions de croissance (2008-2011)

Trois points essentiels ressortent des graphiques ci-dessus :

- la distribution de médicaments reste le métier de base du groupe en terme de chiffre d'affaires ;
- deux relais de croissance à forte rentabilité émergent : services et génériques ;
- d'ici trois ans, les trois pôles devraient être d'importance équilibrée dans le groupe.

Principaux indicateurs financiers et de rentabilité :

- un chiffre d'affaires en croissance supérieure à la moyenne des industries de santé ;
- des marges tirées vers le haut grâce aux activités émergentes (Services et Génériques) à rentabilité élevée ;
- un résultat net de 47 M€ en 2011, soit presque un triplement de la marge nette de 2008 à 2011, résultant :
 - de la part croissante des activités les plus rentables dans le groupe ;
 - des synergies entre les activités, notamment une force de vente d'ores et déjà à disposition de Cisters

	2008*	2009*	2010*	2011*	Variation
Chiffre d'affaires total en M€	970	1059	1143	1178	7 %
Marge brute totale en % du CA	16 %	18 %	20 %	21 %	17 %
Résultat d'exploitation en % du CA	3 %	5 %	6 %	7 %	35 %
Résultat net en M€	16	28	42	47	43 %
en % du CA	1,6 %	2,6 %	3,6 %	4 %	

WELCOOP PHARMA S.A. - FICHE DE SYNTHÈSE - ANALYSE FINANCIÈRE

RESULTATS DE L'ANALYSE FINANCIERE VALORISATION DE WELCOOP PHARMA

Les méthodes utilisées sont les suivantes :

- **la méthode des comparables** : à partir d'un échantillon de sociétés opérant dans le même secteur d'activités et cotées en bourse, on calcule leur multiple, du Résultat Net le plus souvent, ou PER (« Price Earnings Ratio » : ratio Cours de bourse/Résultat net par action). Par exemple, pour le pôle « Distribution de médicaments », le PER 2008 des comparables était de 10,1, celui du pôle « Services » était de 15,0 en Juillet 2008.

Sur ces bases, et en tenant compte de la part du capital détenue par le groupe dans chaque filiale, WELCOOP PHARMA est valorisé 199 M€ en 2008.

- **la méthode des flux de trésorerie nets actualisés** (ou DCF = « Discounted Free Cash Flows ») : cette approche est plus représentative des fondamentaux de l'entreprise et de son potentiel de croissance. Elle consiste à calculer les flux de revenus nets prévisionnels du groupe consolidé sur plusieurs années à venir (2009 à 2016 dans le cas présent), à les actualiser à un taux dépendant essentiellement du risque sur le marché boursier, majoré du risque propre à l'entreprise. Le taux d'actualisation obtenu pour WELCOOP PHARMA est de 9,5 %.

La somme des flux actualisés de WELCOOP PHARMA s'établit à 211 M€, part du groupe.

La Valorisation de 205 M€ en septembre 2008 est la moyenne des deux méthodes ci-dessus :

En M€	Méthode des comparables	Méthode DCF	Moyenne
Valeur de Welcoop Pharma	199	211	205

Rendement pour l'actionnaire

- Dans l'hypothèse où 60 % des bénéfices seraient distribués de 2009 à 2011, les actionnaires percevraient en moyenne 23 M€ par an ;
- Ce montant, rapporté à la valorisation actuelle de 205 M€, implique un rendement moyen de 11 % sur les trois années à venir.

Perspectives 2009-2011

- Un potentiel de **triplément de la valorisation de WELCOOP PHARMA à 3 ans (plus de 600 M€ contre 205 M€ aujourd'hui)**, hors augmentation de capital ou changement de structure ;
- La hausse de la valorisation viendra surtout de la croissance des résultats :
 - **des services**, en particulier le LGPI de Pharmagest qui profitera pleinement de l'adhésion de nouveaux pharmaciens et des commandes de génériques ;

Croissance annuelle 2007-2011 en %	Chiffre d'affaires	Résultat net
Informatique Pharmagest	+10	+18
MAD D, Medica	+9	+12
Autres	+29	Non significatif

- **des génériques** : nos hypothèses concernant la base clientèle sont les suivantes :

Année	Pharmacies clientes	Nombre molécules (moyenne/an)	CA génériques Cisters/pharmacie/an	CA total Cisters/an
2009	1 875	40	30 k€ d'achats/an	> 55 M€
2011	2 100	75	60 k€ d'achats/an	> 120 M€
2015	2 100	95	95 k€ d'achats/an	> 180 M€

- En 2011, le groupe offrira une physionomie équilibrée entre ses trois pôles (voir graphiques), avec un profil de risque relativement bien réparti entre les activités de distribution de médicaments (à forts volumes et générant de la trésorerie), les Services et les Génériques (forte croissance et rentabilité).

Plus l'adhésion des pharmaciens sera rapide, plus le potentiel de valorisation du groupe sera important :

Valorisation estimée de WELCOOP PHARMA	Valo sept. 2008	Valo fin 2011	PER 2011
1 875 pharmacies en 2009, 2 100 pharmacies en 2011	205 M€	620 M€	13,2 x
2 050 pharmacies en 2009, 2 700 pharmacies en 2011	205 M€	740 M€	13,5 x

Ce niveau de valorisation correspondrait à un PER 2011 compris entre 13 et 14, **attractif par rapport à la moyenne actuelle (15x le résultat net) des entreprises comparables** du même secteur d'activité cotées en bourse.

Contact : Daniel ANIZON

Analyste Financier

Invest Securities - Société de Bourse

126, rue Réaumur – 75002 Paris

Tél : 01 44 88 77 88

danizon@invest-securities.com

www.invest-securities.com