


# Aandelenfocus

 @Bolero\_BE volgen

 @TSimonts volgen

## Fagron: "Van de spits naar de reservebank verwezen"

Fagron	Advies:	<b>HOUDEN</b>	Huidige koers:	<b>19.45 EUR</b>
	Naam analist:	<b>Jan De Kerpel, PhD</b>	Koersdoel:	<b>20 EUR</b>
	ISIN code:	<b>BE0003874915</b>	Opwaarts potentieel:	<b>2.8%</b>
	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Winst per aandeel (EUR)	<b>-1.04</b>	<b>0.52</b>	<b>1.59</b>	<b>1.74</b>
% groei j/j	-	-150.6%	203.9%	9.7%
Koerswinst ratio	-	37.1x	12.2x	11.1x
Bruto dividend (EUR)	<b>0.72</b>	<b>1.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.44</b>
% groei j/j	56.5%	38.9%	20.0%	20.0%
Dividendrendement (%)	3.7%	5.1%	6.2%	7.4%

Fagron's strategie is gebaseerd op de optimalisatie en innovatie van magistrale bereidingen. Als een R&D-gedreven farmaceutische leverancier wil Fagron het therapeutisch gebied van de voorschrijver verbreden met patient-specifieke farmaceutische zorg. Via zijn activiteiten ondersteunt Fagron de unieke meerwaarde van de apotheker.

*De recente newsflow en de evolutie van de aandelenkoers inspireerden KBC Securities-analist Jan De Kerpel om het advies en het koersdoel van het aandeel nog eens onder de loep te nemen. Midden augustus publiceerde KBC Securities ook al een uitgebreide nota over Fagron waarin zij het advies voor de aandelen verlaagden.*

*Vandaag volgde een nieuwe en forse koersdoelverlaging: van 32 naar 20 euro per aandeel. Jan De Kerpel verwacht immers geen herstel van de aandelenkoers op korte termijn, te wijten aan de tegenvallende situatie in de VS die naar verwachting een negatieve impact zal hebben op de cijfers voor het derde kwartaal en mogelijk in een formele verlaging van de groeiverwachting zal uitmonden. Het advies blijft 'Houden'. We geven u bij deze graag tekst en uitleg.*

### Op naar een lagere groeiverwachting?

Nieuwe informatie wordt bij Fagron al eens op een creatieve manier de wereld ingestuurd. Dit keer gebeurde dat door middel van een gesprek met het Nederlandse magazine "**Pharmaceutisch Weekblad**", waat CEO Ger Van Jeveren vraagtekens zette bij de organische groeiverwachting van 10%. Dat is te wijten aan de druk die de groep ondervindt in de VS. Ziehier de uitspraken van de CEO in het artikel.

- Door de huidige druk op de Amerikaanse activiteiten zouden de organische groeivoorzichten neerwaarts herzien kunnen worden van 10% naar 8%.
- De omzet in de VS is veel kleiner dan in Europa, waar volgens de ceo de activiteiten het wel zeer goed doen.
- de terugval van de activiteiten in de VS is volgens de ceo slechts tijdelijk en de prijzen hebben er hun bodem bereikt. Fagron zou er het verlies aan omzet en winst kunnen compenseren door bijkomende inspanningen.
- De ceo sprak de ambitie uit om binnen drie jaar marktleider te zijn in de VS.

Van Jeveren kwam ook terug op **de Abcur-Apoteket case**, zijnde de uitspraak van het Europees hof over de magistrale bereidingen in Zweden. De uitspraak zal volgens CEO geen of zeer beperkte impact hebben op Fagron.

- Elk EU-land heeft zijn eigen systeem en als er een impact is voor de Nederlandse activiteiten zal de impact op de omzet van Compounding Services minimaal zijn.
- Als er een wijziging zou komen in de commercialisatie van industrieel bereide producten, zouden de apothekers meer halffabrikaten en/of grondstoffen kunnen kopen en dat zou de impact moeten compenseren. "Het maakt mij niet uit of een apotheker een geneesmiddel maakt, gedeeltelijk maakt of het uitbesteedt. Op grondstoffen hebben we een even grote winstmarge als op compounding," klinkt het.

# Aandelenfocus

## Overname in België

Op basis van eigen research, blokletterde De Tijd vanochtend dat Fagron zijn belangrijkste concurrent in België, ABC Chemicals, overneemt. De overname, die volgens KBC Securities-analist Jan De Kerpel minder dan 10 miljoen euro kostte, zal in cash worden betaald. Opvallend is dat de deal het marktaandeel van Fagron in België van de huidige 80% met nog eens 15% zal doen aandikken.

## Relatieve prestatie van Fagron

(herberekend naar 100)



Source: Thomson Reuters Datastream

## En wat nu ? Afwachten en aan de zijlijn gaan (of blijven) staan

Het koersdoel werd vandaag verlaagd van 32 naar 20 euro per aandeel, terwijl het Houden-advies op de tabellen blijft staan. Die verlaging is een rechtstreeks gevolg van het feit dat KBC Securities geen herstel van de aandelenkoers verwacht op korte termijn (zijnde: de komende zes maanden), terwijl er geen extra aanpassingen aan de intrinsieke waardering (op basis van een DCF cash flow model) werden aangebracht. De intrinsieke waarde op basis van de berekening blijft dus 32 eur, op voorwaarde dat de firma de eerdere doelstellingen kan behalen. En dan is er natuurlijk nog de kwestie van het beleggersvertrouwen te herstellen.

Daar is de tegenvallende situatie in de VS debet aan, want die zal naar verwachting een negatieve impact hebben op de cijfers voor het derde kwartaal en mogelijk in een formele verlaging van de groeiverwachting uitmonden. In een reactie op de recente uitspraken van de CEO wil KBC Securities graag meer informatie over waarom de situatie in de VS slechts tijdelijk zou zijn. Ook is er inzicht nodig in de manier waarop Fagron marktleider wil worden in de VS, want de schuldpositie laat vandaag immers weinig ruimte voor fusies en overnames.

Feit is dat voor Jan De Kerpel een formele verlaging van de organische omzetgroeiverwachting niet als een verrassing zou komen. Voor de publicatie van de halfjaarcijfers hield de KBCS-analist rekening met een lange termijn groei van 8% en verlaagde die lange termijn groei tot ongeveer 5% (mid-single digit) op basis van de cijfers van het tweede kwartaal en de situatie in de VS.

Als belegger dient u vandaag dus best aan de zijlijn te gaan of te blijven staan. Of, om het in voetbaltermen te zeggen: het aandeel verdient een plaats op de reservebank, eerder dan in de spits.

# Aandelenfocus

De belangrijkste redenen voor de onzekerheid haalden we hierboven al aan, maar kernachtig samengevat zijn dit de drie klemtonen

## 1. Actieve “Buy and Build”-strategie resulteerden in hoge groei en schuld

Het zwaartepunt van de externe groei lag de jongste jaren in de VS waar de groep marktleider is. Als gevolg van deze overnames heeft Fagron ondertussen een hoge schuldratio van 3,21x wat dicht bij de conventant is van 3,25x en de groep bijgevolg geen ruimte laat voor nieuwe schuld-gefinancierde transacties.

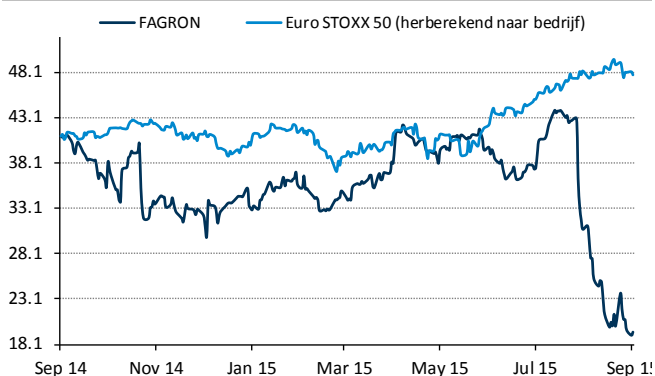
## 2. Veranderende Amerikaanse markt zorgt voor uitdagingen

Door een combinatie van een gewijzigde regelgeving en forse druk op de terugbetalingspolitiek is de Amerikaanse markt waarin Fagron actief is snel aan het veranderen. En terwijl dit opportuniteiten biedt voor een consolidator als Fagron, worden ook nieuwe uitdagingen gecreëerd. De negatieve impact van de terugbetaalde producten en op de verdeling van grondstoffen verslechterde aanzienlijk in juni/juli en komt bijgevolg slechts ten dele tot uiting in de resultaten over het tweede kwartaal. Met 30% van de omzet afkomstig uit de VS en een zelfs grotere impact op EBITDA-niveau, zal de doelstelling voor een jaarlijkse groei van 10% dus mogelijk niet gehaald worden.

## 3. Halfjaarcijfers resulteerden in herziening vooruitzichten

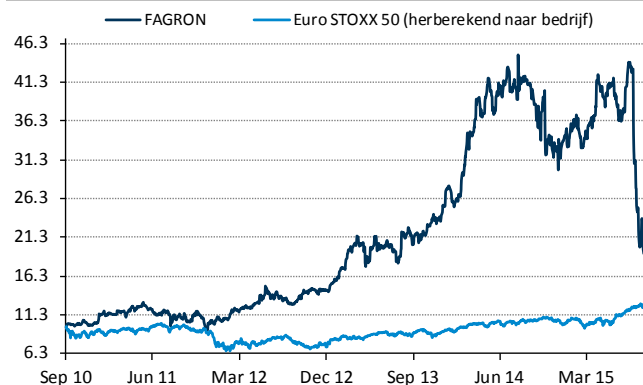
Als gevolg van de moeilijke situatie in de VS en de stevige impact ervan op de cijfers voor het tweede kwartaal, heeft Jan De Kerpel zijn verwachtingen voor dit en volgend jaar neerwaarts bijgesteld. De omzet voor dit jaar zal naar verwachting 4% lager uitkomen dan eerder vooropgesteld en voor 2016 6%. De winstverwachting wordt voor de twee jaren met 25% verlaagd. De hoge schuldgraad hindert de buy & build-strategie en zet een rem op de groei-ambities. Om deze strategie voort te kunnen zetten en de verwachtingen voor 2016 in te kunnen lossen zal de groep op zoek moeten gaan naar alternatieve financieringsbronnen, andere dan de goedkope schuld.

KOERSVERLOOP FAGRON (1 JAAR)



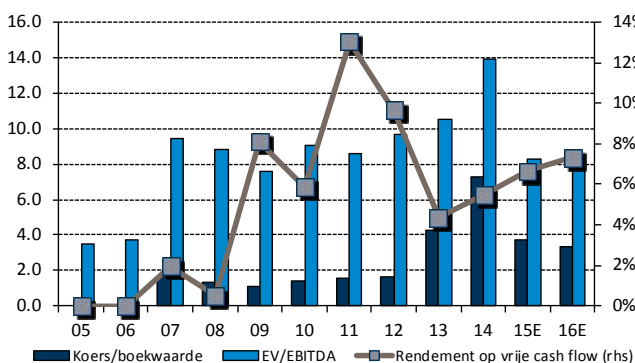
Bron: Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP FAGRON (5 JAAR)



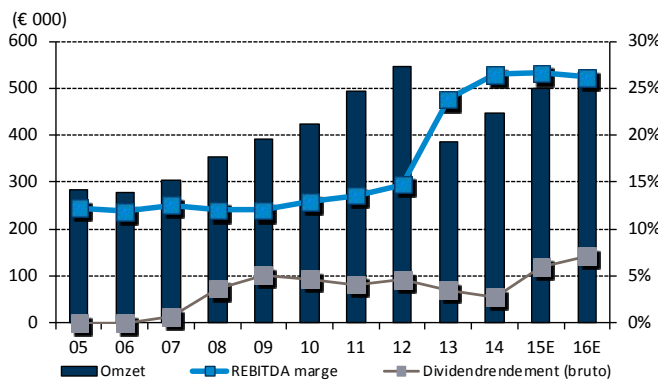
Bron: Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES Fagron



Bron: KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDMENT Fagron



Bron: KBC Securities

# Aandelenfocus

## Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar [www.kbcsecurities.com/disclosures](http://www.kbcsecurities.com/disclosures) voor specifieke informatie inzake belangenconflicten. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.