

**ANIMALCARE**

19 juni 2018

Koers GBPp	170,00
Aantal aandelen (m)	60,000
Marktkapitalisatie (m)	102,00

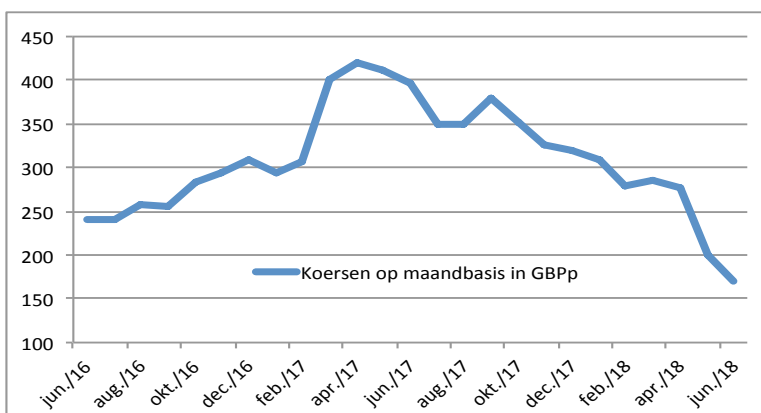
Eigen vermogen 2017 m	89,642
Netto fin. schuld 2017 m	25,908

ROE 2017	0,5%
----------	------

(in miljoen GBP)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2016PF	2017PF	2018E
Omzet	12,881	13,536	14,701	15,867	83,916	91,943	98,000
Groei in %	6,3%	5,1%	8,6%	7,9%	n.r.	9,6%	6,6%
EBIT	2,683	3,000	3,017	2,807	9,407	7,560	10,200
EBIT%	20,8%	22,2%	20,5%	17,7%	11,2%	8,2%	10,4%
(R)EBITDA	3,162	3,432	3,452	3,321	12,858	11,764	13,100
EBITDA%	24,5%	25,4%	23,5%	20,9%	15,3%	12,8%	13,4%
Financieel resultaat	-0,011	0,010	0,069	0,010	-0,854	-0,657	-0,800
Belastingen	-0,535	-0,476	-0,452	-0,347	-2,098	-0,828	-1,600
Netto resultaat	2,137	2,534	2,634	2,470	6,455	0,472	7,800

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2016PF	2017PF	2018E
Winst per aandeel	10,30	12,10	12,50	11,70	11,80	11,00	13,00
Bruto dividend	5,50	6,10	6,50	6,70	6,70	6,70	6,80
Koers/winstverhouding *	14,95	17,60	22,48	20,34	14,41	15,45	13,08
Dividendrendement *	3,6%	2,9%	2,3%	2,8%	3,9%	3,9%	4,0%

* : op basis van koersen op eind juni tot 2016/17; voor 2016PF, 2017PF en 2018E de huidige koers

**Bedrijfsomschrijving**

Animalcare is een Britse groep actief in dierengeneesmiddelen. De basis werd gelegd in 1958 door het groothandelsbedrijf Vet Drug Company dat in 1988 een eigen afdeling productontwikkeling oprichtte onder de naam Animalcare. De groep in zijn huidige vorm ontstond in 2017 door de fusie met Ecuphar, in feite betrof het een omgekeerde overname. Ecuphar (toen Cardon Pharmaceuticals) werd in 2001 opgericht door Chris Cardon. In de jaren nadien volgden diverse overnames in Ierland, Duitsland, Spanje, Portugal en Italië. Met een omzet van 68,4 miljoen GBP voor de fusie/overname was Ecuphar duidelijk een maat groter dan Animalcare dat toen een omzet van 14,7 miljoen GBP had.

Ecuphar telde 2 activiteiten, met name de ontwikkeling en distributie van dierengeneesmiddelen (69% van omzet) en een Belgische groothandel in dierengeneesmiddelen (31% van omzet). Van de eigen geneesmiddelen is 48% bestemd voor huisdieren, 42% voor 'productiedieren' (bv. koeien en varkens) en 10% voor paarden.

De omzet van het oorspronkelijke Animalcare bestond voor 68% uit dierengeneesmiddelen, 19% uit aanverwante producten (bv. verzorgingsproducten zoals zepen, infusie-accessoires,...) en 18% uit Identitychip (identificatie van huisdieren). 95% van de omzet was afkomstig uit Groot-Brittannië zelf.

De pro forma cijfers over 2017 tonen dat 74% van de omzet afkomstig was uit de geneesmiddelen en 26% uit de groothandel. De domeinen met focus zijn chirurgie/pijnstillers, vaccins, dermatologie, ontstekingsremmers en huisdierenidentificatie.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

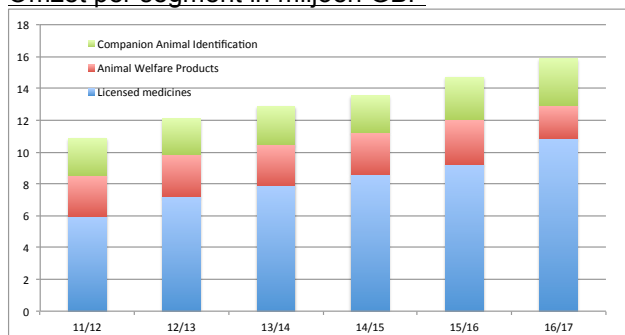
Activiteiten van het oorspronkelijke Animalcare

Zoals vermeld in de bedrijfsomschrijving telde het oorspronkelijke Animalcare 3 segmenten, met name (gelicentieerde) dierengeneesmiddelen (*licensed veterinary medicines*), aanverwante producten (bv. verzorgingsproducten zoals zepen, infusie-accessoires,...), genaamd *animal welfare products* en Identitychip (identificatie van huisdieren) of *companion animal identification*.

De verkoop van dierengeneesmiddelen is het meest strategische segment binnen het bedrijf en kende over de jaren een gestage groei (+81% over de 6 jaren in de grafiek).

De aanverwante producten zagen hun omzet dalen (-17%), deels door een regelmatige sanering van producten met lagere marges. Identitychip zag de omzet 26% stijgen in de periode dankzij wetgevende initiatieven in Groot-Brittannië. Animalcare is er de 2^e grootste met 4 miljoen 'gechipte' huisdieren.

Omzet per segment in miljoen GBP



Ecuphar

Ecuphar werd opgericht in 2002 onder de naam Cardon Pharmaceuticals. Reeds in 2005 verrichtte het 2 acquisities. In 2006 vonden er 3 plaats en werd de naam gewijzigd in Ecuphar, de naam van een van de overgenomen bedrijven. 2008 was het jaar waarin 6 overnames plaats vonden in België, Nederland en Frankrijk. In 2009 volgde een Ierse acquisitie, in 2011 werd een internationale productenportefeuille verworven. In 2015 tot slot vond de aankoop plaats van de veterinaire business van Esteve die actief was in Spanje, Italië en Portugal.

Door de verschillende buitenlandse overnames had Ecuphar een meer internationaal profiel dan het oorspronkelijke Animalcare dat sterk op de Britse thuismarkt (91% van de omzet) gefocust was. In 2016 realiseerde Ecuphar 43% van de omzet in de Benelux, 27% in Spanje, 10% in Duitsland, 6% in Portugal, 5% in Italië, 4% in Groot-Brittannië en 5% in andere landen. Naast het Belgische hoofdkwartier had het verkoopteam in 6 landen en het exporteerde naar 37 landen.

Ecuphar splitste de activiteiten op in enerzijds geneesmiddelen, anderzijds groothandel. In 2016 vertegenwoordigde het segment geneesmiddelen 69% van de omzet, de groothandel was goed voor 31%. Ecuphar heeft een portefeuille met een 300-tal producten, waaronder 29 eigen geneesmiddelen met licentie en 8 vaccins. De groep specialiseert zich in de domeinen tandheelkunde, dermatologie, chirurgie en anesthesie en oorheelkunde, alsook nutraceuticals (voeding met gezondheidseffecten). De activiteit geneesmiddelen omvat 3 deeldomeinen, met name geneesmiddelen voor huisdieren (48% van totaal), voor productiedieren (42%) en voor paarden (10%).

De activiteit groothandel kent een relatieve stabiele evolutie, maar door de aard van de activiteit is de winstmarge heel laag. In 2016 bedroeg de EBITDA-marge 2,1%, voor de andere activiteiten was dat 17,9%. Dat trekt ook de gemiddelde marge van Ecuphar (13%, voor Animalcare was dat 22%) en bij uitbreiding van de nieuwe groep Animalcare naar beneden. Dit maakt de vergelijking met sectorgenoten iets minder gunstig, maar zolang de groothandel rendabel blijft, is er geen reden om deze te verkopen.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



De markt

De ontwikkeling van de markt voor huisdieren enerzijds en van de markt voor 'productiedieren' anderzijds, verloopt heel gunstig en dat is goed nieuws voor de verkoop van geneesmiddelen in beide domeinen. Cijfers van de FOD Economie (2014) leren dat België 2,2 miljoen katten zijn en 1,5 miljoen honden telt. Onderzoek in Nederland toont dat de groei van 'gezelschapsdieren' in 2014 t.o.v. 2010 12% bedroeg, het aantal wordt geschat op 33,4 miljoen, waarvan 2,6 miljoen katten en 1,5 miljoen honden. Het aantal gezinnen in Europa met een huisdier wordt geschat op 62 miljoen door Fediaf. Europa telt dus heel veel huisdieren en even belangrijk is dat hun 'baasjes' meer geld besteden aan die dieren.

Dit laatste wordt geïllustreerd door een marktstudie van Nielsen in de V.S. Het bureau concludeerde dat de totale uitgaven voor huisdieren stegen van 41,2 miljard USD in 2007 naar 69,5 miljard USD in 2017, een stijging van 69%. In dit geheel nam de waarde van diervoeding op zich toe met 36%.

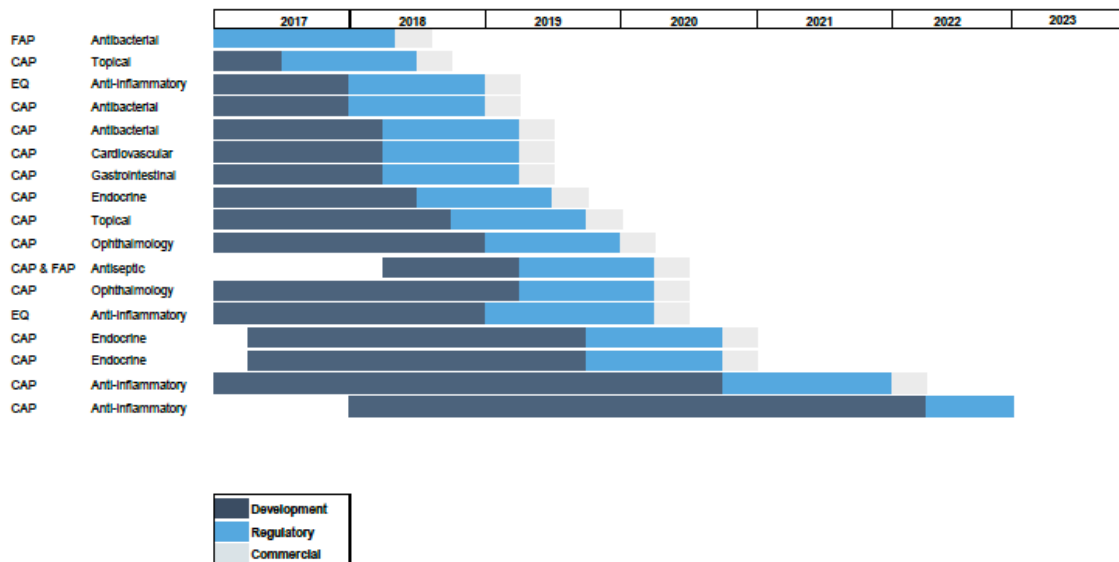
De markt voor 'productiedieren' wordt gestuurd door de steeds toenemende vraag naar voedsel en proteïnes. In Europa is er wel geen grote groei in geneesmiddelen, des te meer buiten Europa.

Producten en productenpijplijn

De markt van de dierengeneesmiddelen is een gefragmenteerde markt met heel wat kleinere spelers. Het bereiken van een kritische massa is dus relatief belangrijk en laat toe om operationele efficiënties te realiseren. Het bedrijf wordt tevens aantrekkelijker als distributiepartner voor andere groepen met complementaire producten.

Het bezit van eigen producten met licentie en een pijplijn van nieuwe producten is tevens van groot belang. Animalcare zelf had 21 eigen geneesmiddelen onder licentie, Ecuphar had er 29, aangevuld met 8 vaccins. De pijplijn van beide bedrijven is ook goed gevuld, met 18 producten in ontwikkeling voor Animalcare en 11 voor Ecuphar. Van deze 29 werden er nu 17 weerhouden als prioritair.

De pijplijn van de nieuwe fusiegroep ziet er nu als volgt uit:



VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Resultaten 2017

In 2017 op pro forma basis (12 maand Ecuphar en Animalcare) realiseerde de groep een omzet van 91,943 miljoen GBP (+9,6%). In farma was er 9,5% groei, die vooral van Ecuphar afkomstig was. Bij Animalcare was er een beperkte omzetgroei van 1,7%: de exportgroei van 0,6 miljoen GBP werd bijna volledig teniet gedaan door een 0,4 miljoen GBP daling bij Identitychip. Ecuphar profiteerde van de in 2016 en 2017 gelanceerde producten. Wel daalde de omzet uit paardenproducten, in 2016 kon geprofiteerd worden van leveringsproblemen bij een concurrent.

De groothandel zag de omzet 9,7% stijgen door belangrijke commerciële inspanningen. De keerzijde van de medaille was een stijging van de kosten, die de REBITDA met 40,4% deden dalen. We merken op dat farma goed is voor 74% van de omzet, maar 97% van de REBITDA, groothandel voor 26% van de omzet en slechts 3% van de REBITDA. De groothandel kent dus een heel lage marge en is daarom ook niet strategisch in de groep.

De bedrijfswinst daalde 79,2% ten gevolge van belangrijke uitzonderlijke (negatieve) elementen, in 2016 daarentegen was er een uitzonderlijke positieve impact. Die uitzonderlijke elementen in 2017 betroffen de afschrijving van immateriële vaste activa van vorige overnames en belangrijke overname- en integratiekosten. Zonder deze uitzonderlijke elementen daalde de bedrijfswinst slechts 14,5% tot 6,641 miljoen GBP. Het financiële resultaat verbeterde in zekere mate, de belastingen daalden door de lagere winst voor belastingen. Het netto resultaat werd door de uitzonderlijke elementen bijna volledig weggeveegd, zonder die uitzonderlijke elementen was er een daling van 7,2%.

De 20 belangrijkste geneesmiddelen van de groep waren in 2017 goed voor 51% van de omzet en kenden in 2017 een groei van 15,1%. De onderverdeling van de dierengeneesmiddelen (farma) naar segment toe in 2017 was als volgt: 61% huisdieren (+7%), 32% 'productiedieren' (+16,6%) en 7% paarden (-1,1%).

Sectorgenoten en waardering

Teneinde een beknopt inzicht te geven in de waardering van aandelen uit de sector, geven we een overzichtje van de waarderingsratio's van een vijftal bedrijven die we afzetten tegenover deze van Animalcare. We gaan niet dieper in op de specifieke kenmerken van elk bedrijf afzonderlijk, we beperken ons tot de ruwe cijfers. Duidelijk is dat de ratio's van Animalcare relatief laag uitkomen in vergelijking met deze van de sectorgenoten.

	Koers/winst '18	Koers/omzet	EV/EBITDA
Animalcare (GB)	13,1	1,0	8,8
Vetoquinol (F)	19,1	1,7	8,6
Virbac (F)	28,7	1,2	13,0
Phibro (VS)	31,3	2,3	16,5
Zoetis (VS)	30,3	7,5	20,2
Dechra (GB)	58,7	6,9	27,3

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Conclusie

In tegenstelling tot de klassieke geneesmiddelenmarkt voor mensen, is deze voor dieren minder bekend, wat geen verrassing is gezien de beperktere omvang. Op beleggingsvlak zien we niettemin belangrijke voordelen tegenover de markt voor humane geneesmiddelen. De ontwikkeling van nieuwe geneesmiddelen is veel goedkoper, de goedkeuringsprocedure is minder complex en ook veel korter. Het is tevens een groeimarkt, terwijl de risico's van geneesmiddelen die hun patent zouden verliezen, in feite niet bestaan. Het nadeel is wel dat de markt sterk gefragmenteerd is. Schaalvergroting en consolidatie dringen zich op en dat is duidelijk de strategie van Ecuphar, dat al snel na de oprichting de overnametoer opging. De transactie met Animalcare bevestigt die strategie en voegt een nieuwe dimensie toe, namelijk deze van een beursnotering.

Maar los van de goede perspectieven van de markt voor dierengeneesmiddelen, zullen beleggers veel vragen hebben bij de koersontwikkeling van het aandeel in de voorbije 2 jaren. We merken dat de koers van Animalcare begin 2017 aan een klim begon, net zoals zijn sectorgenoot Dechra. Eind juni 2017 volgde dan de aankondiging van de transacties tussen Animalcare en Ecuphar, die de koers verder stuwde. In dit verband verwijzen we graag naar een analyse van een Brits beurshuis begin oktober 2017. Bij een koers van 356 GBPp werd een koersdoel van 429 GBPp voorop gesteld. Die waardering kwam tot stand op basis van een vergelijking met sectorgenoten die van een relatief hoge waardering genoten. De verwachtingen waren dus veel te hoog gespannen, niet alleen qua koersdoel, maar ook qua marge-ontwikkelingen. Het bedrijf had hier zelf geen schuld aan, maar de koers kreeg wel de rekening gepresenteerd. Nu de integratie van de 2 bedrijven voltooid is en de vruchten van de nieuwe combinatie geplukt kunnen worden, was er nog een zekere neerwaartse druk, maar nu lijkt de koers uit te bodemen. Dit kan een gunstig instapmoment zijn.

Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.