Arseus: interessant aandeel, hoge waardering

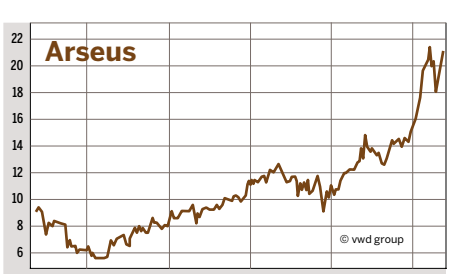
Eind april organiseerde Arseus een Capital Markets Day voor financiële analisten en institutionele beleggers. Plaats van afspraak was het spiksplinternieuwe hoofdkantoor van Fagron in Capelle aan den IJssel, vlakbij Rotterdam. De meeste aandacht ging daarom niet alleen naar Fagron, want die ochtend kondigde Arseus ook een heel interessante acquisitie aan die de positie van Fagron in Noord-Amerika serieus verstevigt.

Het gaat om Freedom Pharmaceuticals dat pas in 2010 opgericht werd en in 2013 al een omzet van 25 miljoen dollar verwacht (was 17 miljoen dollar in 2012). Deze overname is heel complementair met de bestaande activiteiten van de groep, waaronder B&B Pharmaceuticals dat in 2012 overgenomen werd (omzet 6 miljoen dollar). De nieuwe combinatie wordt nu de 2e grootste in de VS, voordien bekleedde Freedom de 4e plaats, op 5 stond Fagron.

De CEO en eigenaar van Freedom Pharmaceuticals gaf de aanwezigen een mooi beeld van de situatie en van de groeimogelijkheden in de VS en Canada, gebaseerd op de structuur van zijn bedrijf. Zo bestaat zijn bedrijf in feite uit diverse onderdelen met elk een specialiteit die de activiteit van compounding (leveren van grondstoffen voor het bereiden van geneesmiddelen) ondersteunt. We denken aan adviesverlening in verband met de bereiding van de geneesmiddelen (formules, toediening ...) ondersteuning voor bereiding geneesmiddelen voor huisdieren, opleiding van apothekers en richtlijnen voor terugbetaling kosten van ziekteverzekeringen. Ook niet onbelangrijk om weten is dat Obamacare heel belangrijk is voor compounding van geneesmiddelen in de VS, 30 miljoen mensen komen hier nu ook in aanmerking voor (terugbetaling van de kosten) en dat kan een belangrijke impact hebben vanaf 2013. Een ander belangrijk toekomstig groeikanaal is de overname van de geneesmiddelenbereiding in Amerikaanse hospitalen. In Europa doet Fagron dit al, in de VS heeft Fagron nog niet de juiste omvang, maar er wordt aan gewerkt.

De strafste uitspraak van de dag kwam van de CEO van Arseus m.b.t. de EBITDA-doelstelling voor Fagron. In 2012 realiseerde Fagron een REBITDA van 64,4 miljoen euro, een stijging van 30 % tegenover 2011, voor 2014 wordt een cijfer van 100 miljoen euro voorzien! Die meer dan 55 % stijging in 2 jaar is volgens de CEO mogelijk dankzij de heel goede prestaties van Fagron in Brazilië en Polen (hoge interne groei, lagere inkoopkosten ...) en dankzij de recente overnames.

Een andere minder opvallende groeier binnen Arseus is Corilus, de softwaredochter. Het heeft meer dan 25.000 klanten (waarvan 11.500 buiten België), telt 110 ontwikkelaars, heeft 7 locaties in België, Nederland en Frankrijk en heeft afhankelijk van het product een marktaandeel tussen 30 % en 80 %. De omzet groeide in de periode 2007/12 met 42,3 % van 26,7 naar 38 miljoen euro, de recurrente EBITDA-marge verbeterde van 25,1 % in 2007 naar 29,6 % in 2012. De sterkste groei werd de voorbije jaren in het buitenland gerealiseerd, maar zelfs in België ziet Corilus nog voldoende groeimogelijkheden. Een belangrijk element hierbij is de toenemende interactie tussen patiënten enerzijds en dokters en specialisten anderzijds. Data-integratie is hier een belangrijk facet in.



Arseus Healthcare Solutions is de derde afdeling. Het betreft de distributie van producten, diensten en geïntegreerde oplossingen voor medische en dentale specialisten. Geografisch is ze gericht op de Benelux voor medische specialisten, op België, Nederland, Frankrijk en Noord-Duitsland voor dentale specialisten. In de periode 2010/12 steeg de omzet slechts heel licht, maar dit was een bewuste keuze. De groep verkoos producten met lage marge niet langer te verdelen, ten voordele van oplossingen met een hogere toegevoegde waarde, maar dit weerspiegelt zich nog niet in de evolutie van de REBITDA-marge (slechts 1,8 % in 2012). Ze wijst hiervoor naar de grote concurrentie, ofwel van heel grote, ofwel van heel kleine spelers. De economische omgeving biedt ook geen voordeel, want door de crisis worden investeringen uitgesteld. Steeds opnieuw wordt de vraag gesteld of Arseus deze afdeling niet beter zou verkopen, maar het antwoord blijft uit.

Arseus Healthcare Specialties, tot slot, is de vierde afdeling. Ze omvat bedrijven zoals Arseus Lab, Julie-Owandy, Hader en Duo-Med. Ook hier bleef de omzetgroei beperkt in de voorbije 3 jaar en daalde de REBITDA-marge van 15,9 % in 2010 naar 10,3 % in 2012. Deze afdeling wordt eveneens geconfron-

teerd met een meer concurrentiële en uitdagende omgeving, terwijl de sterke Zwitserse frank (de groep heeft productie in Zwitserland) ook niet echt een voordeel was.

Los van de dynamiek van elk van de 4 afdelingen, zijn er nog een aantal (financiële) opmerkingen te maken over de groep:

- In de periode 2007/12 steeg de groepsomzet 80 %, de recurrente EBITDA groeide 111 %, terwijl de bedrijfswinst met 120 % toenam;

- Fagron: was in 2010 goed voor 42 % van de groepsomzet, in 2012 was dat opgelopen tot 53 %. De recurrente EBITDA van Fagron stond in 2012 zelfs voor 74 % van het groepstotaal;
- Netto financiële schuld: is in de periode 2007/12 gestegen van 51 naar 233 miljoen euro. De ratio schuld/EBITDA stabiliseerde de laatste 3 jaren rond 2,5 (2,64 in 2012, wat meer dan comfortabel genoeg is. Naar toekomstige acquisities toe stelt het bedrijf dat het meer cash kan genereren uit zijn bestaande activiteiten door lagere investeringsbehoeften en een daling van het werkkapitaal.

Wat de vooruitzichten voor 2013 betreft, moeten we het stellen met het jaarlijks terugkerende commentaar dat het bedrijf een gezonde interne omzetgroei verwacht, gecombineerd met een groei van de rendabiliteit die hoger ligt dan de omzetgroei.

Als beleggers me zouden vragen, waarom een belegging in Arseus interessant kan zijn, dan kan ik eindigen met de elementen waarmee Arseus altijd zijn presentaties begint: de groep is actief in een niet-cyclische activiteit, profiteert van de stijgende bestedingen in gezondheidszorg, vindt steun in de vergrijzing van de bevolking, wordt positief beïnvloed door technologische evoluties, groeit door een toenemende interesse van de mensen voor alles wat met gezondheid te maken heeft en surft mee op de estheticatrend.

Dat de huidige waardering al voor een deel met deze positieve elementen rekening houdt en een deel van de toekomstige groei verdisconteert, moet de belegger er bij nemen. Ons koersdoel op basis van de verwachte resultaten voor 2013 verhogen we van 16,70 euro naar 17,50 euro. Het verschil met de huidige beurskoers (7 %) is de prijs die we betalen voor de groei na 2013. En die 7 %, dat is echt weinig.

Gert De Mesure
analist VFB
redactie 30 april
koers 20,1 euro
www.arseus.be