



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGER VZW

ARSEUS

8 augustus 2014

Koers	40,00
Aantal aandelen (m)	30,61
Marktkapitalisatie (m)	1.224,2

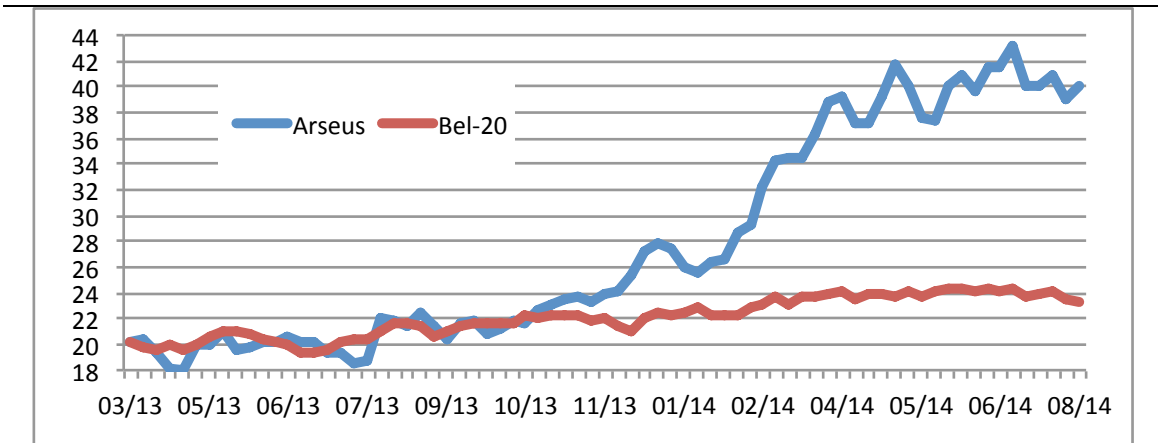
Eigen vermogen FY13	155,17
Netto fin. schuld FY13	289,20

ROE '13	28,2%
---------	-------

(in miljoen EUR)	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14E
Omzet	391,315	424,056	492,330	547,200	386,119	435,000
Groei in %	10,4%	8,4%	16,1%	11,1%	-29,4%	12,7%
EBIT	30,542	36,017	46,257	58,064	73,909	99,000
EBIT%	7,8%	8,5%	9,4%	10,6%	19,1%	22,8%
EBITDA	42,525	48,689	60,788	75,305	88,043	115,000
EBITDA%	10,9%	11,5%	12,3%	13,8%	22,8%	26,4%
Financieel resultaat	-7,436	-6,342	-10,657	-14,633	-22,616	-23,000
Netto resultaat	19,639	22,480	28,140	43,821	43,793	57,000

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14E
Winst per aandeel	0,65	0,75	0,94	1,44	1,44	1,86
Recurrente winst p/a	0,81	0,98	1,05	1,62	1,59	1,97
Netto dividend	0,270	0,300	0,375	0,450	0,540	0,600
Koers/winstverhouding *	12,38	15,18	11,76	10,79	27,86	21,48
Dividendrendement *	3,4%	2,6%	3,4%	2,9%	1,4%	1,5%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2013 en 2014E huidige koers



BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

Bedrijfsomschrijving

Arseus was/is een multinationale groep van bedrijven die producten, diensten en concepten levert aan professionals en instellingen in de gezondheidszorg in Europa, die ontstond in oktober 2007 na de afsplitsing van Omega Pharma. In de voorbije maanden maakte de groep werk van een heroriëntatie van de activiteiten: zo werden de afdelingen met een lage marge Healthcare Solutions en Healthcare Specialties verkocht. Corilus dat IT-concepten en totaaloplossingen voor medische en paramedische beroepen zoals apothekers, tandartsen, huisartsen, oogartsen en dierenartsen aanbiedt, zal eveneens verkocht worden (voor eind 2014). Alle aandacht gaat nu naar de afdelingen Fagron en in mindere mate HL Technology dat overgehouden werd uit de verkoop van de 2 Healthcare-afdelingen:

- ❖ **Fagron:** biedt grondstoffen, halffabrikaten, kant-en-klare producten, diensten en concepten aan aan apothekers, ziekenhuizen en de farmaceutische, cosmetische en veterinaire industrie. Ze is actief in 30 landen op 5 continenten en is nu goed voor 87% van de omzet.
- ❖ **HL Technology:** actief in innovatieve precisiecomponenten en orthopedische tools voor dentale en medische professionals en vertegenwoordigt 3% van de omzet.

Arseus profiteert van positieve evoluties in de markt zoals de vergrijzing, de toename van de uitgaven voor gezondheidszorg, de aandacht voor esthetiek en de technologische evolutie.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Heroriëntatie van de groep

In de eerste helft van 2014 rondde Arseus de verkoop af van de filialen van de afdelingen Healthcare Specialties en Healthcare Solutions. Voor Duo-Med, Owandy Radiology en Arseus Medical ving het een som van 32 miljoen euro van 3 kopers. M.b.t. de verkoop van de Franse filialen Medical Universal (distributie oplossingen voor beeldvorming) en Eurotec (distributie tandartsgerie) werd geen bedrag bekend gemaakt. Begin 2014 werd al afscheid genomen van Julie (software voor tandartsen), Arseus Dental Lab, Arseus Dental Solutions Benelux en Arseus Dental Solutions France Ouest voor 50 miljoen euro. Het Amerikaanse Henry Schein is de koper.

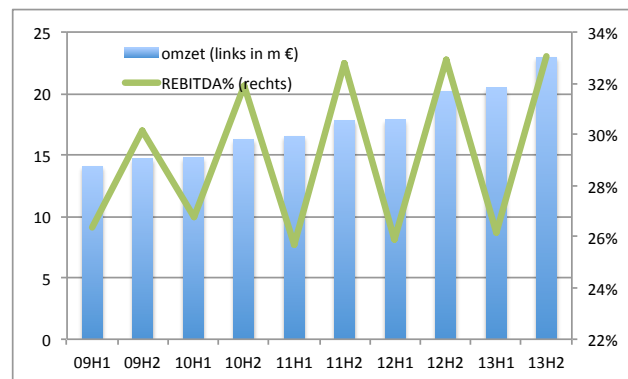
Qua omzet waren deze 2 afdelingen goed voor ongeveer 40% van de groep. Maar door hun lage rendabiliteit en toegevoegde waarde vertegenwoordigden ze maar 13,3% van de EBITDA. Het ging deels om distributie-activiteiten die veel werkkapitaal opsorpen. Door de verkoop daalt het deel distributie in de omzetmix naar 10% over 2013, dat was nog 55% in 2007. De eigen merken staan voor 90% van de groepsomzet.

Eind 2013 boekte Arseus een bedrag van 68 miljoen euro af op de waarde van deze filialen.

Bij de publicatie van de halfjaarcijfers meldde de groep dat ook **Corilus** verkocht zal worden. Dit bedrijf kende de voorbije jaren een mooie groei en hoge rendabiliteit. De grote volatiliteit in de onderliggende rendabiliteit van semester tot semester is het gevolg van een hogere marge in de tweede jaarhelft door de impact van vakbeurzen op de cijfers van het laatste kwartaal.

De boekwaarde van Corilus bedraagt 60,5 miljoen euro, de verkoop zou meer dan 100 miljoen euro kunnen opleveren.

Corilus: evolutie omzet en REBITDA-marge

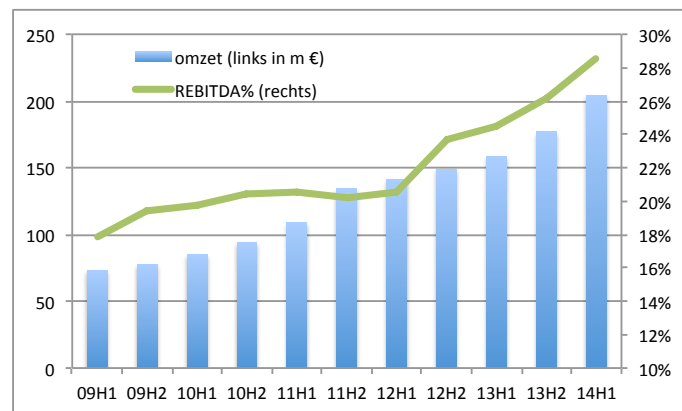


Huidige samenstelling van de groep

Na de verkoop van de afdelingen Healthcare Specialties en Healthcare Solutions en de nakende verkoop van Corilus wordt het gros van Arseus nu uitgemaakt door Fagron dat een stevig groeiparcours achter de rug heeft door een combinatie van interne en externe groei.

De focus op producten met een hogere toegevoegde waarde liet **Fagron** toe om zijn REBITDA-marge jaar na jaar gestaag te verhogen. In 2014 zal de omzet opnieuw sterk groeien, door een combinatie van interne en externe groei.

Fagron: evolutie omzet en REBITDA-marge



VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Zo werden begin dit jaar al 2 grondstoffenfabrieken (een in de V.S. en een in Europa) overgenomen. Tevens werd een akkoord gesloten voor de aankoop van 3 andere fabrieken in de V.S. Hun totale EBITDA bedraagt 30 miljoen euro op jaarbasis, de overname-prijs komt uit op 160 miljoen euro.

Over **HL Technology** is vooralsnog weinig bekend. We weten wel dat de omzet in 2013 met 18% daalde tot 9,381 miljoen euro met een verwaarloosbare EBITDA.

Halfjaarresultaten 2014

(in miljoen euro)	13H1	14H1	Δ 13/14
Omzet	162,566	209,149	28,7%
EBITDA	34,604	53,154	53,6%
EBIT	30,534	45,988	50,6%
Financieel resultaat	-8,111	-10,023	
Herwaardering fin. inst.	1,284	-0,613	
Belastingen	-6,804	-10,864	
Nettowinst	16,903	24,488	44,9%
Winst beëindigde act.	1,893	-17,879	n.r.
Totale winst, deel groep	18,796	6,608	-64,8%

De halfjaarresultaten zijn enerzijds eenvoudiger omdat ze voor het overgrote deel uit de cijfers van Fagron bestaan, anderzijds zijn ze iets complexer omdat ze de post 'beëindigde activiteiten' omvat (Healthcare Solutions en Specialties), terwijl er geen bijdrage is van Corilus (staat op balans onder activa bestemd voor verkoop).

Dankzij Fagron steeg de groepsomzet van Arseus met 28,7%. Door de lancering van nieuwe concepten en nieuwe producten stegen de marges in belangrijke mate, op het niveau van EBIT en EBITDA is er een bijna identieke stijging. Het financiële resultaat daalde door een hogere netto financiële schuld (van 289,181 miljoen euro eind 2013 naar 411,081 miljoen euro eind juni 2014). Door de lagere marktrente was de herwaardering van de financiële indekkings-instrumenten negatief (-0,613 miljoen euro). De belastingen stegen sterk, door een aanwending van uitgestelde belastingen. De effectief betaalde belasting steeg wel van 28,7% naar 30,7%. Het resultaat van de beëindigde activiteiten (Healthcare Specialties en Solutions) was negatief ten bedrage van 17,879 miljoen euro doordat een bijkomende afwaardering geboekt diende te worden. In globo, kwam het netto resultaat deel van de groep, uit op 6,608 miljoen euro.

Segmentoverzicht:

Fagron: zette een onwaarschijnlijke groei van 29,1% neer, +35,3% bij constante wisselkoersen. Naast de impact van de overnames was er de interne groei die uitkwam op +8,9% (+14,2% bij constante wisselkoersen). Dat succes mag deels op rekening geschreven worden van de introductie in december 2013 van het Fagron Advanced Derma platform. Het is een platform voor dermatologen en apothekers dat hen toelaat een oplossing aan te bieden met patient-specifieke preparaten. Nieuw in de stijgers staat een concept gericht op pijnstillende middelen dat in de loop van het eerste kwartaal van 2015 geïntroduceerd zal worden.

(omzet in miljoen euro)	13H1	14H1	Δ 13/14
Fagron	158,158	204,131	29,1%
HL Technology	4,409	5,018	13,8%
Totaal	162,567	209,149	28,7%
(REBITDA in miljoen euro)	13H1	14H1	Δ 13/14
Fagron	38,749	58,228	50,3%
HL Technology	0,136	0,788	479,4%
Totaal	38,885	59,016	51,8%

HL Technology: dit kleinere Zwitserse filiaal deed het heel goed met een omzetgroei van 13,8% (+23,2% in het 2^e kwartaal). Die omzetgroei liet de REBITDA toe om exponentieel te stijgen.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Conclusie

De groeicijfers die het management van Arseus neerzet bij Fagron zijn indrukwekkend. Het mag dan ook niet verwonderen dat gekozen wordt om de traaggroeiende activiteiten met lage marge zoals Healthcare Specialties en Healthcare Solutions te verkopen. De beslissing om ook Corilus te verkopen is minder evident vanuit dat oogpunt.

Kijken we naar de interne en externe groei en de margeverbetering die Fagron de voorbije jaren gerealiseerd heeft, dan lijkt het ons ook logisch dat alle mogelijke financiële middelen voor Fagron ingezet dienen te worden. Terwijl de Healthcare-afdelingen maar een beperkt bedrag opleverden, kan Corilus ons inziens een mooie som opleveren dankzij haar track record en de huidige hoge beurswaardering van een concurrent zoals het Franse Pharmagest.

Om Arseus in de huidige vorm te waarderen, baseren we ons op de omzet- en margeverwachting voor 2014. We schatten dat hieruit een vrije cash-flow van 75 miljoen euro gepuurd kan worden. Verdisconteerd aan 7% levert dit een waarde op van 1,070 miljard euro. Hier tellen we de mogelijke waarde van Corilus (d.i. 130 miljoen euro) bij en trekken we de netto financiële schuld van af. Aldus bekomen we een totale waarde van 866 miljoen euro of 28,30 euro. Om de huidige beurswaardering te kunnen bekomen, dient Arseus/Fagron met 30% te groeien. Met andere woorden, beleggers die Arseus vandaag kopen, betalen reeds voor 30% toekomstige groei. Gelet op de recente evolutie kan die 30% in 2 à 3 jaar tijd gerealiseerd worden. Hier ligt dan ook het risico: een vertraging van de groei in de tweede helft van 2014 of in 2015 kan tot een belangrijke negatieve herwaardering leiden. Daartegenover staat dat een snelle verkoop van Corilus en de heraanwending van deze financiële middelen via overnames, de groei dan weer kan versnellen. Wat het wordt, zal de toekomst uitwijzen.

Gert De Mesure

(in onze cijfertabel op blad 1 houden we bij de verwachte resultaten over 2014 geen rekening met de negatieve bijdrage van de beëindigde resultaten en met een eventuele meerwaarde op de verkoop van Corilus).

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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.