



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGER VZW

## ARSEUS

2 augustus 2013

Koers	21,90
Aantal aandelen (m)	31,36
Marktkapitalisatie (m)	686,7

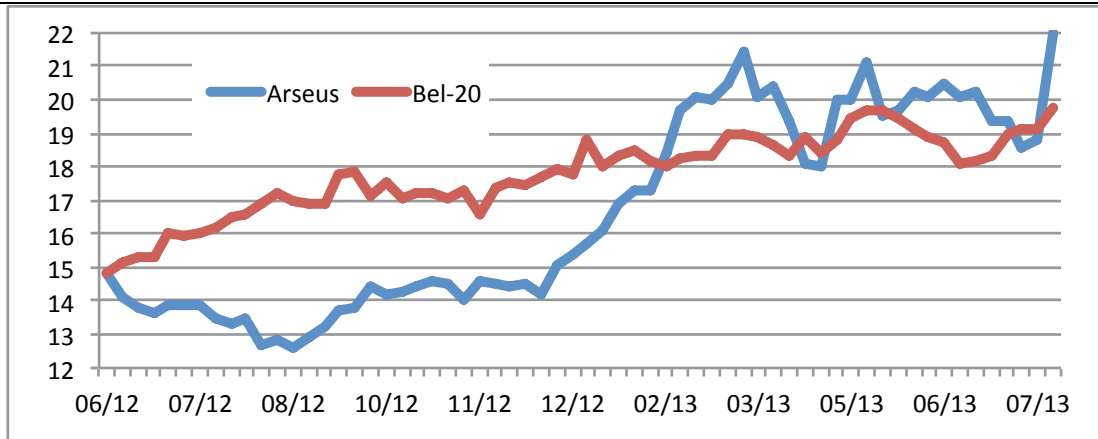
Eigen vermogen FY12	241,63
Netto fin. schuld FY12	233,12

ROE '12	18,1%
---------	-------

(in miljoen EUR)	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13E
Omzet	391,315	424,056	492,330	547,200	579,000
Groei in %	10,4%	8,4%	16,1%	11,1%	5,8%
EBIT	30,542	36,017	46,257	58,064	70,000
EBIT%	7,8%	8,5%	9,4%	10,6%	12,1%
EBITDA	42,525	48,689	60,788	75,305	87,400
EBITDA%	10,9%	11,5%	12,3%	13,8%	15,1%
Financieel resultaat	-7,436	-6,342	-10,657	-14,633	20,000
Netto resultaat	19,639	22,480	28,140	43,821	38,000

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13E
Winst per aandeel	0,65	0,75	0,94	1,44	1,25
Recurrente winst p/a	0,81	0,98	1,05	1,62	1,37
Netto dividend	0,270	0,300	0,375	0,450	0,495
Koers/winstverhouding *	12,38	15,18	11,76	15,24	17,58
Dividendrendement *	3,4%	2,6%	3,4%	2,1%	2,3%

\*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2012 en 2013E huidige koers



### Bedrijfsomschrijving

Arseus 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. Ze telt meer dan 2.500 medewerkers en bestaat uit 4 divisies:

- 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 en staat voor 56% van de groepsomzet. In 2010 werden de eerste stappen buiten Europa gezet.
- Corilus: biedt IT-concepten en totaaloplossingen voor medische en paramedische beroepen zoals apothekers, tandartsen, huisartsen, oogartsen en dierenartsen.
- Healthcare Solutions: omvat de distributie van producten en diensten voor de medische en dentale professionals.
- Healthcare Specialties: richt zich op de innovatieve dentale en medische oplossingen en producten. Hieronder bevindt zich de activiteit gericht naar tandtechnische laboratoria en Duo-Med (artsen/ziekenhuizen).

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



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

## HalfjaarResultaten 2013

(in miljoen euro)	12H1	13H1	Δ 12/13
Omzet	268,272	282,705	5,4%
EBITDA	32,824	44,208	34,7%
EBIT	24,462	35,571	45,4%
Financieel resultaat	-4,507	-10,450	
Belastingen	-4,675	-6,325	
Nettowinst, deel groep	15,280	18,796	23,0%
Winst per aandeel	0,50	0,61	22,0%
Recurrente winst p/a	0,55	0,64	16,4%

Na een zwakker eerste kwartaal met een omzetgroei van 1,7%, pakte Arseus uit met een omzetgroei van 8,9% in het tweede kwartaal, waardoor de omzetgroei in de eerste jaarhelft uitkwam op 5,4%. Dankzij de stijging van de brutomarge van 49% naar 51,9% en een beperkte toename van de operationele kosten (+3,9%), steeg de EBIT of bedrijfswinst 45,4% steeg. De EBITDA groeide 34,7%.

(omzet in miljoen euro)	12H1	13H1	Δ 12/13
Fagron	141,065	158,158	12,1%
Healthcare Solutions	61,900	58,658	-5,2%
Healthcare Specialties	47,454	45,436	-4,3%
Corilus	17,853	20,453	14,6%
<b>Totaal</b>	<b>268,272</b>	<b>282,705</b>	<b>5,4%</b>
(REBITDA in miljoen euro)	12H1	13H1	Δ 12/13
Fagron	29,051	38,749	33,4%
Healthcare Solutions	-0,417	0,721	n.r.
Healthcare Specialties	5,565	5,583	0,3%
Corilus	4,622	5,358	15,9%
<b>Totaal</b>	<b>38,821</b>	<b>50,411</b>	<b>29,9%</b>

Het financiële resultaat daalde wel sterk, door een combinatie van een hogere netto financiële schuld (van 237 miljoen euro naar 327 miljoen euro), een hogere rente en door negatieve wisselkoersverschillen (ongeveer 2 miljoen euro op Braziliaanse reaal). De herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten was met 0,3 miljoen euro beperkt. Zoals verwacht stegen de belastingen. Ook ditmaal waren er belangrijke niet-recurrente kosten, voor 2,5 miljoen euro, evenveel als in de eerste helft van 2012.

De netto financiële schuld steeg van 237 miljoen euro naar 327 miljoen euro. De stijging is het gevolg van de overname van het Amerikaanse Freedom Pharmaceuticals en van een stijging van het werkkapitaal. De schuld/EBITDA ratio komt hiermee licht boven de 3 uit, maar het management maakt zich sterk dat die ratio tegen eind 2013 naar 2,6 teruggebracht kan worden.

### Segmentoverzicht:

**Fagron:** blijft de sterkhouder van de groep met een omzetgroei van 12,1% (was 19,5% in het tweede kwartaal) dankzij de lancering van nieuwe producten, het aanbieden van maatproducten en het zelf ontwikkelen van producten. In april werd het Amerikaanse Freedom Pharmaceuticals overgenomen, die de positie van de groep in de V.S. verstevigt en die een goede springplank biedt om naar Canada uit te breiden. Eind juni 2013 was Fagron in 30 landen aanwezig.

Naast de sterke omzetgroei was Fagron ook in staat om de EBITDA-marge van 20,6% naar 24,5% te verhogen, deels dankzij Freedom Pharmaceuticals.

**Corilus:** met een omzetgroei van 14,6% scoorde de softwaredochter van Arseus in feite nog beter dan Fagron. De strategie is dezelfde: een belangrijke interne groei wordt er gecombineerd met overnames. Vorig jaar werd Healthconnect overgenomen, recent werd Soft33 dat zich richt op thuisverpleegkundigen, overgenomen. Soft33 is complementair aan het eigen Infiplus.

Hector, de communicatiesoftware tussen ziekenhuizen en alle andere actoren in de zorgsector, doet het heel goed en is in meer dan 60% van de Vlaamse ziekenhuizen in gebruik. Greenock, software voor apothekers blijft sterk groeien en eerder dit jaar werd Morion, software voor opticiens, gelanceerd. De sterke omzetgroei kon Corilus combineren met een lichte margeverbetering.

---

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

**Healthcare Solutions:** omvat de medische en dentale distributie-activiteiten van de groep. Ondanks de omzetzak van 5,2% kon de rendabiliteit verbeterd worden en werd een kleine positieve REBITDA gerealiseerd. De activiteiten gericht op ziekenhuizen en verpleeghuizen deden het goed, deze gericht op tandartsen presteerden minder.

**Healthcare Specialties:** richt zich op de innovatieve dentale en medische oplossingen en producten. Deze unit kende een gelijkaardige evolutie als Healthcare Solutions: een lagere omzet (-4,3%) werd gecombineerd met een betere rendabiliteit (REBITDA +0,3%). De business gericht op de tandtechnische laboratoria deed het heel goed, bij Duo-Med (gericht op artsen en ziekenhuizen) was er een omzetzak door een herschikking van het productaanbod. Producten met een lagere marge (bv. in radiologie en endoscopie) moeten er plaats ruimen voor innovatieve en meer rendabele producten.

In juli werd het filiaal Dorge Medic verkocht, een onderdeel van Healthcare Solutions. Toen al werd gespeculeerd over een verdere afbouw van deze activiteiten en dat werd nu ook bevestigd door het management. Het werd omschreven als dat de strategische opties voor Healthcare Solutions en voor Healthcare Specialties geanalyseerd worden. We sluiten niet uit dat er nog voor het eind van dit jaar een deel van deze activiteiten de deur uit gaat.

Er werd weinig of niet gepraat over nieuwe overnames. Op de vraag wanneer Arseus zijn eerste stappen zou zetten in Canada (ondersteund vanuit de V.S. door Freedom Pharmaceuticals), werd geantwoord dat er overnames bekeken worden, wat de intrede in dit belangrijke land zou vergemakkelijken.

## Conclusie

Na de euforie over de cijfers van 2012 legden beleggers en analisten meer voorzichtigheid aan de dag na de matige cijfers over het eerste kwartaal. De sterke halfjaarcijfers (dankzij het heel goede tweede kwartaal) brachten de euforie terug. De mogelijke uitstap uit Healthcare Solutions en Healthcare Specialties voegt daar nog een nieuwe dimensie aan toe, want de financiële middelen die opgeslorpt worden door deze afdelingen, kunnen veel rendabeler ingezet worden voor Fagron. Feit is ook dat de schuldratio vandaag maar weinig ruimte meer biedt voor nieuwe acquisities.

Door de beter dan verwachte cijfers verhogen we ons conservatief koersdoel op basis van de verwachte cijfers voor 2013 van 16,70 naar 18,50 euro. M.a.w. beleggers betalen vandaag een premie van 19% voor de groei na 2013. Dit lijkt ons een faire en niet overdreven premie, gelet op het groeipotentieel dat het Amerikaanse Freedom Pharmaceuticals kan aanbrengen, gecombineerd met de groei van de bestaande activiteiten en gelet op de track record van het management.

We herinneren er nog even aan dat het netto resultaat over 2013 hoogstwaarschijnlijk lager zal liggen dan in 2012 door de omvangrijke impact van uitgestelde belastingen (was sterk positief over 2012 en valt weg in 2013).

Gert De Mesure

---

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.