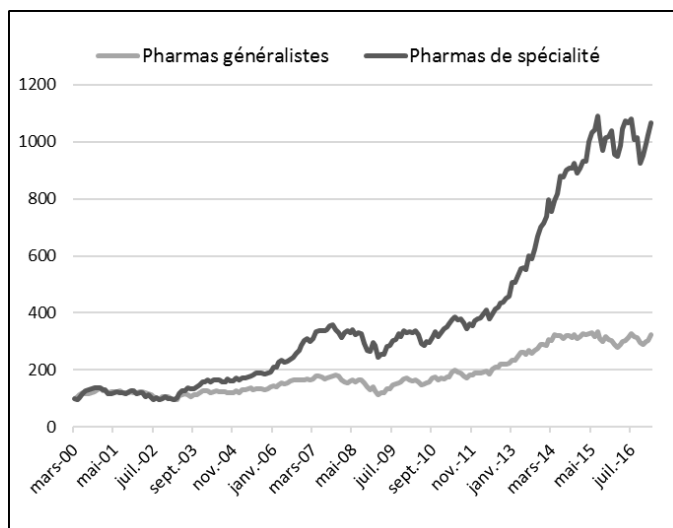


24/03/2017

Soyons « contrarian »...mais restons exigeants !



COMMENTAIRE DU GRAPHIQUE

Le graphique ci-dessus illustre 2 indices composites propriétaires reflétant la performance des sociétés pharmaceutiques spécialisées (en gris foncé) et des sociétés pharmaceutiques généralistes (en gris clair) sur la période 2000-2017, converties en USD et dividendes réinvestis.

Il en ressort une forte surperformance des sociétés spécialisées, avec un rendement total de +966% sur la période, contre +222% pour leurs pairs généralistes.

Suite à la concentration des organismes de santé aux Etats-Unis, et à l'heure d'une hypothétique – et très controversée – abrogation d'Obamacare, il nous semble bon de nous positionner sur ces actifs délaissés. Cependant il faut être exigeant.

Tout a commencé en 2015, suite à plusieurs opérations d'acquisitions au sein des PBM (« Pharmacy Benefit Managers ») aux Etats-Unis. Ces acteurs, chargés de négocier les prix des médicaments pour les sociétés d'assurance notamment, se sont concentrés et la part de marché du top 3 est passé de 58% en 2005 et 76% entre 2005 et 2015. La conséquence est importante car le continent américain représente 60% à 80% des profits du secteur mondial de la santé.

Dès lors, plusieurs acteurs de l'industrie pharmaceutique aux Etats-Unis ont commencé à faire état de pressions sur les prix. Selon nous, c'est ici qu'il devient important de bien séparer le marché entre acteurs spécialisés et généralistes. Les premiers se concentrent sur un domaine thérapeutique particulier (maladies rares, oncologie, allergies...) et en deviennent les

acteurs de référence en termes d'expertise R&D et de commercialisation. Ils arrivent ainsi en général à obtenir de très bonnes positions sur des marchés peu ou pas adressés. À l'opposé du spectre se situent les acteurs généralistes, avec beaucoup de molécules commercialisées mais un manque de concentration sur un ou quelques domaines thérapeutiques. Cela se traduit généralement par des succès commerciaux plus limités, davantage d'échecs et une allocation du capital souvent hasardeuse car ils mènent trop de combats de front de manière simultanée (cf. acquisition d'Alcon par Novartis).

Ainsi, il nous semble essentiel d'être positionnés sur des acteurs présents sur des domaines thérapeutiques de niches en croissance, où les alternatives de traitements sont rares voire inexistantes, ce qui leur permet de protéger leurs prix dans l'environnement actuel. De plus, ces sociétés ont tendance à avoir une meilleure allocation du capital, davantage équilibrée entre R&D (Shire, Novo Nordisk, Ipsen...), acquisitions stratégiques (Ipsen, Shire...) et retour de cash à l'actionnaire (Abbvie, Novo Nordisk...).

Tous ces acteurs spécialisés ne sont bien entendu pas égaux, et nous restons à l'écart des marchés où de nombreux produits comparables existent et/ou vont être lancés, comme ceux contre le diabète, car c'est à ce moment précis que les PBM font pression sur les prix.

David Giboudeau , Analyste