



SÉBASTIEN MALAFOSSE ANALYSTE FINANCIER CHEZ ODDO SECURITIES

SES FAVORITES

DBV TECHNOLOGIES L'arrivée de Vias-kin Peanut sur le marché d'ici à 2017 sera un catalyseur.

AB SCIENCE Douze phases cliniques et des résultats attendus en 2015 dans la mastocytose.

INNATE PHARMA Positionné sur le marché très innovant de l'immunothérapie.



LIONEL LABOURDETTE ANALYSTE FINANCIER CHEZ KEPLER CHEUVREUX

SES FAVORITES

ADOCIA Faible risque de développement et fort potentiel de l'accord avec Eli Lilly.

ERYTECH PHARMA Parcours clinique serein. Phase III réussie. Valorisation attrayante.

NEOVACS Pour jouer une recovery sur une valeur à la casse et une indication prometteuse dans le lupus.



JEAN-LAURENT BRUEL GÉRANT

Le secteur de la biotechnologie est

PARI Après le récent rally des valeurs de biotechnologie, certains s'inquiètent de l'émergence d'une potentielle bulle. Nos cinq experts répondent à nos questions afin de décrypter les grands thèmes qui animent le secteur.

L'engouement pour le secteur de la biotech en France ne repose pas sur du vent. Les investisseurs qui ont misé depuis près de deux ans sur ces sociétés de recherche déficitaires qui ne réalisent pas de chiffre d'affaires ont pu réaliser des gains spectaculaires (entre 150 et 1.400 %). Genfit, Innate

Pharma, Erytech Pharma, Adocia, Cardio3 BioSciences et d'autres ont su, en outre, susciter l'intérêt de fonds américains qui ne sont pas étrangers à ce réveil du secteur. Ces performances enviables, qui ne doivent pas faire oublier le caractère très spéculatif de ces valeurs, conduisent à s'interroger sur le risque

d'une bulle. Nous avons réuni cinq experts, analystes financiers ou gérants qui nous donnent leur avis sur le potentiel du secteur et leur façon d'en appréhender le risque. Ils nous livrent également leurs trois valeurs favorites.

TABLE RONDE ANIMÉE PAR ANNE BARLOUTAUD

Existe-t-il un risque de bulle pour le secteur ?

Jean-Laurent Bruel. Si l'on fait la comparaison avec la bulle Internet de 2000, la situation me semble très différente. Des acteurs américains de la biotech, comme Amgen, Biogen ou Gilead, qui sont valorisés entre 100 et 150 milliards de dollars, pour ce dernier, soit plus que Sanofi, ont fait depuis vingt ans la démonstration de leur réussite. De plus, leurs PER sont relativement modérés. Gilead, par exemple, se paie sur la base d'un ratio de seulement 13 fois. Qui plus est, l'écart, en termes de capitalisation, entre les secteurs européens et américains est considérable. En 2014, selon Biocom, les 339 biotechs américaines cotées totalisaient plus de 600 milliards de valorisation, contre 60 milliards pour les 144 entreprises européennes cotées. La biotech a donc encore de beaux jours devant elle. S'il y a une bulle, elle concerne les sociétés en développement très en amont.

Ainsi, on peut s'interroger, pour Cellectis, s'il est raisonnable de valoriser 1 milliard un produit en phase préclinique simplement parce que Pfizer a pris une « option d'achat » de la société.

Sacha Pouget. La performance du Nasdaq Biotech, qui a quasi quadruplé en cinq ans, s'appuie sur les solides perspectives de ses grands champions. J'estime toutefois qu'un compartiment de l'indice reste vulnérable : celui des biotechs en stade de développement précoce. Soixante-quinze sociétés américaines cotées valent plus de 1 milliard, alors que 80 % d'entre elles n'ont aucun produit sur le marché. Je pense qu'on a oublié la notion de risque au profit du mot succès. Concernant la capitalisation du secteur français, je rappelle qu'il ne dépasse pas celui de la quinzisième entreprise américaine de biotech.

Lionel Labourdette. Des situations de surchauffe, nous en avons connu ! Genset a valu 1 milliard d'euros en 2000 sur la base d'un pipeline clinique vide et fut racheté 110 millions par Serono en 2002. Il y a eu un réajustement face à ces excès. Bulle ou pas, il faut juger le prix d'une

biotech sur la valeur finale de ses produits sur les marchés ciblés, c'est-à-dire ce que seront prêts à payer les organismes de remboursement pour le bénéfice apporté.

Dans le cas de Gilead, le Sovaldi sauve des malades atteints d'hépatite C. Le prix du traitement pour trois mois atteint 84.000 \$ aux Etats-Unis. Il y a deux ans, cette pathologie était incurable ! Pour Genfit, le curseur de valorisation pourra varier fortement si le produit améliore légèrement le syndrome métabolique ou s'il évite le passage d'une fibrose à une cirrhose.

Un élément clé de la valeur d'une biotech repose sur la validation de sa technologie par un accord industriel, comme cela fut le cas pour Innate

Pharma, Adocia, ou Cellectis. Aujourd'hui, les investisseurs sont capables de faire le tri. La chute de Genfit n'a pas eu d'effet domino majeur.

Sébastien Lalevée. Avant de parler de bulle, il faut regarder

d'où vient le secteur en France. Il y a encore deux ans, le décalage entre le potentiel de chiffre d'affaires de certaines biotechs en pic de ventes et leur valorisation était colossal ; DBV ne valait que 100 millions, avec un potentiel déjà connu de 2 milliards ! Ce qui est sûr, c'est qu'il y a eu antérieurement une décote liée au manque d'intérêt des investisseurs.

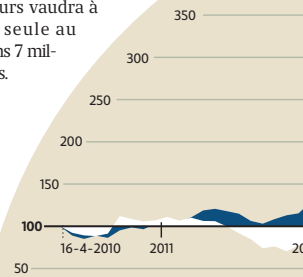
Des découvertes comme le mécanisme des CAR (récepteurs antigéniques chimériques) – une nouvelle génération de cellules – et l'immunothérapie contre le cancer sont en train de modifier la donne dans la santé.

Dire combien valent ces sociétés est impossible : nous sommes entrés dans une phase de changement de paradigme en matière de technologie. De fait, je m'inscris totalement en faux par rapport à la bulle. Le potentiel du secteur reste encore insoupçonné. On ne voit que la partie émergée de l'iceberg.

Sébastien Malafosse. Le secteur français des biotechs, le plus actif d'Europe, a acquis une maturité. Il y a désormais une dizaine d'analystes qui suivent ces sociétés, avec des

opinions qui peuvent être contradictoires, ce qui est plutôt sain. En outre, les investisseurs américains s'y sont récemment intéressés, compte tenu de la faible valorisation de certaines sociétés très innovantes. Aujourd'hui, ce segment, qui compte une trentaine de sociétés, est valorisé environ 7 milliards d'euros.

D'ici dix ans, je suis persuadé qu'une de ces valeurs vaudra à elle seule au moins 7 milliards.



DES PERFORMANCES SP

	GENFIT	INNATE PHARMA
DBV TECHNO.	1.930 %	437 %
	425 %	

SUR 3 ANS

Le Nasdaq est-il un passage obligatoire ?

S. L. Cellectis vient de lever 250 millions de dollars sur le Nasdaq auprès d'institutionnels américains. C'est un énorme succès français et le plus gros montant jamais levé par une biotech française cotée. Je ne suis pas sûr qu'ils auraient obtenu ces fonds en France. Pour l'anecdote, peu de personnes étaient présentes à leur dernière réunion d'information à Paris, alors qu'ils venaient de réussir leur entrée au Nasdaq. Cette faible curiosité des investisseurs français légitime encore plus le fait d'aller sur le marché américain.

S. M. Il faut se rendre à l'évidence : le marché français ne

finance que les phases de recherche ne nécessitant pas de fonds très importants. Le Nasdaq constitue l'étape suivante quand la société a atteint un certain niveau de succès. En effet, outre-Atlantique, les fonds 100 % spécialisés en biotech sont nombreux. Les plus renommés, Baker Brothers et Orbimed, gèrent plus de 10 milliards de dollars, ce qui leur donne des capacités d'investissement énormes.

J.-L. B. Si le terrain est propice en

France pour faciliter le financement des start-up, nous n'arrivons pas à gagner en taille d'entreprise par manque de relais. Il y a très peu de fonds spécialistes de la biotech dans l'Hexagone. Pour une société qui « colle » aux grandes thématiques des nouvelles thérapies de rupture, le

Nasdaq peut rapidement devenir un jackpot. Ainsi, DBV Technologies, qui développe un traitement dans l'allergie aux arachides, ou Cellectis, qui s'est focalisé sur la

technologie révolutionnaire des cellules CAR (récepteurs antigéniques chimériques), l'ont expérimenté.

S. P. La cotation au Nasdaq apporte une visibilité à l'entreprise lui permettant d'attirer l'attention d'éventuels partenaires américains. C'est avant tout un démultiplicateur de développement. Intercept Pharmaceuticals, le concurrent américain de Genfit, en phase de développement comparable, vient de lever 370 millions de dollars après avoir déjà obtenu 200 millions le mois précédent. Ce ne serait pas envisageable en France ! Les candidats qui ont l'envergure suffisante

« D'ICI DIX ANS, UNE VALEUR BIOTECH FRANÇAISE VAUDRA À ELLE SEULE AU MOINS 7 MILLIARDS D'EUROS »

« LA COTATION AU NASDAQ EST AVANT TOUT UN DÉMULTIPLICATEUR DE DÉVELOPPEMENT »

pour s'introduire au Nasdaq Biotech sont Innate Pharma, Erytech Pharma, Genfit et Cardio3 BioSciences, qui vient d'ailleurs d'annoncer officiellement son intention d'y entrer.

SES FAVORITES

CARDIO3 BIOSCIENCES Nouveau programme dans les cellules CAR et résultats de phase III de C-Cure en 2015.

GENFIT Le produit n'est pas mort. Le recul du titre est une opportunité.

INTEGRAGEN Plateforme génomique avec perspective de nombreux partenariats.



SACHA POUGET GÉRANT DU FONDS KALLISTE-BIOTECH

SES FAVORITES

ERYTECH PHARMA Le dossier de Graspa sera soumis en 2015 pour une décision en 2016.

NANOBIOTIX Une approbation de NBTXR3 pourrait intervenir en 2015 dans une indication.

AB SCIENCE Newsflow riche attendu en 2015.



SÉBASTIEN LALEVÉE GÉRANT DU FONDS PLUVCALCA BIOTECH

SES FAVORITES

ERYTECH et DBV TECHNOLOGIES Pour ces deux sociétés, nous apprécions la qualité des résultats cliniques déjà publiés et leur capacité à aller sur d'autres indications thérapeutiques.

CELLECTIS Pour le moyen terme, pour jouer le potentiel transversal des technologies et la qualité des partenariats.

loin d'avoir épuisé tout son potentiel

L'afflux d'introductions en Bourse est-il un bon signe ?

L. L. Chaque dossier d'introduction est particulier. Il faut avoir une grille de lecture basée notamment sur les fondamentaux technologiques de la société, sa capacité à créer une véritable histoire en se projetant dans le futur. Le dossier doit être suffisamment solide et documenté, et le rythme d'annonces d'étapes cliniques doit être le plus dynamique possible. L'absence de newsflow pour Cerenis ou OSE Pharma, qui viennent de s'introduire, rend la performance à un an délicate à anticiper.

S. M. Contrairement à l'Allema-

gne, le secteur du capital-risque est insuffisamment développé en France. De ce fait, les sociétés entrent souvent en Bourse en phase de développement précoce avec un risque d'échec élevé : la probabilité de succès d'un produit en phase II n'est que de 30 % et elle se situe entre 10 et 15 % en phase I.

Pour que l'introduction réussisse, le moment choisi est essentiel. En mars et avril 2014, en raison du trou d'air qu'a connu l'indice Nasdaq Biotech, les opérations ont été difficiles et les parcours post-introduction laborieux.

Les premières cotations sont déterminantes. Ce sont elles qui vont créer une dynami-

que. Si les débuts sont mauvais, il faudra en moyenne une année pour effacer le recul du titre, le temps que la société communique et que les fondamentaux reprennent le dessus sur l'environnement de marché.

Chez Oddo Securities, nous refusons de plus en plus de dossiers. Le souci, c'est qu'ils arrivent quand même sur le marché avec d'autres intermédiaires. Il faut donc que l'investisseur soit de plus en plus sélectif.

J.-L. B. Il y a un an, les introductions de biotechs n'intéressaient personne. Les beaux succès engrangés depuis

quelques mois pour des opérations qui n'ont pas été sursouscrites, mais dont les titres ont affiché ensuite de très beaux parcours boursiers, ont redonné de l'attrait aux nouveaux entrants.

Des sociétés sur des niches thérapeutiques ou offrant des ruptures technologiques, comme Safe Orthopaedics ou Bone Therapeutics, ont

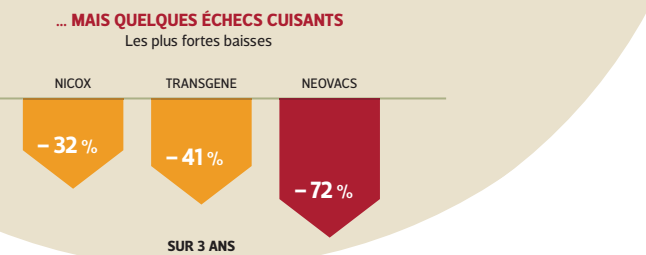
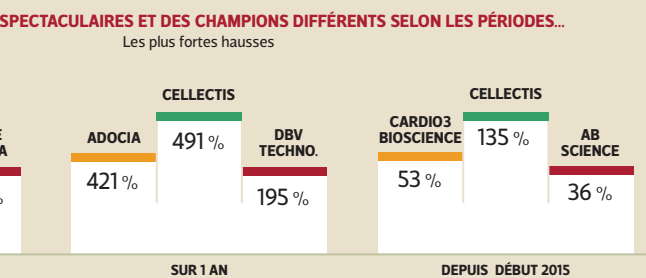
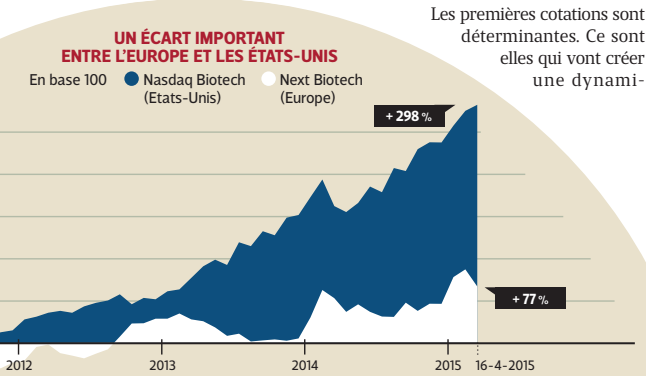
été reconnues. Les dernières introductions, fortement sursouscrites sur la base de prix en haut de fourchette, ont, en revanche, connu des débuts plus difficiles en Bourse. Les phases

de développement de ces candidats à la Bourse sont souvent, il est vrai, peu avancées, mais en contrepartie le levier boursier est important pour l'investisseur. Il est plus facile pour une valorisation de passer de 100 à 300 millions que de 1 à 3 milliards.

S. L. Le risque, c'est l'amalgame. Quand les marchés sont porteurs, certaines sociétés de moins bonne qualité arrivent à s'introduire. C'est vrai pour tous les secteurs.

En parallèle, des spéculateurs en profitent pour réaliser des coups en Bourse en jouant uniquement sur la première cotation. Nous avons le sentiment qu'il y a aussi actuellement une dégradation dans la qualité des dossiers. Il faut rester vigilant.

QUAND LES MARCHÉS SONT PORTEURS, CERTAINES SOCIÉTÉS DE MOINS BONNE QUALITÉ ARRIVENT À S'INTRODUIRE



Quelle stratégie d'investissement pour limiter le risque ?

S. P. Les résultats cliniques constituent les événements déterminants de la vie d'une biotech. Nous misons donc dessus. Je prends position trois mois avant le catalyseur et fixe un objectif de cours.

En général, après la phase de spéculation, qui précède l'annonce, pour réduire le risque de ma position et sécuriser ma plus-value, j'allège ma ligne peu avant les résultats tout en conservant une petite partie pour continuer à miser sur ces derniers. Cette stratégie fonctionne très bien dans des marchés haussiers. Il me paraît également opportun d'investir sur un panier de quatre ou cinq valeurs.

S. M. Il ne faut pas hésiter à changer d'avis. Nous avons profité de l'énorme succès de Genfit et avons changé notre recommandation d'« achat » à « neutre » quelques semaines avant les

résultats cliniques de phase II, très attendus.

En général, nous prenons position bien avant l'annonce. Après, tout dépend du profil de l'investisseur. Pour le long terme, il vaut mieux éviter ces moments qui sont délicats à gérer, mais jouer les résultats fait aussi partie du côté « sexy » du secteur.

L. L. Pour diminuer le risque, il faut dénicher des sociétés qui affichent un déficit de valorisation par rapport à la valeur intrinsèque de leur portefeuille ou de sociétés comparables. On peut jouer cet écart, comme cela fut le cas et l'est toujours pour Adocia. Le risque est également plus limité si la visibilité sur la technologie est élevée, ce qui n'est pas le cas lorsqu'il y a des incertitudes sur l'efficacité du produit.

Il existe également la possibilité de se positionner après l'annonce des résultats cliniques positifs, en misant sur la perspective d'un partenariat.

J.-L. B. Contrairement à des investisseurs particuliers, pour qui une ligne

peut représenter une part élevée du portefeuille si la valeur s'est très bien comportée, nos contraintes de gestion nous imposent une forte diversification. La majorité de nos lignes ne dépassent pas, en moyenne, plus de 5 % de la valeur totale du fonds.

Concernant Genfit, nous n'étions plus investis sur la valeur depuis fin 2014, mais nous avons repris des positions à l'occasion de la publication des résultats cliniques, fin mars, après la sanction qu'a subie le titre.

S. L. Nous ne parions pas sur les publications de résultats cliniques, ne souhaitant pas, dans la mesure du possible, que notre fonds biotech soit confronté à des événements binaires. Notre stratégie repose sur la diversification. Nous investissons sur différentes thématiques, sur les sociétés de produits, de technologie et de services, et aussi sur les différents profils d'entreprise.

Nous sommes positionnés à la fois sur de grands groupes qui génèrent des bénéfices, comme Gilead, mais aussi sur de très petites sociétés. Le fonds comporte une quarantaine de lignes, et 60 % de nos actifs biotechs sont investis en petites et moyennes capitalisations en Europe.

ALLÉGER SA LIGNE AVANT L'ANNONCE DES RÉSULTATS CLINIQUES MAJEURS PERMET DE RÉDUIRE LE RISQUE