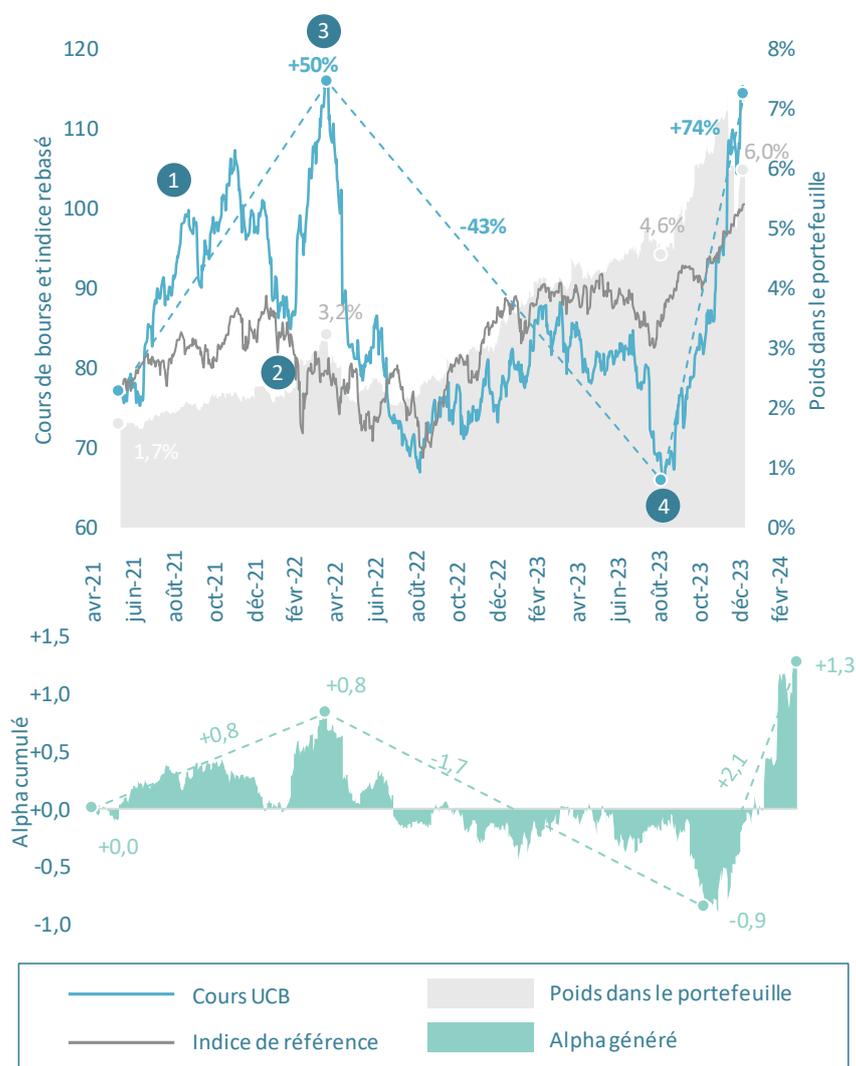


Le catalyseur est un élément déclencheur. En investissement boursier ce terme est souvent utilisé pour évoquer le ou les éléments à même de déclencher une hausse significative d'un cours de bourse. Nous sommes particulièrement sensibles à cette notion puisque nous évoquons les ruptures comme clé de voûte de notre méthode de gestion. Nous définissons la rupture comme un moment critique dans la vie d'une entreprise à l'issue de laquelle une accélération de la croissance bénéficiaire est attendue. Les deux termes ont des significations proches sans complètement se confondre toutefois.

Au sein de notre portefeuille, certains cas, UCB et Philips par exemple, parce qu'ils ont connu de forts drawdown et ont longuement stagné sur ces bas niveaux, ont fait naître un questionnement autour de cette notion de **catalyseur** : **est-il préférable d'anticiper ou d'attendre son occurrence pour intervenir ?**

### Pour commencer prenons un exemple concret avec le cas UCB.

Nous anticipons depuis l'initiation de notre investissement le lancement aux USA d'un produit (Bimekizumab) transformant pour le portefeuille d'UCB (en gros 3Md€ de ventes pic attendues pour un CA actuel consolidé de 5Md€). Comme le montre notre graphique un très long retard d'environ deux ans a été pris sur le calendrier initial et pour finir l'agrément par la FDA a été assorti d'une réserve concernant les patients dépressifs à idées suicidaires.



#### 1 Août 2021

- Autorisation de Mise sur le Marché (AMM) en Europe du Bimekizumab (BIMZX)
- AMM US attendue en oct. 2021

#### 2 Janvier 2022

- Décalage de l'AMM US lié au covid et l'impossibilité de visiter les usines
- AMM au Japon
- AMM US attendue T1 22 puis T2/S1 22

#### 3 Mai 2022

- Complete Response Letter (CRL) de la FDA, le BIMZX n'est pas approuvé en l'état pour les US
- AMM US attendue S1 23 puis T3 23

#### 4 Octobre 2023

- Le BIMZX est finalement approuvé aux US
- Risque évoqué en effet secondaire

## Aurions-nous dû attendre que le médicament soit officiellement approuvé pour intervenir ?

**A priori, la réponse est non.** Nous pensons en effet, sur la base de notre expérience, que pour une rupture aussi forte à occurrence aussi hautement probable et donc prometteuse d'un rendement élevé sur notre horizon d'investissement, une prise/ajustement de position doit se faire au moins six mois voire un an en amont de l'événement.

**A posteriori, la réponse est non également** car nous calculons que notre ligne a généré 1.3 point d'alpha sur la période. A posteriori il est toujours possible d'imaginer des interventions au timing et pondération parfaites encore plus profitables mais cela n'est que de l'investissement-fiction ; c'est un point que nous exprimons clairement dans notre méthode de gestion par : « Il est vain de chercher à investir au plus bas ».

## Enfin, question essentielle dans ce cas précis : quel a été finalement le catalyseur qui a déclenché à partir du 1er décembre le très puissant mouvement de hausse (+90% à ce jour) ?

La nouvelle-catalyseur attendue et publiée le 18 octobre a été très différente de celle initialement envisagée. Certes il y a eu approbation par la FDA mais avec des mises en garde sur certaines catégories de patients. En conséquence, le cours de bourse a été mis sous forte pression (-15%) durant les 7 semaines suivant l'annonce. Dans un tel contexte l'investisseur ayant attendu le catalyseur est-il capable d'acheter ? Selon nous, rien n'est moins sûr. Nous pensons en effet qu'il faut dans un tel moment une conviction fondamentale très forte qui ne peut naître d'un esprit tenant d'une approche attentiste. Une telle conviction aurait d'ailleurs très probablement conduit à la réalisation d'un investissement en amont de la publication de la nouvelle.

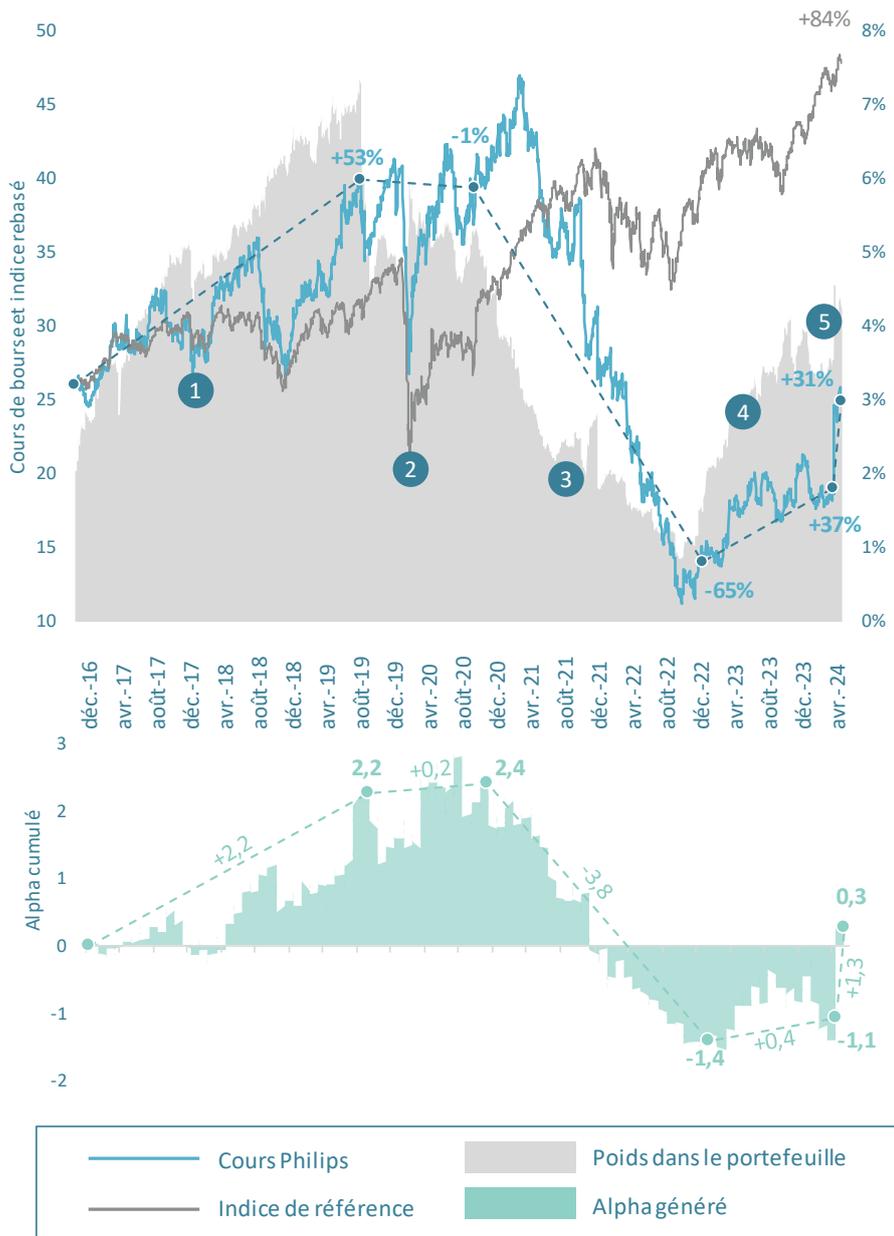
En outre, comme UCB ne communique des données financières qu'à un rythme semestriel et qu'en décembre le recul sur la commercialisation aux Etats-Unis n'était que de quelques semaines, les conditions pour la publication de grandes nouvelles positives et transformantes pouvant agir comme catalyseurs post approbation n'étaient pas réunies. Il s'est plus agi de « petites » nouvelles relatives à l'accueil réservé par les praticiens en tout début de commercialisation. Pour notre part, le fait le plus tangible a été évoqué par UCB le jour de la publication de ses résultats annuels en février. Il s'agissait du % de patients recevant le traitement en 1ère ligne (cf reporting KM de février 2024).

Finalement dans un tel contexte qui nécessite de suivre la société de très près il y a une probabilité non nulle voire même forte pour que l'investisseur attentiste n'ait réussi à franchir le pas de l'investissement.

Dans le cas UCB l'investisseur potentiel n'est, en plus, pas confronté à l'écueil d'une hausse forte et rapide du cours de bourse. On peut dès lors se demander : que ferait-il dans un cas comme Philips ?

## Penchons-nous sur un second exemple concret avec le cas Philips.

Pour rappel l'action a bondi de + de 29% en clôture et de + de 47% au plus haut le jour de l'annonce de la résolution de son litige avec des plaignants aux Etats-Unis concernant des appareils respiratoires. **Est-il envisageable d'investir à +35% ? pour notre part nous avons très légèrement allégé notre position.**



### 1 Recentrage sur le secteur médical

- Un call de transformation à une valorisation très abordable

### 2 Marché complaisant au regard de l'historique

- PHI valorisé comme un pure player Medtech (cf. SHL) malgré un profil moins innovant et un track record plus discutable

### 3 Rappel mondial d'équipement d'apnée du sommeil

- Un coût de près d'1,5 Md€ (réparation/remplacement + accord économique) et dépréciation de 1,3 Md€
- Problèmes d'approvisionnement post Covid => les warning se succèdent

### 4 Baisse du titre mise à contribution

- Nouvelles positives sur l'apnée du sommeil : en appui d'un accord imminent avec la FDA
- Un redressement des fondamentaux sous l'égide du nouveau CEO

### 5 Paiement de 1,1 Md\$ pour régler le litige aux Etats-Unis

## Quelles leçons tirons-nous de ce questionnement ?

- L'idée d'un investissement post catalyseur peut être séduisante sur le papier quand les catalyseurs potentiels tardent à se manifester. Mais à l'épreuve des faits l'acte d'investissement peut vite devenir difficile voire impossible à réaliser :
  - o la hausse du cours de bourse peut vite devenir repoussante,
  - o un catalyseur est souvent une étiquette réductrice. La réalité sous-jacente est bien plus complexe. Ainsi lorsqu'il se manifeste il faut avoir une connaissance fine de la société et de la problématique afin d'interpréter convenablement,
  - o Il faut aussi avoir un avis précis de la valorisation de la société car un catalyseur même plus faible qu'anticipé peut devenir une excellente nouvelle et inversement en fonction de ce qui aura été intégré dans le cours de bourse. Il en découle une « règle » que nous énonçons comme suit : plus la valorisation est sous pression et moins le catalyseur a besoin d'être puissant pour être bénéfique boursièrement, jusqu'à devenir imperceptible pour des yeux non avertis.

- En investissant en amont, les éventuels drawdown, même forts, peuvent être récupérés et l'investissement peut devenir surperformant. Pour cela il faut se donner les moyens d'investir dans la durée en s'appuyant sur une conviction forte qui s'est construite grâce à une connaissance longue, fine et profonde de la société.

- Pour autant ce type d'investissement n'est pas synonyme de buy and hold. Pour preuve nos poids ont fortement bougé en fonction notamment des valorisations et du temps estimé qui nous sépare du catalyseur.

**En fait l'idée d'un investissement post catalyseur n'est envisageable que par des investisseurs loin des dossiers... moins on regarde de près et plus les raisonnements perdent en nuance jusqu'à devenir dangereux... ce principe est applicable à tous les domaines de la vie... C'est tout le contraire de ce que nous prônons chez Kirao : regarder de près pour voir loin ou éloge de la nuance.**

Achévé de rédiger le 3 juin 2024.

*Non destiné à une clientèle non professionnelle : le contenu de ce mail est exclusivement destiné aux investisseurs clients professionnels, institutionnels, qualifiés, tels que définis par les lois et réglementations locales applicables. Sa circulation doit être restreinte en conséquence*

Copyright © 2019 Kirao AM, Tous droits réservés.  
N° D'AGRÉMENT : GP14000015 – N° ORIAS : 15003705. Tél :01.85.73.48.18

Nos coordonnées :

Kirao AM  
86, Rue de Lille  
Paris 75007  
France

