



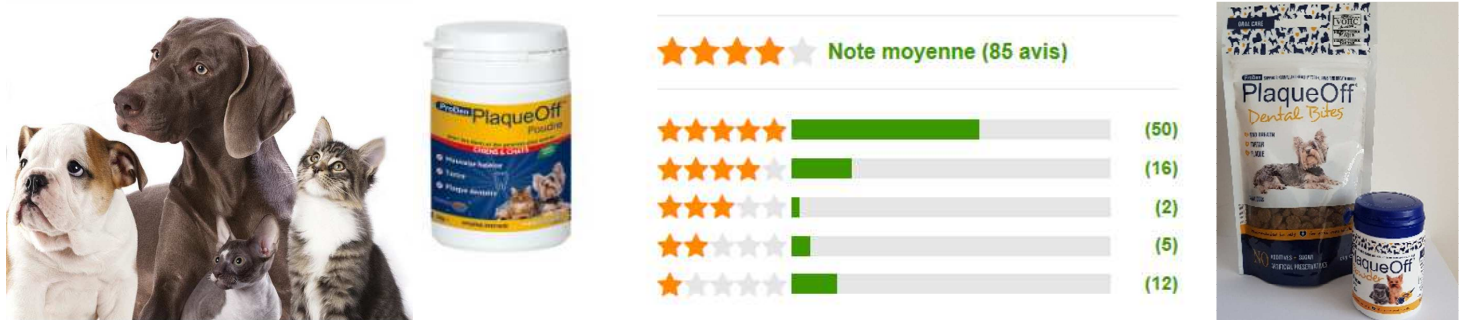
# JOURNAL DE BORD

## CAP SUR... SWEDENCARE

*Recommandation à caractère promotionnel*

Visiter les sociétés dont nous sommes actionnaires, ou susceptibles de l'être, et échanger avec des opérationnels, et pas seulement avec le top management, fait partie intégrante de notre philosophie d'investissement chez Cogefi Gestion. En juin, nous avons passé 2 jours dans le sud de la Suède. Cap, dans ce « Journal de bord », sur Malmö pour une rencontre avec le management de Swedencare.

**Swedencare** est une société suédoise qui développe, produit et commercialise des compléments alimentaires, principalement à destination des animaux. A travers sa marque PlaqueOff, qui représente 80% de son CA, la société vend des produits à base d'ascophyllum nodosum (goémon noir) pour la santé orale des animaux (haleine, tartre et plaque dentaire). Les 2 autres marques du groupe ont été acquises en 2016 : NutriScience (compléments alimentaires pour animaux ciblant d'autres domaines thérapeutiques que la santé orale) et Biodistra (nutraceutique humaine, basée également sur l'ascophyllum nodosum).



Source : Swedencare, Zooplus.fr

### SWEDENCARE EN BREF

- 31 employés (au 31/03/2019)
- CA 2018 de **99 MSEK** en croissance de **+16%**
- Marge opérationnelle 2018 de **29,6%**
- **Håkan Lagerberg**, Directeur Général

### THÈMES ABORDÉS

- **Barrières à l'entrée** et approvisionnement en ascophyllum nodosum
- **Perception de la marque** PlaqueOff auprès des consommateurs
- **Leviers de croissance** : nouveaux pays, nouveaux produits, partenariats...
- **Business model** et fondamentaux du groupe

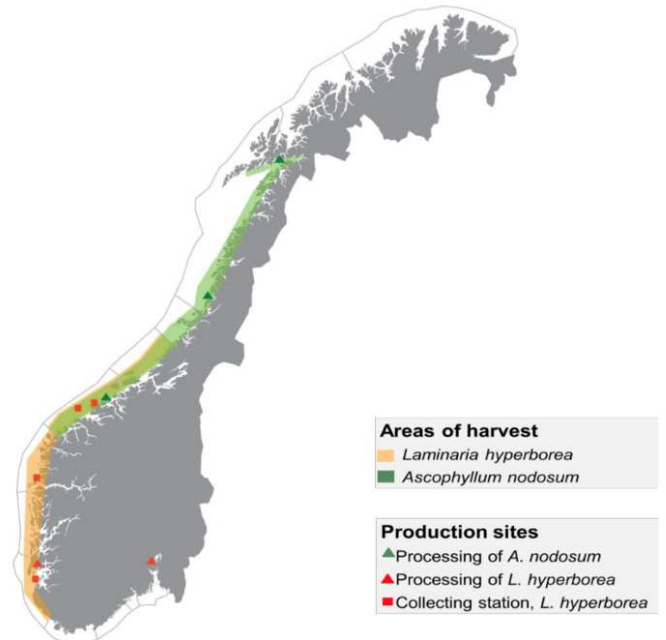
Lors de notre visite du siège de Swedencare, nous avons rencontré Jenny Grafpling (Directrice Financière), Andreas Lysander et Katarina Klein (sales managers). De ces échanges, nous retenons les principaux éléments suivants :

### Le positionnement unique de Swedencare est protégé par de solides barrières à l'entrée.

Alors que l'algue *Ascophyllum Nodosum* (goémon noir) peut se récolter sur plusieurs rivages dans le monde (Atlantique Nord, Mer du Nord voire Australie...), elle tend à se raréfier. Or Swedencare est parvenu à sécuriser son approvisionnement en matière première de première qualité : d'abord, c'est en Norvège que les conditions (température, profondeur, nature du sol marin...) sont les plus adaptées au développement et à la récolte d'une algue de haute qualité (richesse en minéraux et oligo-éléments) ; ensuite, la régulation en Norvège est très stricte et une entreprise, Algea, dispose d'un monopole sur l'exploitation du goémon noir sur 1 200 km de côtes norvégiennes, fruit d'un patient travail – depuis 1937 !... – d'obtention des autorisations de récolter les algues auprès des milliers de propriétaires du littoral maritime norvégien ; enfin, un accord d'exclusivité garantit à Swedencare toute la production de goémon noir d'Algea destiné aux marchés de la santé animale.

En matière de propriété intellectuelle, plusieurs brevets ont été déposés par Swedencare, le principal assurant la protection des produits PlaqueOff jusqu'en 2021. Le risque au-delà de 2021 est toutefois à relativiser : Swedencare vend dans plus de 50 pays et seulement 30 sont protégés aujourd'hui par des brevets ; et la question de l'accès au goémon noir norvégien restera entier pour les concurrents éventuels.

Algea, qui détient le monopole de la récolte de goémon noir norvégien, dispose de 3 sites de traitement en Norvège, Kristiansund, Brønnøysund et Lødingen



Source : Algea, Seaweed Enterprises Australia

### Tous les ingrédients sont réunis pour que la marque PlaqueOff poursuive son succès commercial.



L'efficacité des produits à base d'*Ascophyllum Nodosum* est prouvée dans le domaine des soins oraux et la marque PlaqueOff jouit in fine d'une excellente réputation chez les propriétaires de chiens et chats : il suffit de lire les avis d'utilisateurs sur [zooplus.com](http://zooplus.com) ou [chewy.com](http://chewy.com) pour s'en convaincre ! Sans gros effort marketing jusqu'à présent, le bouche-à-oreille au sein de la communauté des propriétaires de chiens et chats a été, et continue d'être, un puissant vecteur de conquête commerciale.

D'autres éléments contribuent aussi à ce succès auprès des consommateurs : les produits, à base d'algues, sont naturels et les certifications dont ils peuvent se prévaloir sont autant de gages de qualité pour les clients : c'est ainsi que début 2019, le produit-phare de Swedencare, la poudre de la marque PlaqueOff a obtenu le label du VOHC (« Veterinary Oral Health Council ») dont les recommandations en matière de santé orale pour les animaux font désormais référence.

Enfin, il y a également chez Swedencare un sens marketing évident, avec du « story telling » qui ne peut que constituer un argument commercial supplémentaire. La société aime ainsi à rappeler que son fondateur, un dentiste suédois, avait constaté qu'un de ses patients voyait son hygiène buccale s'améliorer significativement à chaque séjour prolongé chez sa mère, qui résidait dans une cité balnéaire espagnole !... après enquête, il avait découvert que les salades locales y étaient traditionnellement agrémentées de... goémon noir ! Ainsi était née son idée d'utiliser l'*Ascophyllum Nodosum* pour les soins bucco-dentaires (en santé humaine dans un premier temps).

Source : Swedencare

## L'histoire de croissance n'en est qu'à ses débuts !

Nous identifions de multiples vecteurs de croissance pour Swedencare :

- Dynamique du marché : les compléments alimentaires pour animaux domestiques pèsent environ 3,5 MM€ pour les zones Europe et Amériques du Nord, en progression attendue d'environ +10% par an ces prochaines années. Le phénomène d'« humanisation » des animaux de compagnie constitue notamment un facteur de soutien aux dépenses qui leur sont allouées. Et en Chine, seuls 4% des foyers ont aujourd'hui un chien ;
- Progression du taux de pénétration des produits Swedencare : les 1,6 M de pots PlaqueOff en poudre vendus en 2018 ont concerné environ 0,5 M de chiens et chats, contre une population mondiale estimée à environ 500 M pour ces 2 espèces d'animaux, soit un taux de pénétration d'environ 0,1% seulement ;
- Expansion du portefeuille de produits : la famille de produits la plus récente, Dental Bones, lancée en 2017, s'est par exemple agrandie début 2019 avec le lancement d'un nouveau format ciblant spécifiquement les petits chiens. La marque PlaqueOff est encore loin selon nous d'avoir épuisé toutes ses déclinaisons possibles ;
- Expansion géographique : sur les 4 marchés que sont les USA, le UK et l'Irlande, la Suède et la France, Swedencare distribue directement ses produits ; ailleurs, elle passe par des distributeurs. Plusieurs marchés à gros potentiel constituent aujourd'hui une priorité stratégique, notamment les US (démarrage d'une production locale en 2018), l'Espagne (rupture du contrat avec un de leurs 2 distributeurs et mise en place de leur propre filiale en début d'année), le Brésil (extension du réseau de distribution) et la Chine (efforts soutenus en marketing et promotion de la marque) ;
- « Ingredient branding » via des partenariats avec les fabricants d'aliments pour animaux : après Musti Group en 2017 et Canagan en 2018, Swedencare a fait de cet axe de croissance une priorité stratégique. Sur le modèle du « Intel inside », Swedencare fournit la poudre PlaqueOff aux fabricants qui l'intègrent à leur recette et affichent le logo « PlaqueOff » sur le paquet, avec à la clé un accès au marché démultiplié et un marketing quasi-gratuit ;
- « Cross selling » avec NutriScience : avec cette acquisition en 2016, Swedencare a étoffé son portefeuille produits de plusieurs gammes de compléments alimentaires, ciblant d'autres affections (nervosité, douleurs articulaires...) ; or à ce jour, ce potentiel évident de cross selling a été peu utilisé.



Source : Swedencare

## La société affiche un business model « asset light » et des fondamentaux de qualité exceptionnelle

Rappelons que le marché des compléments alimentaires, qu'ils soient à destination des humains ou des animaux, est particulièrement attractif : à mi-chemin entre les produits alimentaires et les médicaments, il bénéficie d'un positionnement haut de gamme et à valeur ajoutée mais sans être astreint aux mêmes contraintes en matière de développement clinique et de réglementation que les produits pharmaceutiques ; à condition d'avoir une offre vraiment différenciante, le pricing power et in fine la rentabilité peuvent donc être très élevés. C'est le cas de Swedencare, dont l'efficacité des produits est reconnue et qui par ailleurs bénéficie de fortes barrières à l'entrée en matière d'approvisionnement. In fine, la société affiche une marge sur coûts matière élevée, supérieure à 74%.

Le levier opérationnel est par ailleurs loin d'être épuisé. Après l'acquisition de la société irlandaise NutriScience fin 2016, c'est tout le bâtiment de production qui a été racheté (à des conditions financières très avantageuses) et rénové fin 2018 pour tripler la capacité de production : la hausse des volumes permettra d'amortir progressivement cette base de coûts fixes. Ensuite, le développement de l'activité « ingredient branding » à destination des fabricants d'alimentation animale, constitue aussi vecteur de soutien à la rentabilité, compte tenu des économies induites en matière de coûts marketing.

In fine, le groupe a affiché sur 2018 une marge opérationnelle de 30%, une génération de FCF à 13% du CA et une situation de cash net : ces fondamentaux sont d'autant plus remarquables que la société est encore très jeune.





## CONCLUSION / NOTRE CONVICTION

**Swedencare**, valeur encore largement méconnue, est une très belle découverte. Approvisionnement en matière première largement sécurisé, belle image de marque, potentiel de marché immense et business model fortement créateur de valeur : la société nous paraît idéalement positionnée pour afficher une très solide dynamique de croissance rentable au cours des prochaines années. Les quelques risques potentiels que nous pouvons identifier sur le dossier, largement inhérents à la taille – encore modeste – de la société (tensions sur la supply chain compte tenu du rythme de croissance, tracasseries réglementaires sur l'enregistrement de nouveaux produits, mauvais choix de distributeurs externes...), ne nous semblent pas suffisants pour pouvoir enrayer durablement son momentum commercial. La valorisation actuelle (PEG 2019 de 1x) reste très raisonnable pour un profil d'une telle qualité. Une position en Swedencare a été initiée dans Cogefi Prospective et dans Cogefi Chrysalide.



## NOUS CONTACTER

**Benjamin ROUSSEAU** | *Gérant*  
[b.rousseau@cogefi.fr](mailto:b.rousseau@cogefi.fr)



**Rémy STAUBLE** | *Analyste*  
[r.stauble@cogefi.fr](mailto:r.stauble@cogefi.fr)

Le *JOURNAL DE BORD MID & SMALL CAPS*, c'est aussi :

JUIN 2019 – **CAP SUR... QIAGEN**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

AVRIL 2019 – **CAP SUR... GB GROUP ET NCC GROUP**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

FEVRIER 2019 – **CAP SUR... RATIONAL**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

OCTOBRE 2018 – **CAP SUR... RAYSEARCH**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

JUILLET 2018 – **CAP SUR... DEVOTEAM**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

**AVERTISSEMENT** : La recommandation d'investissement n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. Ce document n'a pas vocation à être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier. Les références à des valeurs mobilières spécifiques et à leurs émetteurs répondent uniquement à un but d'illustration et ne doivent pas être interprétées comme des conseils d'achat ou de vente de ces valeurs. COGEFI Gestion n'est pas soumis à une interdiction d'effectuer des transactions sur les instruments financiers concernés avant ou durant la diffusion de cette publication.



**COGEFI**  
Gestion

11 rue Auber – 75009 Paris

[www.cogefi.fr](http://www.cogefi.fr) – [contact@cogefi.fr](mailto:contact@cogefi.fr)

01 40 06 02 22

Agrément AMF GP97090 du 25/09/1997 ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org))

[www.cogefi.fr](http://www.cogefi.fr) | Juillet 2019



**COGEFI**  
Gestion

4/4