



PLACEMENT **SANTÉ**

# **INTRODUCTION EN BOURSE**

PAR VOIE D'OFFRE PUBLIQUE DE VENTE



# ANALYSE **FINANCIÈRE**

# ANALYSE FINANCIERE

## MODALITES

### DE L'OFFRE

Cette Offre Publique de Vente porte sur 30% du capital de la société, soit 3 000 320 actions.

Prix de l'offre :..... 2,550DT par action

Période de validité de l'offre :..... 05 Juin au 13 Juin 2007 inclus

Jouissance en actions :..... 1<sup>er</sup> Janvier 2006

## MOTIVATIONS

### DE L'OFFRE

La société ADWYA considère que la Bourse est le moyen le plus adapté à accompagner ses perspectives de croissance en lui permettant de :

- Accéder ultérieurement à une source de financement importante qui permettra de financer les investissements nécessaires au développement et à la croissance de l'entreprise et qui remplacerait le recours à l'endettement;
- Asseoir la notoriété de la société, mieux la faire connaître au large public et accroître sa crédibilité auprès des salariés, clients, fournisseurs, concurrents ainsi qu'auprès des bailleurs de fonds ;
- Accroître l'attrait aux compétences de l'entreprise et favoriser une gestion plus performante ;
- Disposer des instruments nécessaires pour saisir les opportunités de concentration le cas échéant ;
- Et bénéficier de l'avantage fiscal, soit la réduction du taux d'imposition de 30% à 20% durant les cinq exercices suivant son introduction en bourse.

# 1. LE MARCHE TUNISIEN

## DE L'INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE

Le secteur de la santé a toujours bénéficié d'une attention particulière de la part des pouvoirs publics tunisiens. En effet, le budget qui lui est alloué représente 7,6% du budget de l'Etat tunisien et 1,8% du PIB (soit le deuxième secteur après l'éducation). En 2005, près de 680 Millions de dinars ont été attribués à la santé contre 238 Millions en 1990. L'industrie pharmaceutique constitue un maillon essentiel et incontournable de cette politique et reflète à cet effet les améliorations enregistrées des indicateurs de développement humain (allongement de l'espérance de vie, amélioration du pouvoir d'achat des citoyens, maîtrise de la croissance démographique). Selon l'Organisation Mondiale de la Santé, les dépenses en médicaments, en Tunisie, ont été multipliées par 2,3 fois depuis 1996 jusqu'en 2006.

L'industrie pharmaceutique en Tunisie est une industrie relativement jeune. A la fin des années 80, la production pharmaceutique nationale n'a été assurée que par trois industriels : la SIPHAT (filiale de la Pharmacie Centrale de Tunisie), l'Institut Pasteur de Tunis et la SOVETEX (Société privée de médicaments vétérinaires). Dès le début des années 1990, plusieurs mesures d'encouragement d'ordre fiscal, commercial et réglementaire ont été adoptées à l'égard du secteur pharmaceutique en Tunisie. Ceci a permis à certains opérateurs privés de créer des unités pharmaceutiques et aussi à cinq grands groupes mondiaux de s'implanter en Tunisie. Il s'agit de Sanofi-Aventis, Pierre Fabre, Pfizer, BMS-UPSA et Baxter. Aujourd'hui, l'industrie pharmaceutique tunisienne est constituée de 27 entreprises dont 3 sont des producteurs de médicaments vétérinaires. Les médicaments produits localement sont ou bien des génériques (46%) ou des produits sous licence (54%). En 2005, la valeur de la production a été estimée à 161 millions de dinars avec une évolution annuelle moyenne de 6%. Cette production est destinée principalement à la consommation locale et couvre environ 50% des besoins nationaux. Les exportations restent très minimes et ne dépassent pas en moyenne 5 à 7% de la production locale. La taille réduite des laboratoires tunisiens et leur manque de compétitivité sont parmi les éléments qui freinent l'exportation tunisienne de médicaments. De plus, le cadre réglementaire et commercial d'exportation des médicaments est très contraignant et onéreux (Nécessité de l'obtention des « Autorisations de Mise sur le Marché »).

La Pharmacie Centrale de Tunisie joue un rôle prépondérant dans cette industrie. C'est l'opérateur et le régulateur principal : Les importations restent l'apanage de la « PCT » qui détient un quasi-monopôle d'importation de près de 50% de la consommation nationale. L'approvisionnement en médicaments, sur le marché local, est assuré aussi bien par la Pharmacie Centrale de Tunisie que par des grossistes répartiteurs et par les pharmacies de détail pour le secteur privé. Les 12 succursales de la PCT réparties sur le territoire national procèdent à l'approvisionnement des hôpitaux publics régionaux, les établissements publics de santé, les grossistes répartiteurs (environ au nombre de 50) et les officines. Ces dernières sont approvisionnées à 90% par les grossistes répartiteurs.

En ce qui concerne le système de tarification des médicaments en Tunisie, il reste tout de même en faveur de la production locale. Les prix des médicaments semblent être relativement bien contrôlés par les institutions publiques qui tendent à maîtriser leur renchérissement. Cependant, l'accessibilité financière reste un sujet de préoccupation pour les responsables sanitaires, en particulier dans le cadre de sa distribution en officine qui représente tout de même 60% des dépenses pharmaceutiques globales. Ainsi, la réforme de la sécurité sociale pourrait apporter une réponse adéquate à ce problème.

Il est à noter que les perspectives de croissance de l'industrie pharmaceutique en Tunisie sont positives avec une croissance de la consommation attendue dans les prochaines années suite à l'amélioration des indicateurs de santé et de vie des tunisiens.

Cependant, un développement d'envergure de l'industrie pharmaceutique pour la seule consommation locale est non envisageable. Certaines entreprises se tournent actuellement vers l'exportation, surtout celles qui n'utilisent pas la totalité de leurs capacités de production.

Un volet d'exportation des médicaments génériques existe vers les autres pays du Maghreb, notamment la Libye et l'Algérie, mais aussi l'Afrique subsaharienne francophone, ainsi que l'Irak et l'Arabie Saoudite qui leurs assureront une percée dans la région du Golfe.

De plus, la réforme qu'enregistrera le système d'assurance maladie en Tunisie opéra pour une rationalisation des dépenses de santé ce qui jouera en faveur de l'industrie pharmaceutique locale et des médicaments génériques en particulier. Ainsi, la nouvelle réforme préconise qu'à même indication thérapeutique de deux médicaments, elle remboursera l'assuré sur la base du médicament le moins cher. Et comme les médicaments locaux notamment les génériques, sont généralement moins chers que ceux importés (pour les mêmes indications thérapeutiques), il y aurait plus recours à ces médicaments par les prescripteurs (médecins) pour le bien être financier des consommateurs (patients).

En tout état de cause, pour les industriels pharmaceutiques tunisiens, il y a des parts de marché à conquérir aussi bien sur le local que sur l'export. L'effet de taille devient ici un argument majeur et peut ou non se conjuguer à une recrudescence des mouvements de consolidation, à l'instar des laboratoires multinationaux.

## 2. LES LABORATOIRES ADWYA

### • PRÉSENTATION

La société ADWYA est une société de production et d'exploitation de produits pharmaceutiques à usage humain et vétérinaire. Elle a été créée par la famille EL MATERI en 1983 pour un capital initial de 100 mille dinars qui a atteint en 2005 les 10 millions de dinars.

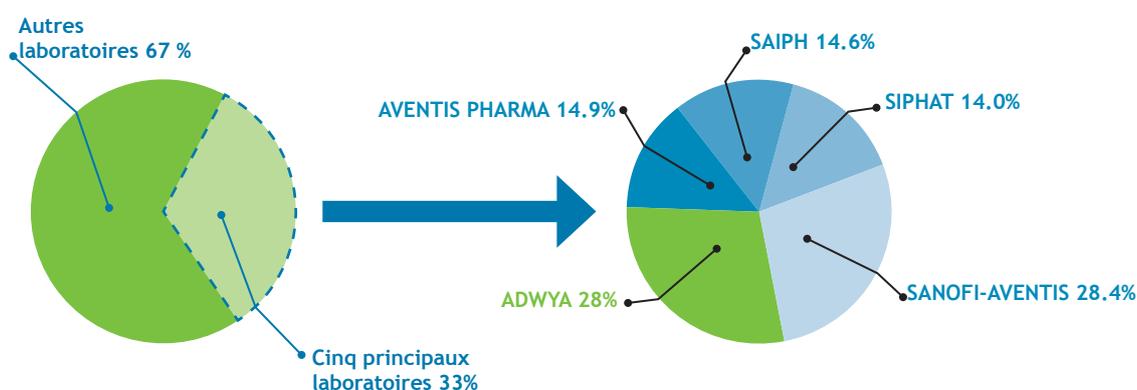
#### Répartition de l'actionnariat avant l'offre

	Nombre d'actions	Montant en DT	% du capital
Famille Tahar EL MATERI	5 385 480	5 385 480	53,9%
Famille Moncef EL MATERI	4 454 840	4 454 840	44,5%
Autres actionnaires	159 680	159 680	1,6%
Total	10 000 000	10 000 000	100,0%

La société ADWYA est entrée en exploitation en 1989. Elle opère dans un des secteurs les plus règlementés et les plus contrôlés en Tunisie. En effet, avec la mise en place par les autorités de tutelle de structure administratives de gestion, d'analyse et de contrôle des produits pharmaceutiques et des médicaments, l'environnement de contrôle de l'activité de la société ne fût que renforcé, exigeant de cette dernière d'entretenir un niveau élevé de qualité. Cette qualité est d'ailleurs constamment contrôlée à travers des missions d'audit qualité effectuées par les bailleurs de licences.

La société ADWYA, l'une des plus anciennes sociétés implantées en Tunisie, dispose d'une grande expérience dans le secteur de l'industrie pharmaceutique et d'un savoir faire appréciable acquis de part sa collaboration avec les laboratoires pharmaceutiques de renommée avec lesquels elle a signé des contrats de licences. Ce savoir faire, expertise et compétence lui ont valu la deuxième importante part de marché au niveau local (sur les ventes officinales). Notons que le marché des médicaments en Tunisie est un marché morcelé, et de ce fait, aucune firme ne dispose d'une position dominante.

#### Part de marché officine des principaux laboratoires



Source: Les statistiques fournies par le GERS (Rapport du troisième trimestre)

## • ACTIVITÉ

La société ADWYA opère sur trois types d'activité : sous licence, générique et façonnage.

### • L'activité sous-licence :

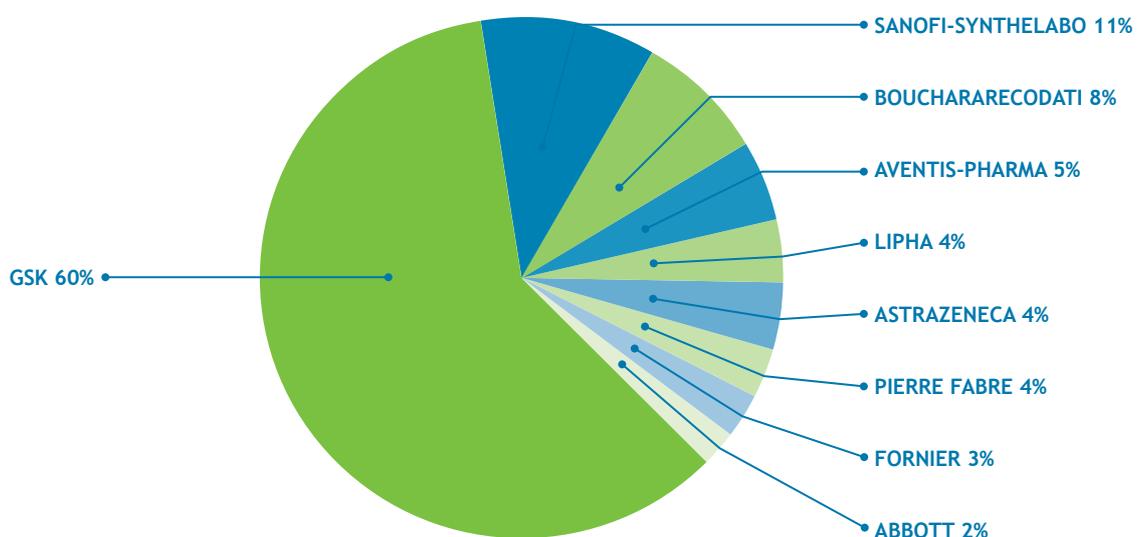
C'est l'activité de départ de ADWYA en 1989 et elle reste jusqu'à aujourd'hui l'activité principale en terme de chiffre d'affaires. Depuis sa création, ADWYA a su développer des partenariats avec des laboratoires mondiaux de référence (le laboratoire Glaxo Smithkline, Aventis et Sanofi actuellement Sanofi/Aventis). La société a ainsi bénéficié de la recherche et développement, de la capacité d'innovation et du savoir faire technologique de ces laboratoires. Dès lors que ADWYA conclut un contrat de fabrication sous licence avec un commettant, ce dernier l'accompagne durant toute la phase d'investissement et mise en place du process, en passant par la formation du personnel à l'outil et aux procédures.

Néanmoins, cette activité présente certaines contraintes dont notamment :

- L'exploitation des produits est le plus souvent limitée à la Tunisie ;
- L'obligation d'acheter la matière active (matières premières) auprès du bailleur des licences ce qui limite la marge sur le produit ;
- Le contrat de licence a une durée et peut, pour une raison ou une autre, être dénoncé par le bailleur de licences qui pourra choisir un autre laboratoire ou décidera d'implanter sa propre usine.

La société ADWYA réalise avec le laboratoire Glaxo Smithkline un chiffre d'affaires de 17,356 MDT soit plus de 60% des ventes en sous licence. Le reste des ventes en sous licence sont réparties entre différents autres laboratoires;

### Répartition des ventes sous-licence en 2006 par laboratoires



La quantité de produits sous licence vendue au courant de l'exercice 2005 a atteint 7,6 millions d'unités. Elle est passée à 7,8 millions d'unités à la fin de l'exercice 2006.

- L'activité générique :

En 2003, la société ADWYA a lancé sa propre gamme de médicaments «génériques» (appelée gamme ADWYA). Cette activité a pour principaux objectifs de :

- Minimiser la dépendance vis-à-vis des bailleurs de licences et donc assurer une certaine pérennité à la société ;
- Assurer une meilleure rentabilité puisque la marge d'un générique est en général supérieure à celle d'un produit sous licence ;
- Se comporter en vrai laboratoire pharmaceutique avec une activité de développement galénique et de mise au point de produits et une activité de promotion médicale ;
- Exporter sa gamme vers d'autres marchés porteurs comme l'Algérie ou la Libye.

La quantité de produits génériques vendue au courant de l'exercice 2005 a atteint 0,4 millions d'unités. Elle est passée à 0,6 millions d'unités à la fin de l'exercice 2006.

- L'activité « façonnage » :

Cette activité a démarré en 2001 avec Aventis. Un deuxième contrat de façonnage a été signé avec Sanofi en 2003. C'est une activité qui n'est pas stratégique pour ADWYA qui a besoin de capacité pour développer sa propre gamme de produits. En effet, elle ne représente que 3,14% du chiffre d'affaires total de la société en 2006 mais elle lui permet par ailleurs d'amortir son outil industriel.

La quantité de produits en façonnage vendue est restée stable à 2,7 Millions d'unités en 2005 et 2006.

- **STRUCTURE FINANCIÈRE**

La société ADWYA dispose d'une structure financière saine avec des capitaux propres en progression d'une année à l'autre et un endettement net en repli.

En MDT	2004	2005	2006
Capitaux propres	11,61	12,37	13,57
Endettement Net	3,84	2,42	-0,36
<b>Capitaux investis</b>	<b>15,45</b>	<b>14,80</b>	<b>13,21</b>
Immobilisation nettes	9,56	9,11	8,48
Besoins en fond de roulement	5,89	5,69	4,73
<b>Capitaux employés</b>	<b>15,45</b>	<b>14,80</b>	<b>13,21</b>

Sur le plan des emplois, le cycle d'exploitation est bien maîtrisé avec un Besoin en Fonds de Roulement en baisse sur les trois derniers exercices se situant au dessous de 5 MDTN en 2006 malgré l'obligation pour la société de disposer en permanence d'un stock stratégique de produits finis correspondant à trois mois de consommation. Pour ce qui est de l'investissement, les principaux projets sont réalisés depuis l'entrée en activité de l'entreprise. Néanmoins,

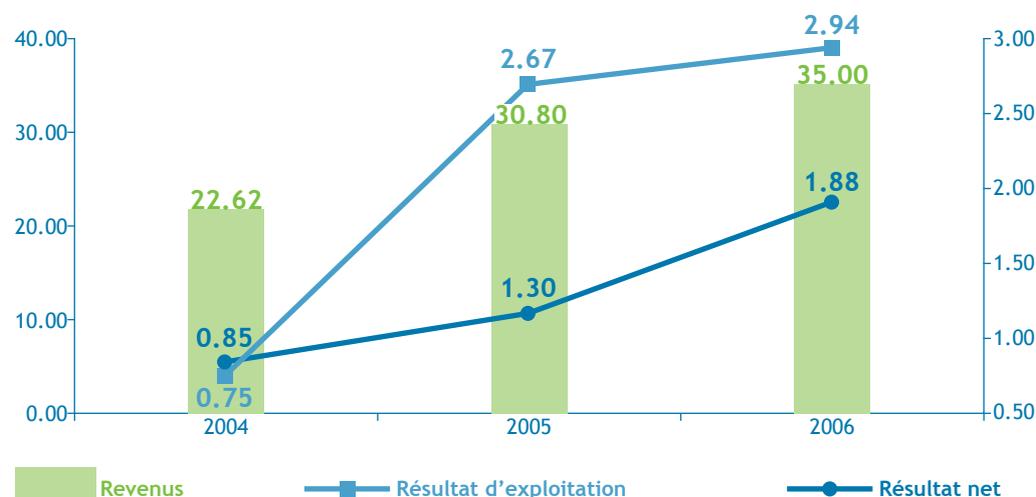
la société alloue une enveloppe annuelle pour la réalisation d'investissements aussi bien matériels (essentiellement en matériel industriel et agencement), qu'immatériels (achats de brevets), visant à rénover et renforcer ses acquis patrimoniaux.

	2004	2005	2006
<b>Ratios de structure</b>			
Actifs non courants/total bilan	33,98%	32,40%	32,27%
Stocks/total bilan	42,40%	46,19%	43,15%
Actifs courants/total bilan	66,02%	67,60%	67,73%
Capitaux propres/total bilan	41,25%	44,03%	51,63%
Passifs non courants/total bilan	9,46%	7,94%	6,60%
Passifs courants/total bilan	49,28%	48,03%	41,78%
<b>Ratios de gestion</b>			
Charges de personnel/Chiffre d'affaires	15,53%	11,84%	11,60%
Résultat d'exploitation/ Chiffre d'affaires	3,61%	8,67%	11,25%
<b>Ratios de liquidité</b>			
Actifs courants/passifs courants	81,34%	84,72%	88,67%
<b>Ratios de rentabilité</b>			
Résultat net/Capitaux propres avant résultat	7,90%	11,75%	16,05%
Marge brut/total production	37,22%	41,21%	44,36%
Résultat net/chiffres d'affaires	4,07%	4,23%	5,36%

## • PERFORMANCES EN 2006

Courant l'exercice 2006, la société ADWYA a réalisé un chiffre d'affaires de plus de 35 millions de dinars, en progression de 13,6% par rapport à 2005. Cette croissance est imputée essentiellement à la croissance des produits de la gamme ADWYA dont les ventes ont atteint les 5,033 millions de dinars en 2006 (contre 2,483 millions en 2005). Le résultat net de 2006 a été de 1,877 millions de dinars contre 1,302 millions de dinars une année auparavant, soit une progression de 44%.

### Activité de la société durant 2004, 2005 et 2006 (En MDTN)



La croissance des ventes des produits sous licences a été de 7% à 28,270 millions de dinars. Néanmoins, deux baisses ont été enregistrées en 2006 :

- Les exportations ont chuté de plus de 66% à 0,131 MDT ;
- Le façonnage a été ramené à 1,083 millions de dinars contre 1257 mille dinars en 2005, soit une régression de 14%.

En MDT	2004	En % CA	2005	En % CA	2006	En % CA
Sous licence	19,72	87%	26,43	86%	28,27	81%
Gamma ADWYA	0,96	4%	2,48	8%	5,03	14%
Exportations	0,20	1%	0,39	1%	0,13	0%
Façonnage	1,35	6%	1,26	4%	1,08	3%
Vente échantillons	0,39	2%	0,24	1%	0,48	1%

## • STRATÉGIE DE DÉVELOPPEMENT

Consciente des contraintes du marché, la société ADWYA s'est vue adopter, ces dernières années, une politique stratégique visant à concilier, d'une part les exigences du secteur, et d'autre part sa rentabilité économique et financière, et ce, à travers le développement de l'activité des génériques aussi bien sur le plan local que sur le marché export. Toutefois, il convient de signaler que le marché à l'export demeure très volatile et dépend de plusieurs paramètres exogènes et indépendants de la compétitivité de l'industrie locale (difficultés de pénétration et d'obtention d'accréditation, transparence des appels d'offres, etc...).

Ainsi, et compte tenu de l'évolution de l'environnement externe (Caisse Nationale d'Assurances Maladie, principe de Substitution), et des contraintes imposées par ses partenaires, ADWYA s'est fixée les axes stratégiques suivants:

- Développer sa propre gamme de produits : la société vise à profiter de la substitution lorsque le princeps c'est-à-dire le médicament de référence d'une marque, n'a pas ou a peu de génériques sur le marché et que son prix est assez élevé. L'objectif est d'atteindre une part des génériques de 35% de son chiffre d'affaires en 2011 (contre 14% en 2006) ;

- Développer ses ventes à l'export : l'objectif étant d'exporter 20% des ventes de la gamme ADWYA à partir de 2010. En effet, ADWYA est entrain d'amorcer son développement à l'international. Avec l'ouverture du marché libyen aux importateurs/distributeurs privés, ADWYA a pu réaliser quelques opérations sur la Libye qui ont atteint en 2005 : 376 mille dinars sans aucune action promotionnelle.

De plus, et dans sa stratégie future, ADWYA cible les pays du Maghreb, les pays de l'Afrique de l'Ouest et le Yémen et l'Irak (quand cela sera possible). Durant 2005 et 2006, des missions de prospection ont été effectuées en Libye, Algérie, Maroc, Côte d'Ivoire, Sénégal et Mali.

- Obtenir l'accréditation de ADWYA par des organismes publics européens en vue d'exporter sur l'Europe ou de façonner des produits pour le compte de laboratoires européens.

### 3. VALORISATION DE LA SOCIETE ADWYA

Le prix de l'action ADWYA a été fixé dans le cadre de la présente offre à 2,550 dinars. L'évaluation de l'action ADWYA a été effectuée sur la base des états financiers certifiés au 31/12/2006 et sur la base d'un business plan de la période allant de 2007 à 2011.

- **EXPLOITATION PRÉVISIONNELLE 2007-2011**

Sur la période de prévision, il y aurait une compensation progressive des produits sous licence par les produits de la gamme ADWYA dont le poids dans le chiffre d'affaires passera de 17,82% en 2007 à 35,38% en 2011.

En MDT	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P
Chiffres d'affaires	36,76	38,31	40,38	43,76	46,77
Sous-licence	28,93	26,90	25,89	25,74	26,72
ADWYA	6,55	9,23	11,99	15,01	16,55
Façonnage	0,77	0,18	0,00	0,00	0,00
Export	0,50	2,00	2,50	3,00	3,50
Résultat d'exploitation	5,06	5,86	6,68	7,97	8,90
Résultat Net	3,48	4,19	4,87	5,91	6,69

P: Prévisionnel

Par ailleurs, nous notons aussi que les prévisions des ventes des médicaments sous licence avec le principal commettant GlaxoSmithKline sur la période 2007-2011 sont déjà signés et vont continuer à produire effets jusqu'à 2013 ce qui garantit une certaine stabilité des revenus à la société.

- **CHOIX DU TAUX D'ACTUALISATION**

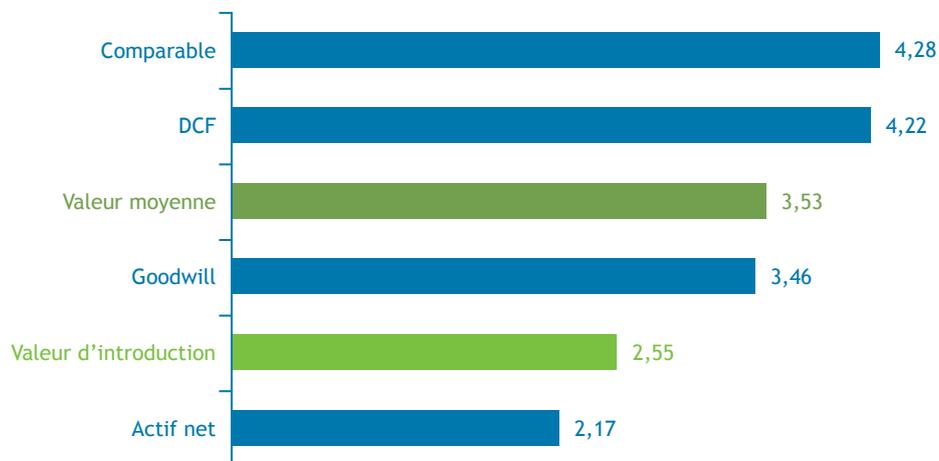
Le taux d'actualisation est calculé par le recours à l'approche du coût moyen pondéré du capital (WACC ou CMPC). En effet, pour un actif qui aurait été financé en partie par des fonds propres et de la dette, le coût global du capital (coût des capitaux engagés) sera un coût moyen pondéré du coût des fonds propres et du coût de la dette (net d'impôt), en fonction du poids respectif de chaque type de financement. Le taux d'actualisation correspond en fait au rendement exigé par un actionnaire pour l'investissement dans la société en tenant compte des risques qui lui sont inhérents. Sur la base d'un bêta endetté de 1,2 et un coût du capital de 12,7%, le taux d'actualisation dégagé est de 11,1%.

## • CHOIX DES MÉTHODES D'ÉVALUATION

L'évaluation de ADWYA au 31/12/2006 est fondée sur les méthodes usuellement retenues pour l'évaluation des sociétés, en l'occurrence :

- La méthode de l'actif net comptable corrigé
- La méthode de la rente du Goodwill
- La méthode d'actualisations des cash- flows futurs
- La méthode des multiples

### Synthèse des méthodes d'évaluation



## • PRIX PROPOSÉ

Le prix proposé est de 2,550 Dinars par action, soit une décote de 27,8% par rapport à la valeur moyenne de l'évaluation. La valeur globale de la société est de 25,5 millions de dinars, soit :

- 2,55 fois le capital actuel de la société ;
- Un PER de 13,56 fois les bénéfices de 2006 et de 7,32 fois les bénéfices estimés de 2007.



fm.com

Intermédiaire en Bourse chargé de l'opération



GREEN CENTER- BLOC C 2ième étage,  
Rue du Lac constance - Les Berges du Lac  
Tél : 71 96 41 02 / Fax : 71 96 09 59  
E-mail : macsa@gnet.tn / [www.macsa.com.tn](http://www.macsa.com.tn)



Route de la Masra km 14 . BP 658  
2070 La Marsa Tunisie  
Tél.: (+216) 71 778 555  
Fax: (+216) 71 778 500  
E-mail : [adwya@adwya.com.tn](mailto:adwya@adwya.com.tn)  
[www.adwya.com.tn](http://www.adwya.com.tn)