

Compte de résultat

En mDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	84 647	95 337	108 179	105 638	116 682	127 616
<i>Progression</i>	-	13%	13%	-2%	10%	9%
Marge brute	32 249	37 210	40 128	35 766	42 006	47 218
<i>Progression</i>	-	15%	8%	-11%	17%	12%
Taux de marge brute	38%	39%	37%	34%	36%	37%
EBITDA	11 430	15 051	15 721	10 182	14 121	18 286
<i>Progression</i>	-	32%	4%	-35%	39%	29%
Marge d'EBITDA	14%	16%	15%	10%	12%	14%
Résultat net retraité*	3 061	4 914	3 123	1 548	3 362	5 217
<i>Progression</i>	-	61%	-36%	-50%	117%	55%
Marge nette retraitée*	4%	5%	3%	1%	3%	4%

Retraité des éléments exceptionnels comme la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat (constatée en 2016).

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

♦ Dans la continuité des dernières années, les résultats de 2019 ont été décevants: une croissance qui fait défaut, des marges sous pression et un endettement qui augmente année après année.

♦ Suivant les pas de ses prédécesseurs, la nouvelle équipe managériale qui a pris les rênes de la société en août 2018, promet le changement: rationaliser le portefeuille des produits, pénétrer le segment des produits ophtalmologiques et respiratoires, mettre le cap sur l'export et accélérer le virage vers les produits génériques.

♦ Le nouveau business plan publié en marge de l'AGO nous semble optimiste. Les chiffres dévoilés sous-estiment, à notre avis, les défis auxquels doit faire face la société: une vulnérabilité au risque de change et une concurrence âpre sur le segment des collyres et des injectables tant sur le marché local qu'à l'export.

♦ Acteur majeur du marché officinal en Tunisie, majoritairement actif dans le domaine des médicaments sous licence, Adwya a vécu depuis la confiscation de la participation de son cofondateur Moncef El Materi par El Karama Holding un long épisode d'instabilité managériale et d'agitation sociale. El Karama Holding promet, une nouvelle fois, de relancer le processus de privatisation dans les prochains mois; voie de salut unique pour la société.

♦ Depuis le déclenchement de la crise du COVID-19, la société a profité de la fuite vers les valeurs défensives sur le marché actions. Nonobstant sa valorisation élevée, nous recommandons de conserver le titre pour profiter des effets d'entraînement en bourse que susciterait la mise en vente de la part d'El Karama Holding.

Prix : 2,900 Dt

Conserver

Actionnariat

M. Tahar EL MATERI:	39,9%
Etat Tunisien*:	35,5%
Fottant:	24,6%

Capitalisation boursière: 62MDt

Ratios boursiers**:

PER 2020e: 18,6x

P/B 2019: 1,6x

Yield 2019: 0%

EV/EBITDA 2020e: 9,0x

ROE 2019: 4,7%

Performance 2020: +14,2%

* Participation de Moncef El MATERI confisquée par El Karama Holding en 2011

** Données au 25/06/2020

« Adwya a vécu depuis la Révolution au rythme de l'instabilité managériale et de l'agitation sociale. La mise en vente de la part d'El Karama Holding est la voie de salut unique pour la société »

I- Présentation de la société Adwya

▪ Créée en 1983, Adwya est une société pharmaceutique. Avec une part de marché de 3%, la société est classée dixième sur le marché tunisien des médicaments à fin 2019. Adwya opère dans trois activités:

- **L'activité sous-licence:** Activité historique initiée en 1989, elle représente la part prépondérante du chiffre d'affaires (57%). Elle consiste à produire et vendre des médicaments qui sont développés par des partenaires étrangers à l'instar de GlaxoSmithKline et Sanofi Aventis,

- **L'activité générique:** Lancée en 2003, cette activité fait figure d'un relais de croissance et de rentabilité. Il s'agit de la production et la commercialisation de médicaments sous la propre marque d'Adwya, des médicaments équivalents à ceux d'une marque internationale mais dont la molécule est tombée dans le domaine public. Cette activité représente 38% du chiffre d'affaires en 2019. Elle dégagne plus de marge que l'activité sous licence,

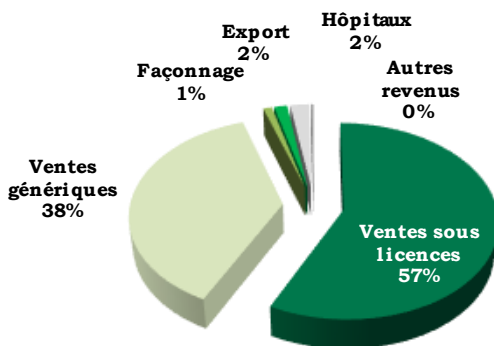
- **L'activité façonnage:** Créé en 2001 à l'initiative du partenaire Aventis, le façonnage consiste dans l'emballage de produits fabriqués. Cette activité est minime (1% du chiffre d'affaires), et ne présente pas de caractère stratégique.

▪ Les produits fabriqués par Adwya sont essentiellement destinés au marché officinal (les pharmacies). Les ventes aux hôpitaux ne représentent que 2% du chiffre d'affaires en 2019.

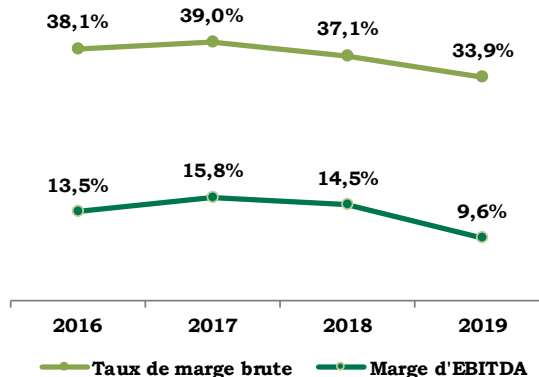
▪ Géographiquement parlant, la société vend exclusivement ses produits sur le marché local. Le marché export ne représente qu'une part marginale (2% des revenus en 2019).

« Adwya est un acteur officinal opérant essentiellement dans le secteur des produits sous-licence et sur le marché local »

Structure du chiffre d'affaires en 2019



Evolution des marges



▪ Depuis la confiscation par l'État des parts (34 % du capital) de Moncef EL MATERI, cofondateur de l'entreprise, en raison de ses rapports avec le président déchu BEN ALI, Adwya a connu un long épisode d'instabilité managériale et d'agitation sociale qui a pesé sur ses performances financières.

II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2019

▪ Les ventes d'Adwya ont fait grise mine en 2019 (-2% à 105,6MDt) après une année 2018 porteuse (une croissance de 13%). Cette baisse est principalement due au repli des ventes sous-licence (-5% à 60,6MDt) et des ventes aux hôpitaux (-38% à 2,4MDt). N'eût été la résistance de l'activité générique (+2% à 39,6MDt), la régression des revenus aurait été bien plus importante.

▪ Le fléchissement de l'activité s'est accompagné par un effritement des marges. La marge brute a subi de plein fouet la dépréciation du dinar sur la première moitié de 2019 (un surcoût global de 3,7MDt). Pour rappel, 100% des achats de la société sont en devises et les prix de vente des médicaments sur le marché local sont administrés ne laissant pas de marge de manœuvre pour impacter la hausse du prix des matières premières. Résultat des courses: un effritement de la marge brute de 3,2% à 33,9%, soit le niveau le plus faible dans la vie boursière de la société.

▪ La rentabilité opérationnelle a été pénalisée par la croissance de la masse salariale (+6% à 15,6MDt) pour la troisième et dernière année d'application de l'accord conclu avec les syndicats sur les augmentations salariales. Les autres charges d'exploitation (+9% à 11,4MDt) ont également lésé la rentabilité d'exploitation d'Adwya en raison notamment de la hausse des charges promotionnelles (lancement du nouveau médicament NOVACLAV) et du démarrage du projet Gamma (stade de fabrication des lots pilotes); une unité spécialisée dans les produits pour inhalation et les produits ophtalmiques (un investissement de 15MDt).

A l'arrivée, la marge d'EBITDA a perdu 4,9 points de taux à 9,6% et l'EBITDA a reculé de 35% à 10,2MDt.

- Malgré la baisse notable des charges financières, (-38% à 4,6MDt), le résultat net hors élément exceptionnels a été divisé par deux à 1,5MDt, soit le niveau le plus faible depuis 2011, contraignant la société à renoncer à la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019.

- Au niveau bilanciel, la dette nette d'Adwya a augmenté de 8% en 2019, frôlant 55MDt. Rapportée aux fonds propres, le gearing de la société s'élève à 143% soit un niveau élevé. L'essentiel de cette dette est détenu à court terme, sous forme d'escompte (41% de la dette financière) chèrement payée et destinée à financer le BFR. En optant pour une éventuelle restructuration financière, Adwya pourrait réduire le poids de sa dette et alléger ses charges financières.

En MDt	2016	2017	2018	2019
Cash Flow d'exploitation	10,1	5,6	-5,1	8,2
Investissements	4,6	4,3	5,7	3,7
Free Cash Flow	5,5	1,3	-10,7	4,5
Dette nette ajustée	27,9	31,9	50,7	54,9
Gearing	81%	82%	130%	143%
ROE	9%	15%	10%	5%
ROCE	12%	16%	13%	7%

III- Perspectives d'avenir & prévisions

- En place depuis août 2018, le nouveau management suivra les pas de ses prédécesseurs dans le cadre d'une stratégie visant à

- 1) Rationaliser le portefeuille des produits vers une plus grande cohérence en matière de complémentarité de gamme,

- 2) Lancer de nouveaux produits sur des aires thérapeutiques nouvelles ou des segments de marché non couverts précédemment. C'est dans cette logique que la société a lancé le projet Gamma depuis 2016, dans le but de pénétrer le segment des produits ophtalmologiques et respiratoires. **A noter que ce projet n'atteindra sa vitesse de croisière qu'en 2026, avec un chiffre d'affaires estimé de 10MDt.**

- 3) Pénétrer les marchés export. Le management compte renforcer les relations avec les officines en Libye et renouveler les AMM au Gabon et en Côte d'Ivoire d'ici début 2021. Par ailleurs, en obtenant les certifications européennes pour l'unité Gamma, Adwya espère pénétrer les marchés européens.

- 4) Accélérer le repositionnement sur les médicaments génériques à plus fortes marges.

- La relance du processus de cession du bloc d'actions de l'Etat a été l'annonce de l'AGO. Après avoir été reporté à plusieurs reprises, le processus de privatisation de la compagnie est de nouveau sur la table des preneurs de décision. L'équipe de direction a annoncé que le désengagement de El Karama Holding sera fait fin 2020 - début 2021.

- Durant l'AGO, le management a dévoilé un nouveau business plan, projetant une croissance annuelle de l'EBITDA de 49% sur la période 2020-2021 et une multiplication du résultat net par 6x d'ici 2021 atteignant 9MDt.

- Ce business plan nous semble ambitieux. Ses chiffres doivent être relativisés pour deux principales raisons:

i/ La vulnérabilité de la société à la dépréciation du dinar: La société effectue la totalité de ses achats sur les marchés mondiaux en devises (en USD et en Euro) et les prix de vente des médicaments sur le marché local sont administrés laissant ainsi la société à la merci des marchés internationaux et au risque de dépréciation du dinar.

ii/ L'intensité de la concurrence sur le segment des injectables et des collyres: Avec le nouvel investissement dans l'unité Gamma, Adwya s'attaque à un segment de marché dominé par deux majors Unimed et Médis qui détiennent ensemble une part de marché de 50%. La société devra donc chercher des opportunités à l'export, ce qui est loin d'être à sa portée compte tenu des difficultés de pénétration de nouveaux marchés et de son manque d'expérience. Ses concurrents Unimed et Médis ont respectivement 30 ans et 20 ans d'expérience à ce niveau.

- Après un bon démarrage en 2020 (+21% au niveau du chiffre d'affaires au T1 2020), la société a été confrontée en raison de la crise du COVID-19, à l'image de ses consœurs, à une baisse de la consommation des médicaments sur les mois d'avril et mai. L'équipe de direction a souligné le retour de l'activité de prescription et de promotion médicale à partir du mois de juin et anticipe la normalisation de la consommation des médicaments à partir du mois de septembre.

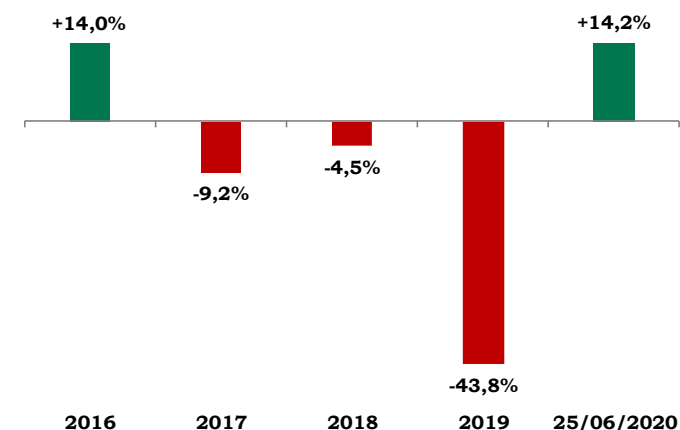
- Tenant compte des facteurs précités, nous pensons que la société serait en mesure de réaliser une croissance moyenne de son chiffre d'affaires de 10% sur les deux prochaines années. Le résultat net devrait, quant à lui, tripler entre 2019 et 2021 passant à 5,2MDt.

- Avec une capitalisation de 62MDt, la société traite à des multiples de P/E 2020e de 18,6x, un niveau de valorisation élevé au regard de la faible rentabilité des capitaux propres et des pressions continues sur les marges et sur la trésorerie.

- Le titre a rompu en 2020 avec trois longues années dans le rouge. La fuite vers la valeur défensives qui a ponctué la crise du COVID-19 et les indicateurs d'activité rassurants sur le T1 2020 ont insufflé une nouvelle dynamique au titre sur le marché (+14,2% depuis le début de l'année).

- Nous recommandons de conserver le titre dans l'optique de profiter d'un possible élan boursier suite au projet de cession de la participation d'El Karama. Nous pensons que la mise en vente de la part de l'Etat est la voie de salut unique pour la société dans une conjoncture difficile et un secteur très concurrentiel. La constitution d'un nouveau tour de table permettrait à la société de concevoir une nouvelle stratégie et de mettre en place une éventuelle restructuration financière. En attendant la relance officielle de l'appel d'offres par El Karama Holding, nous estimons que l'identité du futur repreneur devrait bien susciter les spéculations des investisseurs dans les prochains mois. *Wait and see* alors.

Comportement boursier du titre Adwya



Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	ROE 2019	Marge nette 2019	P/E 2020e	EV/EBITDA 2020e
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Afrique du Sud	12,4%	15,3%	8,8	8,6
Eagle Pharmaceuticals Inc.	Etats-Unis	8,4%	7,3%	21,3	14,2
Lupin Limited	Inde	-2,0%	-1,8%	31,8	13,9
Vectura Group plc	Royaume-Uni	-4,8%	-12,4%	18,4	12,5
Guangzhou Baiyunshan Pharmaceutical Holdings	Chine	13,0%	5,0%	16,5	8,2
Alembic Pharmaceuticals	Inde	28,1%	18,1%	21,2	14,4
Pharmaniaga Bhd.	Malaisie	-33,7%	-5,3%	8,5	7,4
Abbott Laboratories	Etats-Unis	11,9%	11,6%	32,1	19,9
Ibnsina Pharma	Egypte	30,1%	2,0%	16,4	14,7
Egyptian International Pharmaceutical industries	Egypte	14,8%	17,9%	12,5	8,5
Médiane internationale		12,1%	6,1%	17,4	13,2
Unimed	Tunisie	21,5%	16,5%	16,6	9,1
Siphat	Tunisie	n.s	-58,4%	n.s	n.s
Adwya	Tunisie	4,7%	1,5%	18,6	9,0
Médiane de l'échantillon		12,1%	3,8%	17,4	9,1

« Malgré ses niveaux de valorisation tendus, nous recommandons de conserver le titre Adwya pour profiter des effets d'entraînement que suscitera l'opération de cession du bloc d'action d'El Karama sur le le cours boursier »