

Compte de résultat

En mDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	64 862	70 345	87 088	107 206	109 350	131 220
<i>Progression</i>	-	8%	24%	23%	2%	20%
Marge brute	36 054	41 118	53 306	61 122	63 423	78 732
<i>Progression</i>	-	14%	30%	15%	4%	24%
Taux de marge brute	56%	58%	61%	57%	58%	60%
EBITDA	19 819	22 007	31 184	35 986	36 682	44 927
<i>Progression</i>	-	11%	42%	15%	2%	22%
Marge d'EBITDA	31%	31%	36%	34%	34%	34%
Résultat net retraité*	11 893	12 533	18 360	17 692	18 680	24 576
<i>Progression</i>	-	5%	46%	-4%	6%	32%
Marge nette retraitée*	18%	18%	21%	17%	17%	19%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat.

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **2019 a été un accident de parcours pour Unimed. Malgré la bonne performance top line, le spécialiste des produits stériles a accusé une baisse circonstancielle de sa rentabilité. Les raisons à cela sont multiples: 1) l'effet mix négatif exercé par l'envolée des ventes hospitalières à plus faibles marges, 2) la baisse temporaire des niveaux de production du fait des travaux de maintenance et de rénovation, et 3) le contexte de change défavorable.**

♦ **Il va sans dire que la crise du COVID-19 devrait ralentir la cadence de croissance de la société en 2020: lourdeur supplémentaire dans le processus d'octroi des AMM, retards dans les livraisons et perturbations dans les opérations d'exportation. La baisse de régime affichée sur le premier trimestre est temporaire. Les ventes devraient se rattraper d'ici la fin de l'année pour terminer l'exercice 2020 sur une note quasi stable.**

♦ **Après avoir fait ses preuves à l'échelle nationale et renoncé à un projet de croissance externe en 2017, la société met le cap sur l'export et s'arme pour devancer ses concurrents. Unimed a lancé un important projet d'extension et d'automatisation (une enveloppe d'investissement de 80MDt). Très avancé (un taux de réalisation de 75%), ce projet connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2022. Il devrait élargir l'horizon de croissance de la firme, et lui permettre de s'attaquer à de nouveaux marchés et d'atteindre des paliers de revenus et de rentabilité plus élevés.**

♦ **Nous voyons dans Unimed une opportunité de placement attractive. Le positionnement sectoriel (secteur défensif et positionnement générique sur les produits stériles à forte valeur ajoutée), la qualité des fondamentaux et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns particulièrement dans la conjoncture actuelle morne. Au vu des niveaux de valorisation actuels d'Unimed, le choc du COVID-19 et la baisse de régime attendue en 2020 sont consommés par le marché.**

Prix : 9,600 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

M. Ridha CHARFEDDINE (1):	63,2%
Ekuity Capital (2):	12,3%
SQM Frontier Africa Master Fund:	6,4%
Flottant:	18,1%

Capitalisation boursière: 307MDt

Ratios boursiers (3):

PER 2020e: 16,4x

Yield 2019: 0%

EV/EBITDA 2020e: 9,0x

ROE 2019: 21,5%

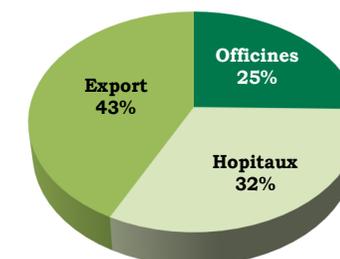
Performance 2020: +2,5%

(1) Directement et indirectement via Premium Holding

(2) Ex CTDK

(3) Données au 12 juin 2020.

Structure du chiffre d'affaires (2019)



I- Faits et éléments saillants de l'exercice 2019

- Le bilan de l'année 2019 a été en deçà de nos attentes. Malgré la bonne orientation des revenus, avec une croissance à deux chiffres, Unimed a subi une dégradation temporaire de sa rentabilité.

- Dans la continuité de 2018, le chiffre d'affaires de la société a enregistré une croissance supérieure à 20%, à 107MDt, entrant ainsi dans le club restreint des sociétés cotées avec des revenus au-delà de 100MDt.

- Ce sont les ventes locales (+57% à 61,6MDt) et plus précisément les ventes hospitalières qui ont boosté les revenus d'Unimed. Ces dernières ont significativement augmenté de 59% à 35MDt, portant ainsi leur contribution dans le chiffre d'affaires global à 32% contre une proportion de 25% en 2018.

- Le spécialiste des produits stériles a enregistré une détérioration de sa marge brute. Cette dernière a reculé de 4,2 points de taux à 57% impactée par:

- le renchérissement des importations,

- un mix produit défavorable en raison de l'augmentation sensible des ventes hospitalières à plus faibles marges,

- et une sous-activité générée par les travaux de maintenance et de renouvellement de deux lignes de production.

- Unimed a rattrapé la dégradation de sa marge brute au niveau de sa rentabilité d'exploitation. La croissance maîtrisée des charges du personnel (+15% à 14,9MDt) et des autres charges

d'exploitation (+12% à 10,3MDt) a valu à la société de contenir la contraction de sa marge d'EBITDA à -2,2 points de taux à 33,6%.

- L'augmentation importante des charges financières a été le fait le plus saillant de l'année. Ces dernières ont été multipliées par 7,5x à 5,7MDt, en raison:

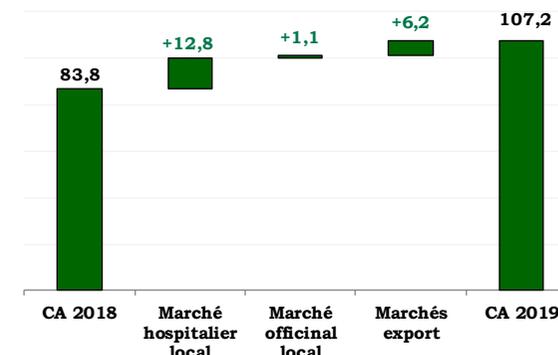
- des surcoûts financiers des efforts d'investissement soutenus déployés sur les dernières années:** Rappelons-le, Unimed a massivement investi sur la période 2016-2019 (une enveloppe de 57,6MDt) dans un programme de modernisation de son appareil productif et dans l'extension de ses capacités de production. Ces investissements ont généré un recours à l'endettement et une flambée des charges financières. Ces dernières ont été multipliées par 3,7x à près de 4MDt sur l'année,

- et du contexte de change défavorable:** 2019 rompt avec une période faste (2015-2018) marquée par des gains de change récurrents (des gains nets moyens de 0,5MDt sur cet intervalle). Le revirement du contexte de change en 2019 a fait subir à la société des pertes de change de 1,7MDt. Ces charges ont beau être latentes et récupérables, il n'en demeure pas moins qu'elles sanctionnent la rentabilité de l'exercice.

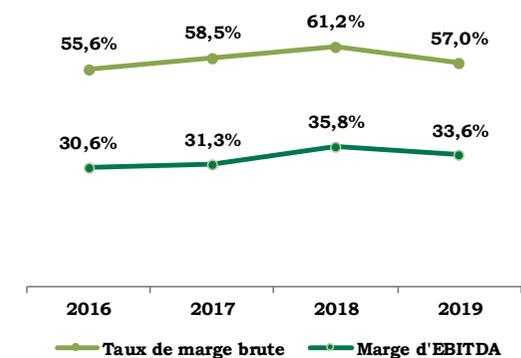
« En 2019, Unimed a subi la jonction de plusieurs facteurs exceptionnellement défavorables »

- Côté Bottom line, la société pharmaceutique a affiché une légère baisse de son résultat net de 4% à 17,7MDt. Néanmoins, avec une marge nette de 16,5% et un ROE de 21,5%, Unimed figure parmi les sociétés industrielles les plus profitables de la cote.

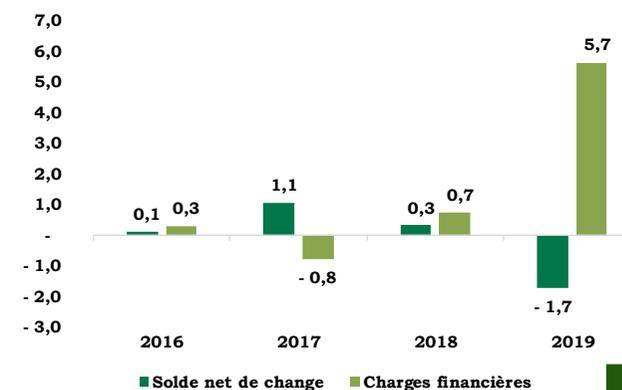
Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires entre 2019 et 2018 (en MDt)



Evolution des marges



Evolution des charges financières et du solde net de change (en MDt)



▪ Un changement majeur est à signaler au niveau de la politique financière de la société. On avait connu, Unimed avec un bilan, structurellement, sans dettes. Cependant, l'accélération du programme d'investissement a contraint la société à contracter des emprunts à moyen et long terme afin de financer ses investissements (une dette nette estimée à 25MDt en 2019 soit un gearing de 25%).

▪ Pour la première année depuis son introduction en bourse, la société n'a pas distribué de dividendes (au titre de l'exercice 2019). Cette décision semble trouver son origine dans la volonté du management de préserver la trésorerie dans une étape capitalistique de la vie de la société.

II- Perspectives de développement & prévisions

▪ Renonçant au projet de croissance externe à la fin de l'année 2017 (rappelons-le — une acquisition d'une participation majoritaire dans un groupe pharmaceutique en Afrique de l'Est), Unimed a privilégié la consolidation de sa présence sur les marchés historiques (en Europe et au Maghreb) à forts potentiels.

▪ Les objectifs stratégiques de la société étant de développer davantage l'activité export et de renforcer ses partenariats à l'étranger, Unimed s'est attelée à renforcer l'outil de production avec des investissements d'extension et d'automatisation.

▪ Le vaste plan d'investissement prévu pour une enveloppe totale de 82MDt est achevé à hauteur de 75%. Le reste devrait être finalisé en 2020 et 2021. Les principaux projets en cours sont :

En MDt	2016	2017	2018	2019
Cash Flow d'exploitation	21,1	14,5	13,4	14,6
Investissements	8,1	13,6	17,8	18,1
Free Cash Flow	13,0	0,9	-4,4	-3,5
Dettes Nette	-11,8	-5,5	8,2	25,0
Gearing	-15%	-7%	9%	25%
ROE	17%	18%	24%	21%
ROCE	18%	21%	27%	24%

« Pour la première année depuis son introduction en bourse, la société n'a pas distribué des dividendes au titre de l'exercice 2019 »

1) la mise en place de lignes de production et de conditionnement automatiques,

2) la construction d'un nouveau bloc,

3) l'acquisition du matériel pour le nouveau laboratoire,

4) l'installation d'un système de tri-génération de l'énergie,

5) la mise en œuvre d'un projet de stérilisation pour se conformer à la nouvelle réglementation européenne.

▪ Dans les prochaines années, la croissance d'Unimed sera portée par :

i) une montée en capacité, un élargissement de la gamme des produits et une meilleure productivité,

ii) une diversification des marchés à l'export: des contrats ont été conclus avec de nouveaux clients et sur de nouveaux marchés dans la région MENA (l'Irak et le Soudan principalement). Unimed a prouvé sa capacité d'étendre son portefeuille d'AMM à l'étranger,

iii) une accélération de l'activité sur le marché local coïncidant avec l'entrée en exploitation des

nouvelles AMM (70 actuellement en cours).

▪ Il va sans dire que la crise du COVID-19 devrait ralentir la cadence de croissance de la société en 2020: lourdeur supplémentaire dans le processus d'octroi des nouvelles AMM, retards dans les livraisons et perturbations dans les opérations d'exportation (43% du chiffre d'affaires en 2019). La société a accusé une baisse « temporaire » de ses ventes de 15% sur le premier trimestre 2020. Mais, la société devrait se rattraper d'ici la fin de l'année pour terminer l'exercice 2020 avec des revenus quasiment stables. Nos estimations tablent sur une faible croissance du chiffre d'affaires de 2% à 109MDt et sur une reprise du résultat net de 6% à 18,7MDt.

▪ A partir de 2021, nous prévoyons un retour à la croissance à deux chiffres pour Unimed aussi bien au niveau de ses revenus que de sa rentabilité. Nous anticipons une progression respective des revenus et des bénéfices de 20% à 131MDt et de 32% à 24,6MDt. Ces prévisions tiennent compte de l'abaissement du taux d'IS à 13,5% à partir de 2021 (en vertu de la Loi de Finances 2019) contre un taux apparent de 19,9% à fin 2019.

« Les objectifs stratégiques de la société étant de développer davantage l'activité export et de renforcer ses partenariats à l'étranger, Unimed s'est attelée à renforcer l'outil de production avec des investissements d'extension et d'automatisation »

III- Parcours boursier & opinion de Tunisie Valeurs

▪ Après un parcours boursier terne depuis sa mise sur le marché, le spécialiste des produits stériles presse le pas et termine 2019 sur une jolie performance de 17%.

▪ En 2020, le parcours du titre a été lésé par l'avènement de la crise du COVID-19 et par la publication d'indicateurs d'activité décevants au terme du T1 2020 (baisse des revenus de 14,7% à 26,5MDt). Unimed a fait du quasi surplace depuis le début de l'année avec une performance de 2,5%.

▪ Présentement, avec une capitalisation de 307MDt, la société affiche une valorisation clairement intéressante comparativement aux standards de l'industrie (un multiple VE/EBITDA 2020 estimé de 9,0x pour un secteur qui traite à plus de 11,6x son EBITDA).

▪ Nous voyons dans Unimed une opportunité de placement intéressante sur le moyen terme. Le positionnement sectoriel et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns. Les perspectives de croissance sont claires et les compétences déjà prouvées par le management devraient assurer tranquillement une expansion à l'international. Une chose est sûre: la concrétisation du projet d'extension de capacité et d'automatisation et la poursuite de la montée en puissance de l'export donneraient une nouvelle envergure à la société. **Un changement de dimension qui ne passera pas, pour longtemps, inaperçu en bourse.**

Performances boursières d'Unimed depuis son introduction en bourse



* Données au 12 juin 2020

« La nouvelle dynamique envisagée par la société dans les prochaines années, surtout à partir de 2022 justifie un important potentiel de revalorisation pour le titre »

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2020e	EV/EBITDA 2020e
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Afrique du Sud	9,4	9,0
Eagle Pharmaceuticals Inc.	Etats-Unis	18,5	12,1
Lupin Limited	Inde	33,2	14,5
Vectura Group plc	Royaume-Uni	18,4	11,2
Guangzhou Baiyunshan Pharmaceutical Holdings	Chine	15,1	8,1
Alembic Pharmaceuticals	Inde	21,9	14,8
Pharmaniaga Bhd.	Malaisie	10,1	8,1
Abbott Laboratories	Etats-Unis	31,1	23,9
Ibsina Pharma	Egypte	16,8	13,9
Egyptian International Pharmaceutical industries	Egypte	12,5	8,5
Médiane internationale		17,6	11,7
Adwya	Tunisie	44,7	11,6
Siphat	Tunisie	n.s	n.s
Unimed	Tunisie	16,4	9,0
Médiane de l'échantillon		17,6	11,6

Source: Infront Analytics