

Compte de résultat

Chiffres en mDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	70 345	87 088	107 206	91 045	84 502	95 000
<i>Progression</i>	-	23,8%	23,1%	-15,1%	-7,2%	12,4%
Marge brute	41 118	53 306	61 122	49 562	48 733	55 100
<i>Progression</i>	-	29,6%	14,7%	-18,9%	-1,7%	13,1%
Taux de marge brute	58,5%	61,2%	57,0%	54,4%	57,7%	58,0%
EBITDA	22 007	31 184	35 986	23 881	23 943	27 695
<i>Progression</i>	-	41,7%	15,4%	-33,6%	0,3%	15,7%
Marge d'EBITDA	31,3%	35,8%	33,6%	26,2%	28,3%	29,2%
Résultat net	12 533	18 360	17 692	6 980	8 703	11 078
<i>Progression</i>	-	46,5%	-3,6%	-60,5%	24,7%	27,3%
Marge nette	17,8%	21,1%	16,5%	7,7%	10,3%	11,7%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ Le crû de 2021 d'Unimed a été conforme aux promesses de son management annoncées dans la communication financière du 18 Novembre dernier. Malgré un environnement opérationnel difficile marqué par la persistance de la pandémie de la Covid-19 et l'arrêt provisoire des ventes à la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT) depuis Février 2021, le spécialiste des produits stériles a renoué avec la croissance bénéficiaire et consolidé ses équilibres financiers. Unimed a pu, en effet, compenser la quasi-totalité du chiffre d'affaires avec la PCT sur une période record avec des ventes à l'étranger, générant des marges plus intéressantes.

♦ Grâce à sa capacité de production, à son savoir-faire et à son réseau commercial fortement développé en Tunisie et à l'étranger, Unimed compte mettre en place une stratégie qui s'appuie sur les axes suivants: 1) la consolidation de la position de la société sur le marché local, 2) l'augmentation des ventes à l'export et 3) l'accélération de l'internationalisation.

♦ Unimed a, récemment, signé un accord de partenariat technique avec l'industriel japonais « GCUBE » et l'université privée « ESPITA » pour assoir un système industriel compétitif et durable basé sur le transfert de technologie et le renforcement des capacités tunisiennes à répondre à un besoin actuel et futur du marché. Deux autres déclarations d'intentions ont été conclues. La première entre Unimed- ESPITA et GCUBE pour créer une pépinière d'entreprises de Recherche et de Développement afin de renforcer les capacités de la technologie IVD (In Vitro Diagnostic). La deuxième entre Unimed et GCUBE pour créer une Joint-Venture dans le but de fabriquer des Kits de Diagnostic Rapide appliqués aux domaines de santé, de l'environnement et des aliments.

♦ 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 opportunes particulièrement dans la conjoncture actuelle morne. Au vu des niveaux de valorisation actuels d'Unimed, le choc de la Covid-19 et l'arrêt provisoire des ventes à la PCT nous semblent reflétés dans le cours. Nous recommandons Unimed à l'« achat ».

Prix : 7,270Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Premium Holding* :	40,8%
M. Ridha CHARFEDDINE:	29,2%
Ekuity Capital:	12,3%
Public:	17,7%

Capitalisation boursière: 233MDt

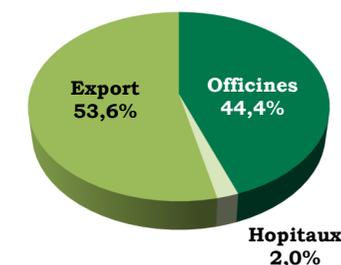
Ratios boursiers**:

PER 2022e: 21x
Dividend yield 2021: 5,6%
VE/EBITDA 2022e: 9,1x
P/B 2021: 2,1x
ROE 2021: 9,4%
Performance 2022: -1,9%

* Holding détenu par M. Ridha CHARFEDDINE.

** Données au 27 Juin 2022.

Structure du chiffre d'affaires (2021)



I- Présentation de la société

- Unimed est une société pharmaceutique créée par M. Ridha CHARFEDDINE au début des années 90 dans une période où l'Etat encourageait l'émergence de producteurs pharmaceutiques locaux.
- Dès sa création, Unimed s'est positionnée sur **un marché de niche**, celui des produits stériles : les préparations injectables, les collyres destinés à une application ophtalmique et les perfusions.
- Sur ce segment de produits, Unimed est une référence nationale et leader **avec 27% de part de marché**. Le reste de son marché est divisé entre une dizaine d'opérateurs, avec à leur tête Médis (Groupe Boujbel).
- Unimed est principalement positionnée sur les produits génériques (70% de son CA) bien plus rémunérateurs que les produits sous-licence. Cette exposition stratégique est bénéfique pour la rentabilité et se traduit par un niveau de marge brute confortable et parmi les plus élevés dans l'industrie mondiale.
- Unimed dispose de 6 sites de production qui fonctionnent à plein régime. C'est pourquoi la société a lancé depuis 2017 un projet d'une extension de son usine (portant sur une enveloppe de 60MDt) pour une superficie couverte totale de l'ordre de 20 000m² dont des unités de production et de conditionnement abritant des nouvelles lignes de production, des magasins de stockage, des laboratoires de recherche et d'analyse et des extensions techniques et informatiques. Ce vaste projet d'investissement devra connaître sa première année pleine d'exploitation en 2023.
- Dans le secteur pharmaceutique de manière

générale, la force d'une société se mesure dans son portefeuille d'AMM (Autorisation de Mise sur le Marché). Les AMM - dont la dynamique et la diversité reposent sur la Recherche & le Développement - sont des prérequis pour pouvoir commercialiser de nouveaux produits et/ou pénétrer de nouveaux marchés. **En d'autres termes, l'AMM est le nerf de la guerre dans l'industrie pharmaceutique.**

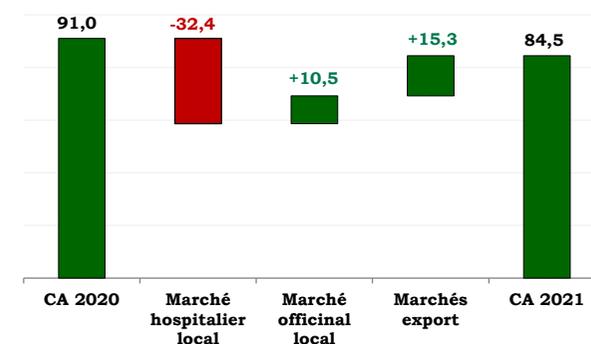
- Les délais de développement et d'enregistrement des AMM sont relativement longs et coûteux et constituent l'une des principales barrières à l'entrée dans le secteur. En ce qui concerne Unimed, la société compte aujourd'hui 341 AMM (60% en Tunisie et 40% à l'étranger) **et enregistre une quinzaine chaque année.**

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

- 2021 a été une année conforme aux promesses du management d'Unimed déclarées en marge de la réunion d'analystes du 18 Novembre dernier. Globalement, les réalisations de la compagnie ont été mitigées. D'une part, la société a affiché une baisse de son chiffre d'affaires en raison des répercussions continues de la pandémie Covid-19 et de l'arrêt provisoire des relations commerciales avec la PCT. D'autre part, Unimed a enregistré une amélioration de sa rentabilité opérationnelle grâce à une bonne maîtrise des charges d'exploitation et à la bonne dynamique commerciale sur le front de l'export générateur de plus fortes marges.
- Les revenus de la compagnie ont baissé de 7,2% à 84,5MDt. Malgré la dynamique spectaculaire des ventes officielles et à l'export (une envolée respective de 39,1% à 37,5MDt et de 50,9% à

45,3MDt), les revenus de la compagnie ont succombé à l'arrêt provisoire des ventes à la PCT depuis le mois de Février 2021. Le chiffre d'affaires hospitalier a, en effet, chuté de 94,9% à 1,7MDt. Les ventes hospitalières qui concentraient, en 2020, 37,4% du total des revenus de la compagnie n'en représentent à fin 2021 que 2%.

Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires en 2021 (en MDt)



- Rappelons qu'Unimed a reçu, au cours du mois de Février 2021, une notification de la part de la PCT l'informant de la suspension de l'ensemble des transactions entre les deux parties. La PCT prétend un risque de conflit d'intérêts sur la base des recommandations de l'INLUCC. En dépit de l'absence des textes réglementaires relatifs audit conflit d'intérêts et malgré le gel des activités du parlement, la situation d'arrêt provisoire persiste à la date de la présente étude. Persuadée de l'absence de tout fondement légal qui empêche Unimed à entretenir des relations commerciales avec la PCT, la direction de la société a intenté une action judiciaire auprès du tribunal administratif pour la reprise du niveau normal des ventes avec l'organisme public.

Une décision judiciaire imminente est fortement attendue par la direction de la société.

- En 2021, la société a affiché une amélioration de ses marges. Grâce à l'optimisation des approvisionnements et au ciblage accru de l'export (pour compenser le chiffre d'affaires réalisé avec la PCT) générateur de plus fortes marges, le taux de marge brute a signé une avancée de 3,2 points de pourcentage à 57,7%.

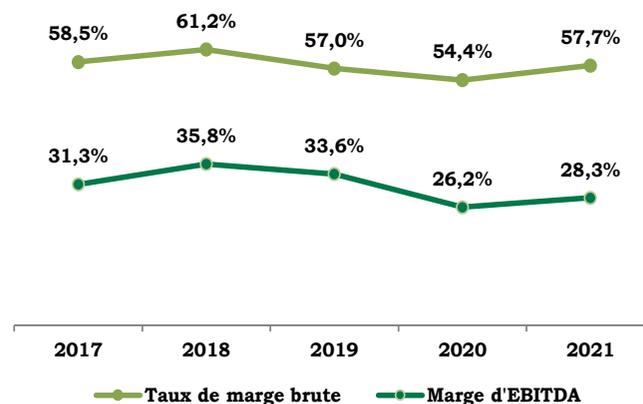
- La marge d'EBITDA s'est également améliorée, profitant de l'augmentation du taux de marge brute et d'une meilleure maîtrise des charges (+2,3% à 15,3MDt pour la masse salariale et -11,3% à 9,5MDt pour les autres charges d'exploitation). L'EBITDA a quasiment fait du surplace à 23,9MDt, mais la marge d'EBITDA s'est engraisée de 2,1 points de pourcentage à 28,3%.

- Les efforts d'investissement soutenus (des investissements de 62,8MDt sur la période 2017-2021) et de mobilisation du levier financier sur les dernières années n'ont pas été sans conséquences sur la rentabilité nette. Les dotations aux amortissements ont atteint des niveaux historiquement élevés sur les dernières années (une moyenne de 9,4MDt sur la période 2020-2021 contre une moyenne de 6,4MDt sur la période 2017-2019). Idem pour les charges financières qui ont atteint un palier élevé par rapport à la période historique (voir le graphe ci-contre).

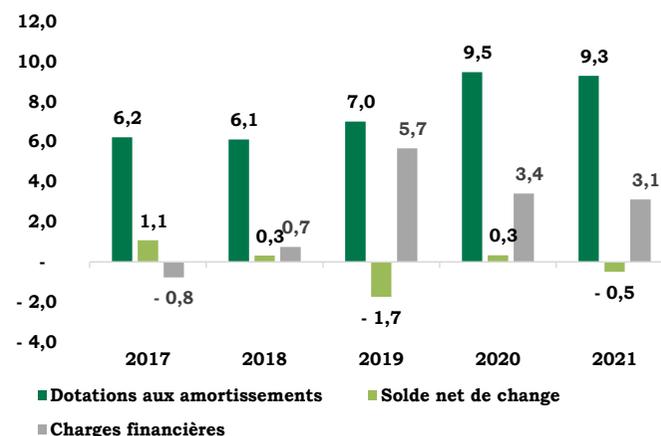
- Côté rentabilité nette, et malgré l'unification du taux d'impôt sur les sociétés à 15%. Unimed a réalisé une croissance de son résultat net de 24,7% à 8,7MDt, en 2021. Cette performance est certes louable au vu des défis auxquels a été

confrontée la société en 2021. Cependant, elle reste en deçà des niveaux de bénéfices réalisés par le passé.

Evolution du taux de marge brute et de la marge d'EBITDA



Evolution des dotations aux amortissements, des charges financières et du solde net de change en MDt



- Il y a lieu de noter que l'Assemblée Générale Ordinaire du 28 Juin 2022 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,406Dt par action, soit un payout exceptionnel de 149,4%, et ce à partir du 6 Juillet 2022.**

- 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 sur les dernières années a contraint la société à contracter des emprunts à moyen et long terme afin de financer ses investissements (une dette nette estimée à 24,3MDt en 2021 soit un gearing de 22,4%). **Ce niveau nous semble peu alarmant vu la forte capacité de génération de cash-flows de la société.**

Chiffres en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
Cash Flow d'exploitation	14,5	13,4	14,6	7,1	21,4
Investissements	13,5	17,7	18,0	6,9	6,2
Free Cash Flow	1,0	-4,3	-3,4	0,2	15,2
Dette Nette	-5,5	8,2	25,0	24,9	24,3
Gearing	-6,6%	8,7%	25,0%	21,6%	22,4%
ROE	17,9%	24,4%	21,5%	7,0%	9,4%
ROCE	20,9%	27,4%	24,4%	8,5%	8,6%

III- Perspectives d'avenir & 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, au Maghreb et au Moyen-Orient) 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 60MDt est très avancé et devrait être bouclé en 2022. Rappelons que ce projet comprend:

- 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 trigénération de l'énergie

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

- Ce vaste projet d'extension et d'automatisation connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2024. Il devrait élargir l'horizon de croissance de la compagnie, et lui permettre de s'attaquer à de nouveaux marchés et d'atteindre des paliers de revenus et de rentabilité plus élevés.

- Disposant d'un des plus grands sites industriels de la région MENA avec une superficie couverte de 50 000m², la société Unimed envisage d'augmenter sa production et ses ventes au cours des prochaines années. Grâce à sa capacité de production, à son savoir-faire et à son réseau commercial fortement développé en Tunisie et à l'étranger, Unimed compte mettre en place une stratégie qui s'appuie sur les axes suivants:

- 1) **La consolidation de la position de la société sur le marché local:** Durant l'AGO du 28 Juin 2022, l'équipe de direction est revenue sur le différend qui oppose Unimed à la Pharmacie

Centrale de Tunisie (PCT) et qui s'est déclenché en 2021. Avec le retrait de l'actuel Directeur Général et actionnaire de référence de la société, M. Ridha CHARFEDDINE de la vie politique (démission du parlement notifiée à toutes les autorités de tutelle) et associative et la disparition de toute situation éventuelle de conflit d'intérêts, **le management espère retisser les relations commerciales avec la PCT et reprendre les ventes à cet organisme public à partir du deuxième semestre de 2022 (participation à l'appel d'offres de la PCT).** Cette reprise conjuguée avec l'augmentation des ventes officinales permettra à la société de réaliser une hausse soutenue de son chiffre d'affaires sur le marché local.

- 2) **L'augmentation des ventes à l'export:** Unimed a prouvé sa capacité d'étendre son portefeuille d'AMM à l'étranger. Suite à l'enregistrement sur les marchés historiques à l'étranger (un total de 54 AMM obtenus et à obtenir d'ici fin 2022), Unimed devrait être bien outillée pour augmenter son chiffre d'affaires à l'export. Le directoire d'Unimed a annoncé que les produits de la société rencontrent un franc succès en Europe, en Libye, en Irak, en Jordanie, au Soudan et sur le nouveau marché qatari. Selon les dires du management, 2022 sera également l'année de l'export. Les ventes à l'étranger devraient y représenter 60% du chiffre d'affaires total d'Unimed.

- 3) **L'accélération de l'internationalisation:** La société a opté pour une stratégie d'internationalisation. A ce titre, des démarches préliminaires ont été entamées avec des fonds d'investissement y compris le fonds East Lane Partners, et ce afin de constituer une plateforme

internationale qui permet de générer des synergies et de renforcer les exportations d'Unimed à travers un réseau de distribution ou une présence industrielle. Le management de la société a souligné que l'objectif de l'opération n'est pas la cession de la participation de l'actionnaire de référence mais la réalisation d'une levée de fonds afin d'assurer une présence de la société sur les marchés cibles.

- Également sur le front de l'internationalisation, Unimed a, récemment, signé un accord de partenariat technique avec l'industriel japonais « GCUBE » et l'université privée « ESPITA » pour assoir un système industriel compétitif et durable basé sur le transfert de technologie et le renforcement des capacités tunisiennes à répondre à un besoin actuel et futur du marché. Deux autres déclarations d'intentions ont été conclues. La première entre Unimed- ESPITA et GCUBE pour créer une pépinière d'entreprises de Recherche et de Développement afin de renforcer les capacités de la technologie IVD (In Vitro Diagnostic). La deuxième entre Unimed et GCUBE pour créer une Joint-Venture dans le but de fabriquer des Kits de Diagnostic Rapide appliqués aux domaines de santé, de l'environnement et des aliments.

- Le management est revenu sur ce partenariat insistant sur le fait que l'enjeu pour Unimed ne se limite pas au développement des ventes. Il consiste en un transfert technologique et industriel pour créer une unité de fabrication de deux kits: 1) un kit de test rapide de la Covid-19 et 2) un kit de recherche d'anticorps.

Dans cette nouvelle structure qui prendra la forme d'une Joint-Venture, Unimed se chargera de la construction de l'infrastructure et GCUBE se chargera de l'apport du matériel de production. Cette nouvelle unité sera opérationnelle à partir du mois d'août 2022 et produira des kits entièrement destinés à l'export.

- Durant l'AGO du 28 Juin 2022, l'équipe de direction s'est attardée sur la participation d'Unimed dans le capital de la société PROMOCHIMICA (une participation de 17,5% à fin 2021), affirmant que cette entreprise connaît depuis sa création des difficultés commerciales et financières. Rappelons que cette société spécialisée dans la fabrication des principes actifs destinés à l'export n'a pas arrêté ses états financiers depuis l'exercice 2016 et que la participation d'Unimed (portant sur 7,8MDt), ainsi qu'une avance sur compte courant (d'un montant de 0,9MDt) n'ont pas été provisionnés à ce jour d'où l'opinion de certification des états financiers avec réserve des commissaires aux comptes d'Unimed.

- Le management a évoqué un des acquis de l'année 2022 et des fruits des efforts d'investissement soutenus fournis sur les dernières années. Il s'agit du projet de la trigénération qui a démarré il y a deux mois. Désormais, Unimed est autonome à 100% en matière d'énergie. En plus de l'économie à réaliser sur sa facture d'électricité (une économie de 2,4MDt par an), la trigénération apporte à la société la sécurité de l'approvisionnement en énergie.

- Dans les prochaines années, la croissance d'Unimed devrait être portée par:

- i)** une montée en capacité,
- ii)** un élargissement de la gamme des produits,
- iii)** une diversification des marchés à l'export,
- iv)** et une meilleure productivité.

- L'année 2022 démarre sous de meilleurs auspices pour Unimed. C'est ce qui ressort de la lecture des indicateurs d'activité au 31 Mars 2022. La société a compensé l'intégralité du chiffre d'affaires avec la PCT par des ventes à l'export (+28,2% à 12,9MDt) et a réalisé une progression de ses revenus de 11,1% à 21,5MDt.

- A la lumière des réalisations de la société sur les trois premiers mois de 2022, nous tablons sur un chiffre d'affaires de 95MDt (en hausse de 12,4% par rapport à 2021) et sur un résultat net de 11,1MDt (en progression de 27,3% comparativement à 2021).

IV- Parcours boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Sur la période 2021-Juin 2022, le titre Unimed a connu un parcours boursier difficile. L'éclatement du différend, opposant la société à la PCT en raison de présomptions de conflit d'intérêts a jeté une ombre sur le comportement du titre.

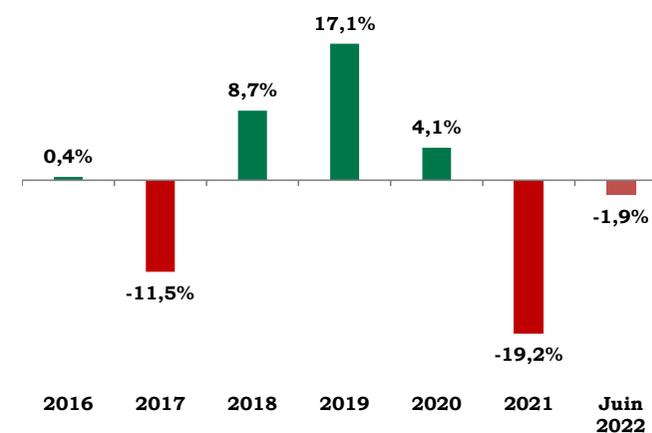
- Présentement, avec une capitalisation de 232,6MDt, la société affiche une valorisation intéressante comparativement aux standards de l'industrie (un multiple VE/EBITDA 2022 estimé de 9,1x pour Unimed pour un secteur qui traite à plus de 10x son EBITDA).

- **Au vu des niveaux de valorisation actuels d'Unimed, le choc de la Covid-19 et l'arrêt provisoire des ventes à la PCT nous semblent**

consommés par le marché.

- 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



Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2022e	EV/EBITDA 2022e
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Afrique du Sud	9,7	7,0
Eagle Pharmaceuticals Inc.	Etats-Unis	4,2	2,7
Lupin Limited	Inde	28,2	12,6
Guangzhou Baiyunshan Pharmaceutical Holdings	Chine	12,8	N.D
Alembic Pharmaceuticals	Inde	20,1	13,8
Abbott Laboratories	Etats-Unis	23,6	17,7
Ibsina Pharma	Egypte	7,7	10,2
Egyptian International Pharmaceutical industries	Egypte	4,8	4,2
Médiane internationale		11,2	10,2
Adwya	Tunisie	46,8	12,4
Siphat	Tunisie	n.s	n.s
Unimed	Tunisie	21,0	9,1
Médiane de l'échantillon		29,0	11,3

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.