

Rédigé le 02/06/2023

Unimed: vers un changement d'envergure

Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Présentation de la société Unimed
- III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
- IV- Perspectives d'avenir & prévisions
- V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

Avertissement

« Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de Tunisie Valeurs à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant Tunisie Valeurs ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de cette valeur.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation ».

Unimed: vers un changement d'envergure

I- Points clefs

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Chiffre d'affaires	87,1	107,2	91,0	84,5	96,4	117,9
<i>Progression</i>	-	23,1%	-15,1%	-7,2%	14,0%	22,3%
Marge brute	53,3	61,1	49,6	48,7	51,4	62,9
<i>Progression</i>	-	14,7%	-18,9%	-1,7%	5,6%	22,4%
Taux de marge brute	61,2%	57,0%	54,4%	57,7%	53,4%	53,4%
EBITDA	31,2	36,0	23,9	23,9	24,5	33,1
<i>Progression</i>	-	15,4%	-33,6%	0,3%	2,4%	35,0%
Marge d'EBITDA	35,8%	33,6%	26,2%	28,3%	25,4%	28,1%
Résultat net	18,4	17,7	7,0	8,7	7,8	13,0
<i>Progression</i>	-	-3,6%	-60,5%	24,7%	-10,0%	65,7%
Marge nette	21,1%	16,5%	7,7%	10,3%	8,1%	11,0%

Sources: états financiers de la société Unimed et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **Le millésime de l'année 2022 est ressorti contrasté pour Unimed. Le fleuron national des produits stériles a affiché une bonne performance commerciale, renouant avec la croissance au niveau de son Top line. Néanmoins, le contexte inflationniste et l'environnement opérationnel difficile dans lequel a évolué la société sur l'année écoulée a fini par impacter les marges et la rentabilité nette.**

♦ **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.**

♦ **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 morose. Au vu des niveaux de valorisation actuels de Unimed et étant donné la reprise des relations commerciales avec la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT), induisant une normalisation progressive des ventes hospitalières, et des perspectives intéressantes de croissance sur les marchés exports, nous recommandons Unimed à l'« achat ».**

Prix* : 7,380Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

Premium Holding***: 40,8%

M. Ridha BEN ALI CHARFEDDINE: 29,2%

Ekuity Capital: 12,3%

Autres actionnaires: 17,7%

Capitalisation boursière*:
236MDt

Ratios boursiers*:

PER 2023e: 18,2x

VE/EBITDA 2023x: 8,7x

Dividend yield 2023e: 6,6%

Performance 2023: 3,7%

ROE 2022: 7,6%

* Données au 2 Juin 2023.

** Au 31 Décembre 2022.

*** Holding détenu par M. Ridha BEN ALI CHARFEDDINE.

« *Le bilan de l'année 2022 ressort mitigé pour Unimed. Malgré une bonne performance commerciale, le fleuron national des produits stériles a subi une dégradation de ses marges et de sa rentabilité* »

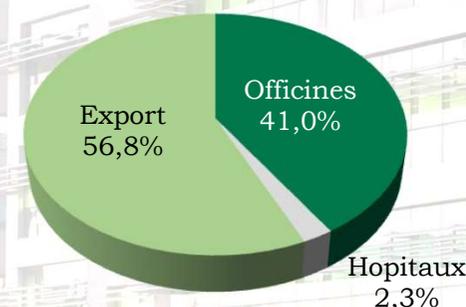
Unimed: vers un changement d'envergure

II- Présentation de la société Unimed

- 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 vaste projet d'automatisation et d'extension de son usine (portant sur une enveloppe d'investissement de 60MDt) pour une superficie couverte totale de l'ordre de 20000m² 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 projet d'investissement d'envergure 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 plus de 340 AMM (60% en Tunisie et 40% à l'étranger) et en enregistre une quinzaine chaque année.

Structure du chiffre d'affaires (2022)



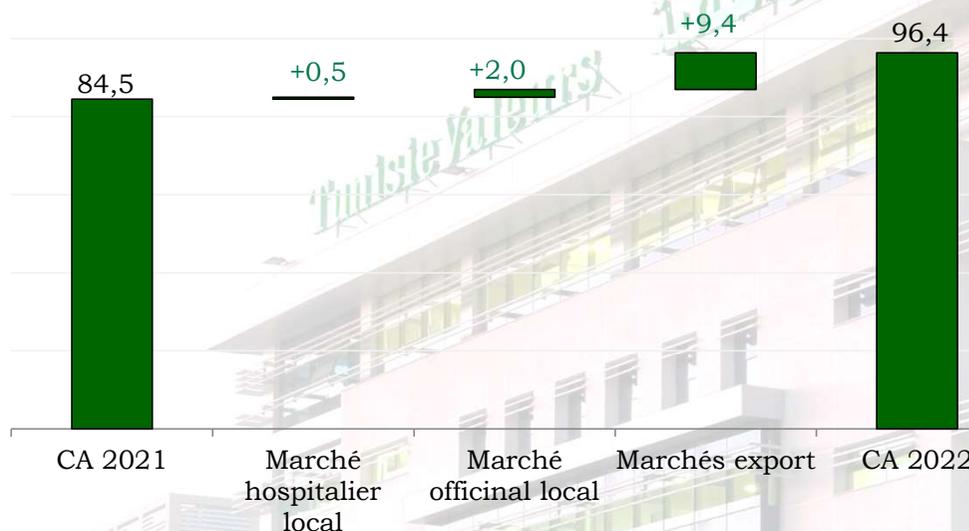
- Unimed est axée autour de plusieurs chaînes de production intégrées répondant aux derniers critères des techniques de production pharmaceutique. Elle dispose aujourd'hui de plusieurs certifications de conformité aux Bonnes Pratiques de Fabrication (tunisienne, européenne, jordanienne, saoudienne...) ainsi que la certification ISO 13485. La société est la seule entité de production pharmaceutique en Tunisie disposant de l'agrément européen qui lui permet de produire et d'écouler ses produits sur le marché européen.

Unimed: vers un changement d'envergure

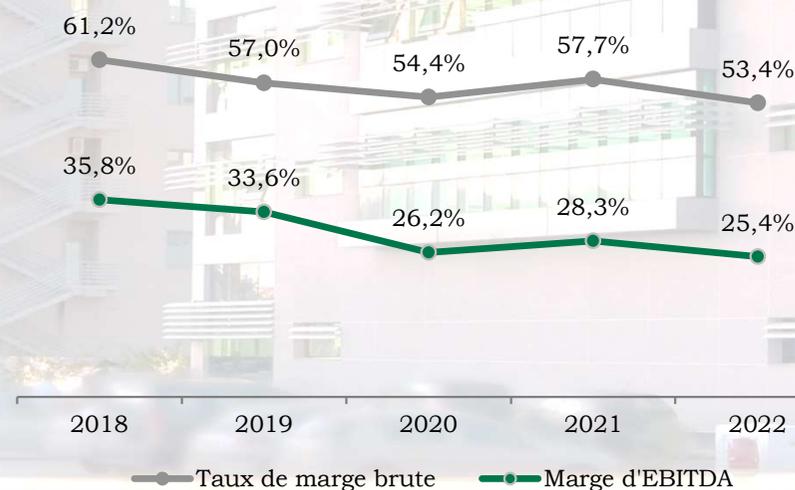
III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

- L'exercice 2022 a été marqué par la reprise progressive de l'activité sur le marché hospitalier, en raison du rétablissement des relations commerciales avec la Pharmacie Centrale de Tunisie depuis le T3 2022, (un chiffre d'affaires de 2,2MDt en 2022 contre 1,7MDt à fin 2021, la forte évolution des exportations (+20,8% à 54,7MDt) et l'augmentation des ventes officinales (+5,3% à 39,5MDt). En somme, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 96,4MDt, en 2022, en hausse de 14% par rapport à 2021.
- La hausse du chiffre d'affaires à l'export et du chiffre d'affaires officinal traduit une réussite de la politique de commercialisation axée sur la diversification des produits et du portefeuille clients. Les produits de la société Unimed pénètrent de plus en plus de pays avec un fort accompagnement en matière de développement et d'enregistrement sur les marchés cibles.
- Malgré la bonne dynamique commerciale affichée en 2022, Unimed a subi une dégradation de ses marges et de sa rentabilité d'exploitation. La hausse des prix des matières premières et des articles de conditionnement a généré un effritement du taux de marge brute de 4,3 points de pourcentage à 53,4%. Quant à la marge d'EBITDA, elle s'est rétractée de 2,9 points de pourcentage à 25,4%. En sus du renchérissement des intrants, la marge d'EBITDA a souffert de la hausse de la facture salariale (+7,9% à 16,5MDt) et de la progression des autres charges d'exploitation (+11,9% à 10,7MDt).

Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires agrégé marché en MDt (2022)



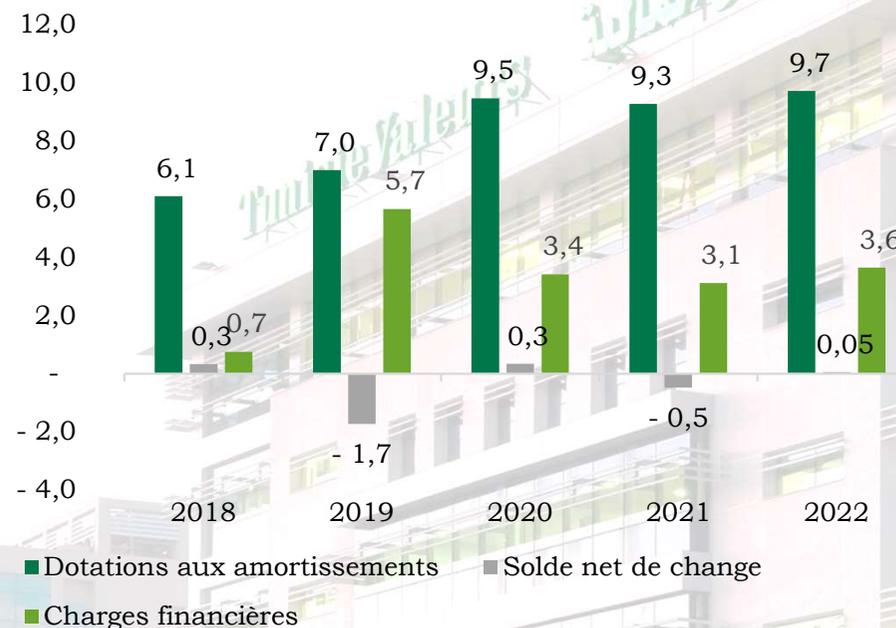
Evolution des marges



Unimed: vers un changement d'envergure

- La société a accusé en 2022 une détérioration de sa rentabilité nette. Outre l'environnement opérationnel difficile qui s'est fait sentir sur la rentabilité d'exploitation, Unimed a pâti de la hausse relativement soutenue des dotations aux amortissements et aux provisions (+8,1% à 11,1MDt) et des charges financières (+17,4% à 3,6MDt). Conséquence de l'exécution du plan d'investissement (sur la période 2017-2022), du recours au levier financier pour financer le besoin en fonds de roulement et les investissements ainsi que du contexte haussier des taux, ces deux postes de charges ont plombé le résultat net. A cela, s'ajoute le relèvement du taux de l'imposition (imposition d'une charge de cotisation sociale solidaire supplémentaire de 3% du résultat avant impôt conformément à la Loi de Finances de 2023). Ce dernier a baissé de 10% à 7,8MDt. A noter que la majeure partie du Bottom line a été réalisée sur le deuxième semestre de 2022 (des bénéfices de 1,4MDt seulement sur le S1 2022).
- Durant l'Assemblée Générale Ordinaire du 2 Juin 2023, les commissaires aux comptes se sont attardés sur la participation de Unimed dans le capital de la société PROMOCHIMICA (une participation de 17,5% à fin 2022), 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 de 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.

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



Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-Flow d'exploitation	13,4	14,6	7,1	21,4	4,3
Investissements	17,7	18,0	6,9	6,2	16,3
Free Cash-Flow	-4,3	-3,4	0,2	15,2	-11,9
Dette Nette	8,2	25,0	24,9	24,3	49,2
Gearing	8,7%	25,0%	21,6%	22,4%	47,5%
ROE	19,6%	17,7%	6,1%	8,0%	7,6%
ROCE	27,4%	24,4%	8,5%	8,6%	8,4%

Unimed: vers un changement d'envergure

- 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, comme signalé plus haut dans la présente étude, l'accélération du programme d'investissement sur les dernières années et la reprise de l'activité ont contraint la société à contracter des emprunts à moyen et long terme et des concours bancaires afin de financer ses investissements et son BFR (une dette nette estimée à 49,2MDt en 2022 soit un gearing de 47,5%). Ce niveau nous semble peu alarmant vu la forte capacité de génération de cash-flows de la société et du retour sur investissement du projet d'automatisation et d'extension de capacité attendu à partir de 2023.

IV- 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 d'automatisation et d'extension de capacité 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: La normalisation des relations commerciales avec la PCT conjuguée à l'augmentation des ventes officinales permettront à la société de réaliser une hausse soutenue de son chiffre d'affaires sur le marché local dans les prochaines années. **A noter que l'équipe de direction table sur un chiffre d'affaires de 35MDt à 45MDt avec la PCT en 2023. Il convient de préciser également, que malgré la situation difficile des finances publiques, la société n'a pas connu des problèmes de recouvrement avec la Pharmacie Centrale.**

- Durant l'AGO du 2 Juin 2023, le management a annoncé que la société a déposé une demande de révision de ses prix de vente sur le marché local, qui n'ont pas été révisés depuis cinq ans. Et de préciser que Unimed a obtenu, à cet effet, l'autorisation de la PCT pour actualiser ses prix et que la société attend désormais le feu vert du ministère de la santé. La révision à la hausse des prix de Unimed permettrait à la société de se rattraper au niveau de ses marges et de répercuter toute hausse des coûts des intrants sur ses prix.

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 plus de 200 AMM à l'actif de Unimed à ce jour et 150 AMM en cours de validation sur les marchés cibles en dehors des frontières**), Unimed devrait être bien outillée pour augmenter son chiffre d'affaires à l'export. Le management de 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.

Unimed: vers un changement d'envergure

- Il sied de rappeler à cet effet que la société a réussi, en 2022, à renouveler le certificat délivré par l'agence nationale de sécurité des médicaments française (ANSM) pour la bonne pratique de fabrication qui permet de continuer à commercialiser les produits « Unimed » en Europe.
- L'objectif stratégique du management est de développer l'export direct sous la marque Unimed et de réduire progressivement la dépendance à l'activité façonnage (les exports de la sous-traitance) qui représente actuellement 35% du chiffre d'affaires de la compagnie.
- Lors de l'AGO du 2 Juin 2023, l'équipe de direction a, également, évoqué la volonté de la société de développer les AMM export. Ces AMM sont octroyées par la PCT et devraient permettre à Unimed de cibler davantage les appels d'offres internationaux.

3) L'accélération de l'internationalisation: La société a opté pour une stratégie d'internationalisation. L'objectif de cette stratégie est de constituer une plateforme internationale qui permet de générer des synergies et de renforcer les exportations de Unimed à travers un réseau de distribution ou une présence industrielle. Le management de la société a souligné que la finalité 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, signé, en 2022, 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 en 2022. 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 Covid-19 et 2) un kit de recherche d'anticorps.
- 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.
- L'enjeu pour Unimed dans ce partenariat 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) des kits de test rapide de la Covid-19 et de la grossesse 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 produira des kits entièrement destinés à l'export.
- 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 tri génération. 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 tri génération apporte à la société la sécurité de l'approvisionnement en énergie.
- Nous sommes convaincus que dans les prochaines années, la croissance de Unimed devrait être portée par:
 - i) une montée en volumes,

Unimed: vers un changement d'envergure

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

- L'année 2023 démarre sous les chapeaux de roues pour Unimed. C'est ce qui ressort de la lecture des indicateurs d'activité au 31 Mars 2023.
- La société a affiché une hausse vigoureuse de son chiffre d'affaires de 37,2% à 29,5MDt sur le T1 2023.
- A la lumière des réalisations de la compagnie sur les trois premiers mois de 2023 **et des objectifs du management (un chiffre d'affaires prévisionnel oscillant entre 110MDt et 120MDt pour 2023)**, nous tablons sur un chiffre d'affaires de 117,9MDt (en hausse de 22,3% par rapport à 2022) et sur un résultat net de 13MDt (soit une envolée de 65,7% comparativement à 2022) sur l'année pleine.

V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- En 2021 et depuis le début de l'année en cours, le titre Unimed s'est bien défendu en Bourse, malgré la morosité ambiante.
- Présentement, avec une capitalisation de 236,2MDt, la société affiche une valorisation intéressante comparativement aux standards de l'industrie (un multiple VE/EBITDA 2023 estimé de 8,7x pour Unimed pour un secteur qui traite à plus de 9x 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.
- **Nous recommandons un positionnement à l' « Achat » sur Unimed.**
- **Précisons, enfin, que l'AGO du 2 Juin 2023 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,468Dt par action au titre de l'exercice 2022, soit un payout exceptionnel de 191,6%. La mise en paiement de ces dividendes se fera à partir du 31 Juillet 2023.**

Performances boursières annuelles du titre Unimed

