

Souscrire

Prescrire la dose de réussite

Première introduction en bourse de l'année 2016, le laboratoire pharmaceutique Unimed fait son entrée sur le marché principal via une cession de titres portant sur **14,39% du capital** (soit un montant compris entre **41.8MDt** et **43.6MDt**).

Fondée en 1989, Unimed est leader sur le segment des injectables et collyres avec une part de marché de 27%. Unique laboratoire tunisien à être certifié par la prestigieuse norme française ANSM*, Unimed bénéficie d'une grande notoriété, lui permettant de collaborer avec des laboratoires étrangers de renom tels que Pfizer, Mylan, Pierre Fabre, Biogaran...

Dans le cadre d'une **OPO**** (Offre à Prix Ouvert), la fourchette de prix a été fixée entre **11,4Dt** et **11,9Dt**, correspondant à un **PER_{2015e} entre 22x et 23x**. Particularité même de ces valeurs défensives, Unimed se traite à des niveaux de valorisation supérieurs à la moyenne du marché, et cela se justifie d'autant plus par **(I)** des niveaux de rentabilité soutenus et **(II)** par ses perspectives de croissance prometteuses, notamment sur l'activité export. Unimed constitue une valeur de fonds de portefeuille, à faible profil de risque. **Nous recommandons de souscrire à l'OPO.**

Prix : [11,4 - 11,9] DT

Capitalisation Boursière :

[290 - 303] MDT

Période de souscription :

Du 15 au 20 avril 2016 inclus

Ratios de valorisation	Fourchette	
	290MDt	303MDt
PER _{2015e}	22,1x	23,1x
VE/EBITDA _{2015e}	12,7x	13,2x
Yield _{2015e}	2,7%	2,6%
ROE _{2015e}	21%	

■ Présentation de la société :

Créée en 1989 par M. Ridha CHARFEDDINE, la société Unimed opère dans le secteur pharmaceutique, et est spécialisée dans les produits stériles :

- Les solutions et poudres injectables
- Les solutions Ophta – ORL
- Les collyres
- Les solutions de perfusion

Actionnariat post IPO :

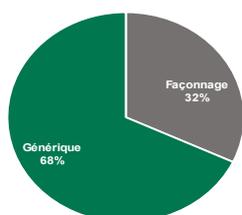
M.Ridha Charfeddine :	54%
CTKD :	12%
SQM Frontier Africa Master Fund:	7%
M. Slah Ben Turkia:	4%
Blakeney General Partner :	4%
Autres investisseurs locaux :	2%
Autres investisseurs étrangers :	3%
Flottant :	14%

La société Unimed est détenue majoritairement par son fondateur. Courant 2011, la société a ouvert son capital au fonds d'investissement Kantara Proparco I Limited (géré par Abraaj) à hauteur de 34%. Le fonds a entamé sa sortie en 2015 au profit d'investisseurs institutionnels locaux et étrangers. Le reliquat (5.89%) sera cédé au cours de cette introduction en bourse.

Les produits d'Unimed se regroupent en deux principales familles :

- **Les médicaments génériques** : Il s'agit de la production et la commercialisation de médicaments sous la propre marque d'UNIMED. Cette rubrique représente 68% de son chiffre d'affaires.
- **Les médicaments façonnés** (sous-traitance) : Ce sont des médicaments fabriqués pour le compte de laboratoires tiers, donneurs d'ordre. Unimed a conclu plus d'une vingtaine de contrats pour le compte de laboratoires étrangers et locaux pour la production de médicaments. L'activité façonnage représente 32% du chiffre d'affaires de la société.

Structure du chiffre d'affaires



Les principaux partenaires d'Unimed



La société est implantée dans la zone industrielle de Kaala Kebira à Sousse et dispose de 6 sites de production et plus de 300 AMM (Autorisation de Mise sur le Marché) enregistrées, dont 186 AMM enregistrées sur le marché local.

Sur le segment des injectables et collyres, Unimed est leader avec 27% de part de marché. Son principal concurrent est le laboratoire MEDIS qui détient une part de marché de 20%, l'essentiel de la concurrence est issu de l'importation.

*Agence Nationale de Sécurité du Médicament

**L'OPO offre aux institutionnels dans le cadre d'un placement global la possibilité de fixer le prix d'introduction dans une fourchette prédéterminée par les professionnels de la place. Un livre d'ordres est ainsi constitué enregistrant les intentions d'achat des potentiels investisseurs institutionnels et permet ainsi de déterminer, à travers la confrontation des différents ordres, le prix définitif de l'opération. Le public qui souscrit à cette OPO subira, quant à lui, le prix déterminé par les institutionnels.

■ Caractéristiques de l'opération :

L'introduction en Bourse d'Unimed se fera à travers une cession de titres portant sur 14,39% du capital (5,89% par le fonds d'investissement *Kantara Proparco I Limited* et 8,5% par M. Ridha Charfeddine).

Le nombre d'actions mises sur le marché portera sur 3 662 450 actions. Le Syndicat de Placement est composé de Tunisie Valeurs, MAC SA et BH Invest.

Nature du placement	Nombre d'actions	En Montant (MDt)	En % de l'offre
Placement Global	1 700 000	[19,4 - 20,2]	46,4%
Placement Privé	1 114 000	[12,7 - 13,3]	30,4%
OPO	848 450	[9,7 - 10,1]	23,2%
	3 662 450	[41,8 - 43,6]	100,0%

Catégories de l'OPO	Nombre d'actions	En Montant
Catégorie A: Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 25 actions et au maximum 338 500 actions pour les institutionnels et 127 250 actions pour les non institutionnels.	841 450	[9,6MDt - 10MDt]
Catégorie B : Personnel de Unimed	7 000	[79,8KDt - 83,3KDt]

Un contrat de liquidité a été mis en place par M. Ridha Charfeddine, portant sur **8MDt et 254 500 actions** (1% du capital).

■ Analyse financière historique

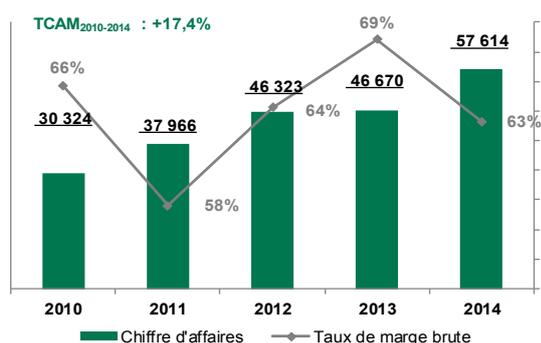
Le chiffre d'affaires a progressé de **17,4%/an** sur la période 2010-2014 grâce notamment à l'activité export qui a quintuplé en l'espace de 4 ans. En effet et contrairement aux statistiques du secteur, l'export est le moteur de croissance de Unimed. Cette dynamique est liée à (I) un effet volume grâce au développement de l'activité façonnage, et (II) un effet prix : la société bénéficie d'un effet change favorable (la société exporte principalement en Europe). A noter qu'en 2015, la société a enregistré un chiffre d'affaire de 59MDt en hausse de 3% par rapport à l'année 2014 : une croissance plus modérée en raison du report d'une commande d'un client étranger pour l'exercice 2016.

La marge brute a historiquement progressé de **16%/an**. L'évolution du taux de marge brute dépend de la structure des ventes (entre officines, export et hôpitaux). En effet, les ventes destinées aux officines et à l'export sont plus rentables que l'activité hospitalière. La société affiche un taux de marge brute normatif aux alentours de 63%.

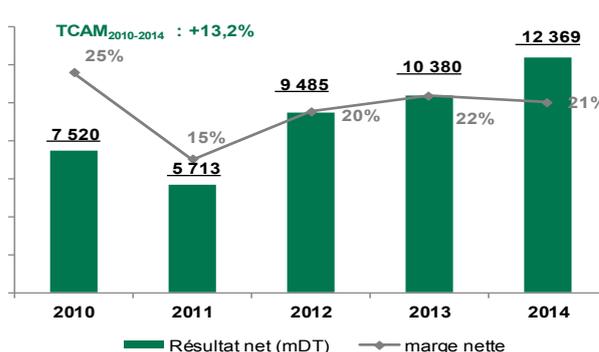
Profitant d'une marge brute soutenue, la marge d'EBITDA s'élève à des niveaux appréciables de 40%. Toutefois, ces niveaux ont connu une baisse par rapport à 2013 en raison des dépenses allouées par la société pour se conformer aux exigences des nouveaux clients étrangers.

Grâce à une structure financière peu endettée, la société a enregistré une croissance moyenne solide de ses bénéfices de **13% par an**, correspondant à une marge nette de 21% et un ROE de 22%.

Evolution du chiffre d'affaires (KDt) et de la marge



Evolution du bénéfice (KDt)



L'activité d'exploitation de la société est structurellement génératrice de cash. Sur les dernières années, la trésorerie d'exploitation a permis de financer la quasi-totalité des investissements de la société (une enveloppe moyenne de 9MDt par an), principalement destinés à l'extension du site de production.

En KDt	2010	2011	2012	2013	2014
CAPEX	11 632	6 160	15 401	3 775	7 242
Free Cash Flow	419	5 471	- 1 867	6 120	8 757
Dette nette	7 619	- 4 795	- 1 012	- 4 864	- 7 733
Gearing	22%	-10%	-2%	-8%	-11%
ROCE	19%	28%	21%	23%	
ROE	15%	21%	20%	22%	

■ Les perspectives de développement :

Sur la période prévisionnelle, la stratégie future de la société s'articulera autour des principaux axes suivants :

(I) Une augmentation des capacités de production

La société projette l'extension de ses unités de production actuelles avec :

- L'installation d'un nouveau bloc dédié aux poudres injectables. Cet investissement, qui a déjà été effectué devrait entrer en exploitation incessamment, et permettrait le doublement de la capacité de production de cette gamme de produits.
- L'acquisition de deux nouvelles machines et l'installation de nouvelles lignes de production dans une optique de modernisation et de renforcement de ses outils de production.

(II) Une stratégie de diversification des produits

Dans un souci de compléter sa gamme de produits et d'être présente dans l'ensemble de la chaîne de traitement du patient, la société Unimed compte se positionner sur la niche des produits sous forme sèche. Des investissements sont prévus à partir de 2017 avec l'installation d'une nouvelle ligne de production.

(III) Une consolidation de l'activité export

- Dans une optique de développement et de diversification des marchés export, la société envisage de se déployer sur le marché Jordanien. A ce titre, la société a remporté un appel d'offres pour la production de 5 types de médicaments. Les AMM sont en cours de finalisation d'enregistrement pour une commercialisation à partir de fin 2016. La société est également en train de prospector sur de nouveaux marchés africains et dans la région MENA.

- Création d'une société pharmaceutique en Algérie en joint venture avec un laboratoire pharmaceutique algérien. La société sera dédiée à la fabrication des médicaments génériques (ophtalmiques et injectables) en Algérie. Le business model de cette nouvelle société est le même que celui d'Unimed. Il offre, en revanche, l'avantage d'être exposé à un marché nettement plus important que le marché tunisien et, bénéficiera du réseau de distribution du partenaire algérien. La société devrait être constituée au cours du deuxième trimestre 2016.

Les principaux agrégats de la société Unimed :

Rubrique	TCAM 2014-2019	Commentaire
Chiffre d'affaires	21,7%	Développement de nouveaux produits et de nouveaux marchés
Charges de personnel	13%	Recrutement de 280 personnes
Autres charges d'exploitation	20%	Frais d'études et assistance externe, pour se conformer aux exigences des clients étrangers.
Investissement	10MDt/an en moyenne	- Augmentation de la capacité de production - Modernisation de l'outil de production - Développement de nouvelles gammes de produits - Les nouveaux investissements seront financés à hauteur de 50% en dette et 50% en autofinancement.
Politique de distribution de dividendes		Un payout de 60% sur toute la période prévisionnelle (contre 40% historiquement).

■ Valorisation de la société Unimed :

Dans le cadre d'une OPO, la fourchette de valorisation retenue en fonction du retour de la place est comprise entre **290MDT et 303MDT**, soit un prix par action compris entre **11,4 dinars et 11,9 dinars** par action.

Les méthodes d'évaluation utilisées sont :

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF)
- La méthode MVA (Market Value Added)
- La méthode de Bates
- La méthode des comparables boursiers

A cette fourchette de prix, la valorisation de la société Unimed correspondrait à un PER_{2015e} compris entre 22x et 23x. Des niveaux qui se comparent favorablement à ses pairs cotés sur les marchés étrangers.

en x	Pays	PER		EV/Net Sales		EV/EBITDA	
		2014	2015e	2014	2015e	2014	2015e
Aspen Pharmacare Holdings Ltd.	Afrique du Sud	31,6	19,3	5,4	3,9	19,4	14,4
Hikma Pharmaceuticals Plc	Grande Bretagne	22,0	23,8	4,3	4,3	13,6	14,3
Sosei Group Corp.	Japon	74,1	30,7	15,3	17,0	49,4	NC
ADWYA	Tunisie	18,9	17,4	1,7	1,5	12,8	8,6
Sanofi india	Inde	31,4	35,8	4,0	4,3	21,9	19,5
Huadong Medicine Co., Ltd.	Chine	30,2	26,7	1,3	1,5	16,6	17,4
Baxter International Inc.	Etats-Unis	15,9	28,7	2,8	2,6	12,9	17,4
Lupin Limited	Inde	37,5	33,6	7,0	5,5	23,6	22,3
Multiples médians (x)		30,3	27,7	4,1	4,1	18,0	17,4

NC : Non Connu

Source : Infanciales 25/01/2016, Tunisie Valeurs

Le Prix définitif des actions Unimed résultera de la confrontation de l'offre des actions dans le cadre du Placement Global et des demandes émises par les investisseurs de cette catégorie selon la technique dite de « Book Building* » telle que utilisée par les pratiques internationales de marché .

■ Calendrier de l'opération :

Enregistrement du document de référence	22/03/2016
Fixation de la fourchette de valorisation	30/03/2016
Conseil de la Bourse	31/03/2016
Période de souscription	15/04/2016 au 20/04/2016 inclus
Ouverture des plis et fixation du prix d'introduction	22/04/2016
Cotation	04/05/2016

Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU
Lilia KAMOUN TURKI
Aicha MOKADDEM
Hamza BEN TAARIT

*Constitution d'un livre d'ordres qui enregistre les intentions d'achat (nombre de titres et prix) des potentiels investisseurs institutionnels dans le cadre du placement global, et permet ainsi de déterminer, à travers la confrontation des différents ordres, le prix définitif de l'opération.