

❖ Recommandation boursière

- Acteur historique des médicaments sous licence développés par des partenaires internationaux.
- Développement progressif des génériques à travers les années (35% en 2016 contre 24% en 2011).
- Le changement actionnarial et la succession des agitations sociales ont entraîné un ralentissement de l'activité et un manque à gagner pour la société.
- Projet d'investissement pour l'installation d'une unité de production des produits pour inhalation, ophtalmiques et solutions nasales; relais de croissance à long terme.
- La valorisation est relativement chère. Nous recommandons, néanmoins, de conserver le titre pour profiter d'une éventuelle dynamique sur le titre suscitée par la cession de la participation d'El Karama.

❖ Présentation du groupe

- Créée en 1983, Adwya est une société pharmaceutique qui produit deux types de médicaments:
 - **Les produits sous licence:** activité historique qui représente la part prépondérante du chiffre d'affaires (59%). Elle consiste à produire et vendre des médicaments qui sont développés par des partenaires étrangers à l'instar de GlaxoSmithKline et Sanofi Aventis;
 - **Les produits génériques:** activité qui 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. Cette activité dégagne plus de marge que l'activité sous licence.
- Les produits fabriqués par Adwya sont essentiellement destinés au marché officinal (les pharmacies). Les ventes aux hôpitaux ne représentent que 4 % du CA en 2016.
- Géographiquement parlant, la société vend exclusivement ses produits sur le marché local. Le marché export ne représente qu'une part marginale (0,6% du CA en 2016).

❖ Faits et éléments saillants de l'exercice 2016:

- Souffrant de perturbations sociales entravant le processus de production, la société Adwya n'a fonctionné que 10 mois sur l'année 2016. Ces arrêts de production ont entraîné un décrochage au niveau des ventes se traduisant par une baisse du chiffre d'affaire de 5% à 85MDt. Ce déclin a principalement concerné les ventes des produits sous licence (-5,7% à 50MDt), tandis que les ventes des produits génériques se sont stabilisées à 30MDt.

Prix : 5,600Dt

Capitalisation boursière: 108MDt

Recommandation

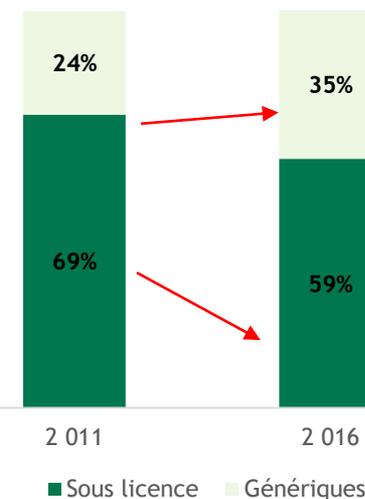
Conserver

Actionnariat

M. Tahar EL MATERI:	39,9%
Etat Tunisien:*	35,53%
Fottant:	24,57%

*: Participation de Moncef Materi confisquée par El Karama Holding

Evolution de la structure du CA

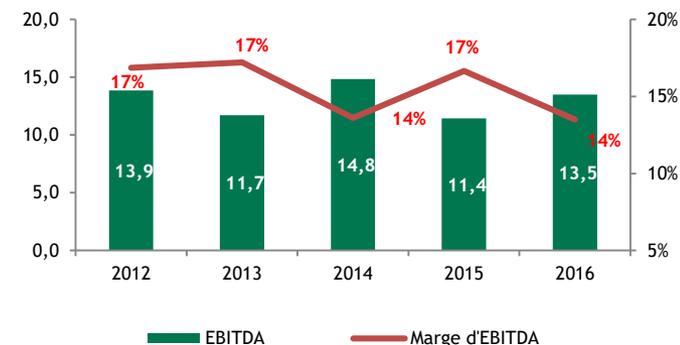


- Le fléchissement de l'activité s'est accompagné par un effritement des marges. La dépréciation du dinar face aux principales devises ajoutée au dérapage des charges d'exploitation, a fortement sanctionné la marge d'EBITDA (baisse de 3 points de taux à 14%).
- Sous le poids des charges financières qui ont plus que doublé de montant, l'année s'est soldée par un résultat net de 2,9MDt (hors contribution conjoncturelle) soit le plus faible niveau depuis 2012.
- Au niveau financier, la dette nette de Adwya a dépassé 18MDt en 2016. Rapportée au fonds propres, le gearing de la société s'élève à 82%, soit un niveau relativement élevé. L'essentiel de cette dette est à court terme, sous forme d'escompte destiné à financer le BFR.
- La société a, également, eu recours à la dette à moyen et long terme en vue de financer un plan d'investissement d'une enveloppe de 15MDt, pour l'installation d'une nouvelle unité pour les produits ophtalmologiques et respiratoires. En dépit de cet important plan d'investissement, Adwya n'a pas arrêté la distribution généreuse de dividendes (qui ont même augmenté au fil des années).
- Enfin, la rentabilité des capitaux propres (ROE) demeure modeste (9%) comparée à son concurrent Unimed qui affiche un ROE de 17%. Sa rentabilité économique (ROCE de 11,7% en 2016) est également en retrait par rapport à son concurrent coté (18%).

❖ Perspectives d'avenir et opinion de Tunisie Valeurs:

- L'année 2017 s'annonce sous de meilleurs auspices pour le secteur pharmaceutique national qui a enregistré une reprise des ventes de 4,7% à 410MDt sur le premier trimestre 2017. Ce redressement va profiter aussi à Adwya. En effet, les négociations salariales clôturées en 2016 (portant sur les 3 exercices à venir) devrait apaiser le climat social et on s'attend à une normalisation de la production en 2017 et une reprise au niveau des ventes.
- En partant d'une faible année de base 2016 (marquée par des résultats en baisse), nos prévisions tablent sur une croissance de 6% du chiffre d'affaire à 90MDt, tirée par les produits génériques.
- Le revirement vers les produits génériques dont les prix de ventes sont plus faibles que les sous licence, est au cœur de la stratégie du nouveau management en place depuis Octobre 2016. Cette tendance engendrera moins de volume mais plus de rentabilité.

Evolution de l'EBITDA



En MDt	2014	2015	2016
Cash Flow d'exploitation	5,4	9,7	10,1
Investissements	(4,3)	(8,2)	(4,6)
Free Cash Flow	1,1	1,5	5,5
Dette Nette	21,8	20,6	18,2
Gearing	118%	87%	82%
ROE	25%	22%	9%

▪ Au niveau des marges, la société subira encore l'impact négatif de la dépréciation du dinar. Pour rappel, 100% des achats de la société sont en devise 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. Le mix produits devrait, en revanche, atténuer en partie cet effet. Nos prévisions tablent sur un EBITDA de 12,5MDt (+10%) et un résultat net de 3.5MDT (en augmentation de 21% par rapport au résultat ordinaire de 2016).

▪ Face à la conjoncture économique difficile, la société tente de se défendre en pénétrant les segments des injectables et collyres (produits à forte marge). A ce titre, un investissement total de 15MDt a été engagé pour l'installation de nouvelles unités. Les travaux ont débuté en 2016, mais l'entrée en exploitation et la commercialisation est prévue pour 2019 (vue la lenteur du processus d'enregistrement des AMM). Les retombées seront observées sur les comptes de 2019 et devraient booster la rentabilité de la société.

▪ Par cet investissement, Adwya s'attaque à un segment de marché dominé par deux majors (Unimed et Medis qui détiennent ensemble une part de marché de 50%). Elle 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.

▪ En bourse, la société affiche un parcours boursier dans le rouge (baisse de 10,8%). Avec une capitalisation de 108MDt, la société traite à des multiples de P/E 2017e de 30,8x, un niveau de valorisation élevé comparé à la moyenne internationale du secteur (20,7x). 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. Ce processus se fera dans les prochains mois à travers une OPO (Offre à Prix Ouvert).

En kDt	2013	2014	2015	2016	2017e
Chiffre d'affaires	80 510	86 031	89 023	84 647	89 929
<i>Progression</i>	20%	7%	3%	-5%	6%
Marge Brute	30 054	30 361	35 418	32 249	34 825
<i>Progression</i>	15%	1%	17%	-9%	8%
Taux de marge brute	37,3%	35,3%	39,8%	38,1%	38,7%
EBITDA	13 857	11 699	14 835	11 430	12 582
<i>Progression</i>	22%	-16%	27%	-23%	10%
Marge d'EBITDA	17,2%	13,6%	16,7%	13,5%	14,0%
Résultat net Retraité*	6 671	6 614	6 486	2 898	3 515
<i>Progression</i>	30%	-1%	-2%	-55%	21%
Résultat net publié	6 671	6 614	6 486	2 734	3 515
<i>Progression</i>	30%	-1%	-2%	-58%	29%

* Résultat 2016 retraité de la contribution exceptionnelle

Indicateurs boursiers	Adwya
PER 2016	40,2x
PER 2017e	30,8x
Yield 2016* *	0%
ROE 2016	9%
Performance 2017	-10,8%

* Estimation Tunisie Valeurs