

Compte de résultat

En mDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	64 862	70 345	87 088	107 206	115 782
<i>Progression</i>	-	8%	24%	23%	8%
Marge brute	36 054	41 118	53 306	60 035	65 417
<i>Progression</i>	-	14%	30%	13%	9%
Taux de marge brute	56%	58%	61%	56%	57%
EBITDA	19 819	22 007	31 184	35 339	38 076
<i>Progression</i>	-	11%	42%	13%	8%
Marge d'EBITDA	31%	31%	36%	33%	33%
Résultat net retraité*	11 893	12 533	18 360	19 478	20 835
<i>Progression</i>	-	5%	46%	6%	7%
Marge nette	17%	18%	21%	18%	18%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat et les plus ou moins values sur cession.

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **2019 s'annonce un bon cru pour Unimed. La société profite de son orientation croissante vers l'export, de l'entrée en exploitation de nouvelles AMM et de son leadership sur les produits stériles en Tunisie.**

♦ **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 sur le moyen terme. 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. Les perspectives de croissance sont claires et les compétences déjà prouvées par le management devraient assurer tranquillement une expansion à l'international.**

♦ **Comparée à ses consœurs cotées, Unimed devra être considérée comme un « joyau » sous-évalué, un bon véhicule pour investir dans le secteur pharmaceutique. Si le parcours du titre depuis son entrée sur le marché principal en 2016 n'a pas été fameux, le net changement de dimension qui se prépare actuellement ne devrait pas passer, pour longtemps, inaperçu en bourse.**

Prix : 9,900 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

M. Ridha CHARFEDDINE (1):	63,4%
Ekuity Capital (2):	12,3%
SQM Frontier Africa Master Fund:	7,0%
Flottant:	17,3%

Capitalisation boursière: 317MDt

Ratios boursiers (3):

PER 2020e: 15,2x

Yield 2019e: 3,5%

EV/EBITDA 2020e: 8,8x

ROE 2020e: 23%

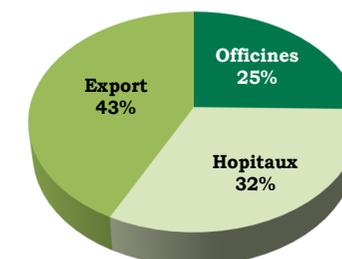
Performance 2020: +5,7%

(1) Directement et indirectement via Premium Holding

(2) Ex CTDK

(3) Données au 20 Février 2020

Structure du chiffre d'affaires (2019)



I- Présentation du secteur pharmaceutique Tunisien

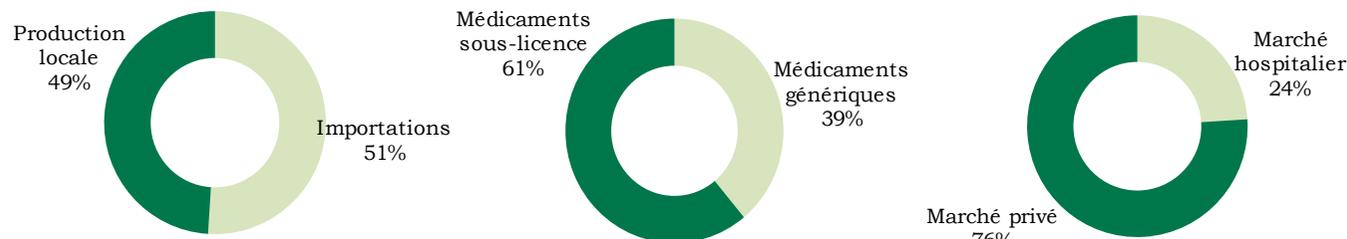
- Le secteur pharmaceutique Tunisien se caractérise par une forte atomocité. Une quarantaine d'acteurs se partagent un marché de 2,4 milliards de dinars (2018) où coexistent les filiales des grands laboratoires étrangers (comme Sanofi, GSK, Pfizer, Novartis et Pierre Fabre), des producteurs 100% Tunisiens privés (comme Médis, Saiph, Galpharma, Unimed, Hikma et Adwya) et un producteur public (Siphat).

- Grâce à son large réseau de grossistes, d'officines et de cliniques répartis sur tout le territoire national, le secteur privé écoule l'essentiel des ventes de médicaments en Tunisie (76%). Le reliquat (24%) est écoulé à travers le secteur hospitalier public (2161 centres de soins publics).

- La production locale de médicaments couvre plus de la moitié des besoins nationaux, le reliquat étant comblé par les importations. Sur 36 producteurs locaux, 16 sont spécialisés dans les médicaments génériques, 15 sont actifs dans le domaine des médicaments sous-licence et 5 détiennent un portefeuille mixte de médicaments (médicaments sous-licence et médicaments génériques).

- En l'absence d'acteur de taille critique, le développement des exportations est resté marginal (< 170 MDt en 2018) et la balance commerciale du secteur largement déficitaire (les importations du secteur dépassent 1 milliard de dinars !). Face à ce déséquilibre, il est clair qu'une vague de concentration est souhaitable sur le marché afin de donner naissance à de véritables « champions » capables de s'internationaliser.

Structure du marché pharmaceutique Tunisien (chiffres de 2018, d'après IMS)

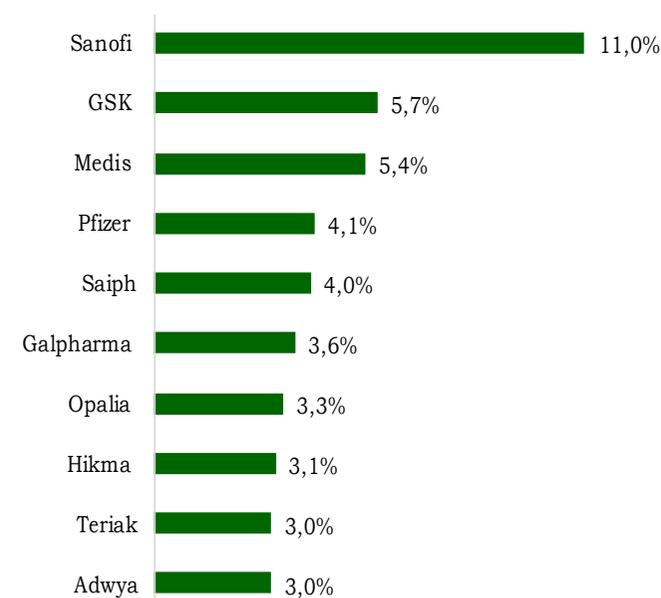


- Les exportations tunisiennes sont principalement écoules en France (31% des exportations) et aux pays du Maghreb : la Libye et l'Algérie qui consomment respectivement 23% et 10% de nos ventes de médicaments à l'étranger.

« Le secteur pharmaceutique Tunisien est caractérisé par une forte atomocité et une omniprésence de l'Etat dans le cycle de vie des médicaments »

- Considéré comme stratégique par les autorités publiques, le secteur pharmaceutique est marqué par un interventionnisme de l'Etat à travers les structures de réglementation et de contrôle et au niveau de: **1)** la délivrance des Autorisations de Mise sur le Marché (AMM), **2)** l'homologation des prix de vente et le système de compensation, **3)** les structures d'approvisionnement avec la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT) qui détient le monopole d'importation des médicaments avec l'Institut Pasteur, de l'approvisionnement des établissements de santé publics et parapublics et en garantit la disponibilité sur tout le territoire national et **4)** la distribution des médicaments à travers le maillage sanitaire public et ses centres de soins publics.

Parts de marché des 10 plus importants acteurs pharmaceutiques sur le marché local (2018)



- Les pouvoirs publics suivent de très près l'évolution du secteur. La mise en place de la CNAM en 2007 en est une illustration. Cette institution s'inscrit dans le cadre d'une stratégie d'encouragement des médicaments génériques pour réduire la dépendance aux importations. La pénétration de ce type de médicaments a atteint 39% du marché total en 2018.

- Plus récemment, l'Etat s'est engagé à déployer les efforts nécessaires afin de soutenir le secteur et de porter le taux de couverture des besoins nationaux à 70%. L'atteinte de cet objectif nécessite:

- 1) Des efforts d'adaptation de la réglementation en uniformisant la fiscalité pour les médicaments importés et les médicaments produits localement, en réorganisant le processus d'octroi des AMM, en révisant le processus de fixation des prix et de la compensation,

- 2) Le ciblage de nouveaux créneaux à l'export comme les essais cliniques et précliniques,

- 3) L'adoption d'une stratégie nationale de relance de l'export qui visera dans un premier temps les marchés à faibles barrières à l'entrée et à fort potentiel de croissance.

- Avec une capitalisation totale de 389MDt (à peine 2% de la capitalisation du marché) et trois acteurs cotés seulement, le secteur pharmaceutique est faiblement représenté en bourse. Adwya, Siphath et Unimed affichent des performances financières contrastées et des modèles économiques différents.

II- Présentation de la société Unimed

- Unimed est une société pharmaceutique créée par M. Charfeddine vers la fin des années 90 dans une période où l'Etat encourageait

l'émergence de producteurs locaux.

- Dès sa création, Unimed s'est positionnée sur **un marché de niche**, celui des produits stériles : les injectables, les collyres 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 Medis (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.

« L'investissement dans l'innovation et le ciblage accru de l'export restent les principaux relais de croissance et de rentabilité du secteur »

- Unimed dispose de 6 sites de production qui fonctionnent à plein régime. C'est pourquoi la société a récemment lancé **un projet de grande extension de la capacité qui connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2022**.

- 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 & 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 près de 350 AMM (60% en Tunisie et 40% à l'étranger) **et enregistre une quinzaine chaque année.**

III- Analyse financière de la société Unimed

- Jusqu'à l'année dernière, Unimed réalisait en moyenne **60% de son chiffre d'affaires sur le marché local**, se répartissant de manière quasi-équilibrée entre ventes hospitalières (32%) et officinales (25%). Cette exposition 'nationale' est quelque peu contraignante pour la société pour deux raisons :

- i) Les prix de vente sur le marché local ne sont pas libres et par conséquent, les marges sont plus minces,

- ii) La nécessité de passer - pour les ventes hospitalières - par des appels d'offres et tout ce que cela implique en termes de délais de réponse et de délais de paiement.

« L'exposition aux médicaments génériques permet à Unimed d'afficher des niveaux de marges confortables »

- Consciente des limites de ce positionnement, Unimed a mis en place une stratégie volontariste de montée en puissance des exportations. Le bilan est concluant; les exportations de la société ont été multipliées quasiment par 5 fois entre 2012 et 2019 pour passer de 10MDt à 46MDt.

▪ L'export représente aujourd'hui près de 43% du chiffre d'affaires de la société. Ce chiffre d'affaires prend deux formes:

i/ La sous-traitance pour le compte de laboratoires pharmaceutiques étrangers, européens principalement,

ii/ L'export direct par le biais de l'enregistrement des Autorisations de Mise sur le Marché (AMM) dans des pays étrangers (Unimed dispose actuellement d'une cinquantaine d'AMM en Asie et de près de 90 en Afrique). Notons d'une centaine de dossiers est déposée à l'étranger et est en attente d'enregistrement.

▪ L'offensive à l'international constitue un remède « implicite » contre le risque de change et la flambée des matières premières. Rappelons que l'essentiel (presque 90%), des achats des intrants (molécules, capsules...) d'Unimed, est importé d'Europe.

▪ Le positionnement 'générique' et le développement des exportations, ont permis à la société d'afficher des niveaux de marge brute très appréciables par rapport aux normes du secteur (supérieurs à 55%).

▪ L'accélération de croissance chez Unimed a été d'autant plus salubre au niveau de la rentabilité opérationnelle. A la lumière des chiffres semestriels, l'atteinte d'un nouveau palier de rentabilité devrait encore se confirmer sur toute l'année 2019 avec une progression prévisionnelle de l'EBITDA de 13% à 35MDt.

▪ 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 d'extension de

capacité (une enveloppe de 60MDt déboursée sur la période 2016-2019), a contraint la société à contracter des emprunts à moyen et long terme afin de financer ses investissements (une dette nette estimée à 19MDt en 2019 soit un gearing de 18%). Ce recours au levier financier depuis 2018, est d'ores et déjà perceptible au niveau de la rentabilité des capitaux propres de la société (24% en 2019, selon nos estimations contre une moyenne de 19% sur la période 2014-2017).

▪ Le retour aux cash flow abondants devra se faire *crescendo* dans les prochaines années avec l'entrée en phase de retour sur investissement. La société aura alors gagné son pari de croissance et continué à rémunérer généreusement ses actionnaires (un payout moyen de 60% sur la période 2016-2018).

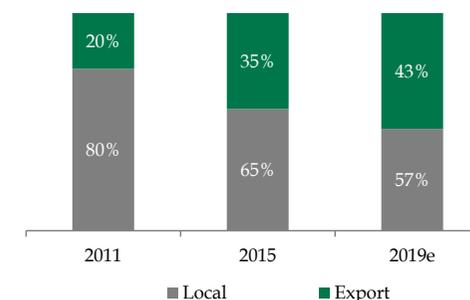
« Le retour aux cash flow abondants devrait se faire crescendo dans les prochaines années avec l'entrée en phase de retour sur investissement »

IV- Perspectives de développement & prévisions

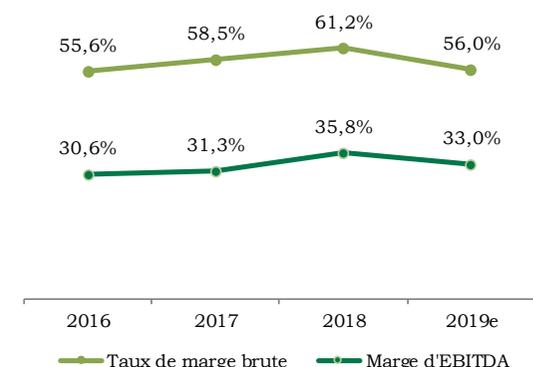
▪ Renonçant au projet de croissance externe à la fin de l'année 2017 (rappelons-le — une acquisition d'une participation majoritaire dans un groupe pharmaceutique en Afrique de l'Est), Unimed a privilégié la consolidation de sa présence sur les marchés historiques (en Europe et au Maghreb) à forts potentiels.

▪ 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.

Décomposition du chiffre d'affaires entre marché local et export



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



Evolution des principaux indicateurs de rentabilité et des fondamentaux

En MDt	2016	2017	2018	2019e
Cash Flow d'exploitation	21,1	14,5	13,4	20,9
Investissements	8,1	13,6	17,8	20,4
Free Cash Flow	13,0	0,9	-4,4	0,5
Dette Nette	-11,8	-5,5	8,2	18,7
Gearing	-15%	-7%	9%	18%
ROE	17%	18%	24%	24%
ROCE	18%	21%	27%	24%

- 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 :

- 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 sérialisation 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),

- Aujourd'hui, avec un projet d'extension de capacité qui va bon train et une stratégie claire de se diriger vers l'export et de diversifier les marchés, Unimed est bien outillé pour garder le cap sur la croissance dans les prochaines années. Ainsi, nous tablons sur une croissance

moyenne du résultat net de 9% sur la période 2019-2021 pour atteindre 24MDt d'ici 2021. Nos estimations 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 19,7% à fin 2018.

V- 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%. La société connaît un bon début d'année avec une avancée de 5,7% sur moins de deux mois de cotation.

- Avec une capitalisation de 317MDt, Unimed affiche une valorisation clairement décotée dans l'absolu et comparativement aux standards de l'industrie (un multiple VE/EBITDA 2020 estimé de 8,8x pour un secteur qui traite à plus de 10x 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 réitérons notre recommandation à l' « Achat » sur Unimed.**

- On ne peut clôturer cette note sans positionner Unimed par rapport à ses pairs cotés:

1) Adwya: Un fleuron « officiel » éprouvé par la gouvernance « publique » et la conjoncture

- Fondée dans les années 80, Adwya figure parmi les pionniers de l'industrie pharmaceutique Tunisienne. Adwya appartient au club restreint des sociétés ayant un chiffre d'affaires supérieur à 100MDt. La société détient un portefeuille de médicaments mixte et écoule la majorité de sa production sur le marché officinal (98% en 2019). Autrefois jouissant d'un bilan solide et d'une rentabilité soutenue, la société a subi une nette dégradation de ses fondamentaux sur les dernières années pour des raisons:

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

Performances boursières d'Unimed



Données au 20 Février 2020.

- **Endogènes:** un ralentissement de la croissance, une forte exposition à l'activité des médicaments sous-licence (environ 60% du chiffre d'affaires en 2019) à plus faible marge, des retards dans la politique de reconversion aux médicaments génériques lancée en 2007 et une très faible présence à l'export,

- **Exogènes:** un contexte de change pénalisant qui a affecté la rentabilité et une situation capitalistique transitoire (mise sous la houlette de Al Karama Holding suite à la confiscation des biens des proches de l'ancien régime et des retards dans la relance du processus de désengagement de l'Etat) qui a généré des changements managériaux successifs et empêché la mise en place d'une véritable stratégie.

▪ La relance du processus de privatisation est la voie de salut unique pour la société. La formation d'un nouveau tour de table « privé » devrait donner un nouveau départ à la stratégie de conversion aux génériques. Une nouvelle gouvernance privée devrait restaurer le prestige d'Adwya et améliorer ses performances opérationnelles et financières.

2) Siphat: Un acteur « générique » public mal en point

▪ Fondée à la fin des années 80 et filiale à 68% de la Pharmacie Centrale, la Siphat est l'unique industriel pharmaceutique à capitaux publics. Son activité est majoritairement focalisée sur le marché local (93% des ventes) et sur les produits génériques. La société sert d'une manière quasi-égalitaire le marché officinal et hospitalier. Pénalisée par une gouvernance « publique », la société souffre du vieillissement de ses équipements et d'une structure de charges-salariales - élevée, sans doute dictée par un intérêt

« social ». Déficitaire sans interruption depuis 2010, la situation financière de la société empire année après année et ses fonds propres ont basculé en territoire négatif depuis 2018 (un montant de -14MDt au S1 2019).

▪ La Siphat nécessite une injection d'argent frais-quoique peu invraisemblable au jour d'aujourd'hui au vu des problèmes structurels et de la situation financière tendue de PCT- pour sauvegarder son activité. Le bras industriel de la PCT a besoin d'un vaste plan de restructuration pour moderniser sa gouvernance, optimiser sa productivité et redéfinir sa position industrielle dans un marché très concurrentiel.

« Les trois industriels pharmaceutiques cotés affichent des performances, des modèles économiques et des constats de réussite différents »

Echantillons de sociétés comparables à Unimed

Société	Pays	P/E 2020e	EV/EBITDA 2020e
Aspen Pharmacare Holdings Limi...	Afrique du Sud	7,7	8,4
Eagle Pharmaceuticals Inc.	Etats-Unis	17,3	13,0
Lupin Limited	Inde	25,4	12,7
Vectura Group plc	Royaume-Uni	17,3	10,5
Guangzhou Baiyunshan Pharmaceu...	Chine	15,7	10,1
Fidson Healthcare Ltd.	Nigéria	12,0	n.c
Alembic Pharmaceuticals	Inde	19,5	12,6
Pharmaniaga Bhd.	Malaisie	11,7	6,7
Abbott Laboratories	Etats-Unis	24,9	19,4
Ibnsina Pharma	Egypte	15,0	12,3
Egyptian International Pharmaceutical industries	Egypte	8,5	6,1
Saudi Pharmaceutical Ind.	Arabie Saoudite	25,3	15,5
Médiane internationale		16,5	12,3
Adwya	Tunisie	36,7	9,1
Siphat	Tunisie	n.s	n.s
Unimed	Tunisie	15,2	8,8
Médiane		16,5	10,5

Source: Infinancials

Principaux indicateurs du secteur pharmaceutique coté*

Société pharmaceutique cotée	Exposition au marché officinal	Exposition aux médicaments génériques	Exposition au marché export	Marge brute	Marge d'EBITDA	Marge nette	ROCE	ROE	Gearing
Adwya	98%	38%	2%	37,5%	12,7%	1,5%	9,6%	4,7%	142%
Siphat	45%	> 80%	3%	30,6%	-54,5%	-65,9%	Négatif	Négatif	-137%
Unimed	25%	70%	43%	56,0%	33,0%	18,2%	23,8%	23,6%	18%

Données estimées pour 2019