

Compte de résultat

En mDt	2016	2017	2018	2019e*	2020p	2021p
Chiffre d'affaires	40 775	35 301	31 058	22 362	55 208	68 797
<i>Progression</i>	-	-13%	-12%	-28%	147%	25%
Marge brute	21 019	15 409	10 276	9 392	24 292	30 653
<i>Progression</i>	-	-27%	-33%	-9%	159%	26%
Taux de marge brute	52%	44%	33%	42%	44%	45%
EBITDA	133	- 3 729	- 8 283	- 9 499	3 529	7 326
<i>Progression</i>	-	-	-	-	-	108%
Marge d'EBITDA	0%	-11%	-27%	-42%	6%	11%
Résultat net retraité	- 3 769	- 7 735	- 14 266	- 13 063	- 4 819	- 490
<i>Progression</i>	-	105%	84%	-8%	-63%	-90%
Marge nette	-9%	-22%	-46%	-58%	-9%	-1%

* Les chiffres de 2019 sont les estimations de Tunisie Valeurs

Sources Etats financiers de Siphat, projections du management de la société (2020-2021)

♦ **Siphat s'est donnée rendez-vous avec le marché après une longue absence. La communication financière tenue dernièrement a été l'occasion pour le nouveau management, qui a pris les rênes de la société en juin 2019, de faire le point sur les réalisations récentes de la Siphat et d'exposer sa stratégie de développement.**

♦ **La société a enregistré, en 2019, son chiffre d'affaires le plus faible, dans sa vie boursière. Plusieurs années d'inaction, d'une gouvernance publique contestable et de dégâts collatéraux de la Révolution ont conduit la firme à une impasse. Une situation de blocage a été atteinte à tous les niveaux avec les partenaires de la Siphat (bailleurs de fonds et fournisseurs).**

♦ **Prenant conscience de l'enjeu concurrentiel et du potentiel de redressement de la Siphat, la nouvelle équipe de direction s'active sur tous les fronts pour redonner vie à la société et rétablir ses équilibres financiers. Le management a présenté sa feuille de route pour le sauvetage de la Siphat; un vaste plan de restructuration prévoyant des actions à engager sur le court, moyen et long termes pour se libérer des tensions de trésorerie et atteindre un sentier de croissance pérenne. L'équipe de direction a également levé le voile sur un nouveau business plan sur la période 2019-2023. Un BP qui nous semble ambitieux de par l'importance des efforts d'investissement à consacrer (une enveloppe de 25 millions d'Euros) et des rythmes de croissance envisagés.**

♦ **La tâche est immense pour le nouveau management pour réussir le chantier de transformation de la Siphat. Les défis sont de taille pour une société dans le giron public. Des zones d'ombre méritent d'être éclaircies sur le *modus operandi* du projet et sur son schéma de financement. Ce projet peut avoir des effets d'annonces favorables sur le cours boursier, mais le manque d'éléments factuels nous appelle à la rationalité.**

Prix : 5,590 Dt

Conserver

Actionnariat

Pharmacie Centrale de Tunisie:	67,8%
STEC (Groupe DOGHRI):	12,2%
Flottant:	20,0%

Capitalisation boursière: 10MDt

Ratios boursiers*:

PER 2020e: n.s
Yield 2019e: 0%
EV/EBITDA 2020e: 14,4x
ROE 2020e: négatif
Performance 2020: +11,1%

* Données au 28 Février 2020.

La Siphat en chiffres (2019)

- ♦ **2%** de part de marché (marché officinal)
- ♦ **60%** de part de marché sur le segment des solutions perfusables
- ♦ **50%** des capacités de production des formes sèches en Tunisie
- ♦ **60%** des capacités de production des formes buvables en Tunisie

I- Présentation de la société Siphat

- 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. La société est restée un acteur local et n'a pas développé de relais à l'international. Les ventes à l'export représentent une faible part de 3% (à fin 2019) et sont essentiellement réalisées sur les marchés limitrophes (Algérie et Libye).

- Siphat est essentiellement positionnée sur les produits génériques avec une part supérieure à 70% de son chiffre d'affaires chaque année. La proportion restante est représentée par des produits sous-licence, la société disposant de partenariats avec une douzaine de laboratoires de renommée internationale (Rhonopolenc, Solvay, Innotech, Bieffe medital, Bayer, Boeringer...).

- Siphat affiche une autre spécificité, son cachet « hospitalier ». La société est leader sur le marché hospitalier avec plus de la moitié de son chiffre d'affaires réalisé avec les hôpitaux. En revanche, dans le paysage officinal, Siphat détient une faible part de marché de 2% en 2019.

- La société dispose d'un portefeuille de participations stratégiques dans d'autres entreprises pharmaceutiques installées en Tunisie qui sont les sociétés Pierre Fabre (35% du capital), Pfizer Tunisie (30% du capital) et la société Saiph (2,5% du capital).

- Sur les dernières années, la société n'a enregistré qu'une évolution modérée de son chiffre d'affaires. Aux difficultés commerciales accumulées au fil des années, se sont ensuite greffés l'instabilité managériale et les tensions sociales post-Révolution. Depuis 2010, la société a été déficitaire

sans interruption (des pertes cumulées de 52,7MDT jusqu'à 2019, selon nos estimations).

- Le positionnement particulier de la Siphat, seule société industrielle du secteur pharmaceutique à ne pas être contrôlée par des capitaux privés, rend ses performances peu comparables avec les autres acteurs du secteur. La Siphat ne semble pas s'inscrire dans les mêmes objectifs de rentabilité et subit les contraintes d'une gouvernance « publique » dans un environnement sectoriel très concurrentiel et en forte mutation.

II- Analyse financière de la société

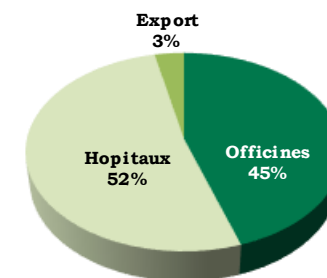
- La société a connu une hémorragie au niveau des ventes depuis l'année 2015. Son chiffre d'affaires a décroché de 14,7% en moyenne sur la période 2015-2019. La baisse des revenus a été généralisée touchant aussi bien le marché officinal (-12%) qu'hospitalier (-15%).

- Le déclin commercial de la société trouve son origine dans: **1)** le manque de réactivité commerciale et la perte de parts de marché par rapport à la concurrence, **2)** La non révision des prix de vente **3)** les arrêts fréquents de production suite aux mouvements sociaux, **4)** les changements managériaux successifs et **5)** les problèmes de trésorerie qui ont altéré le cycle d'approvisionnement de la société.

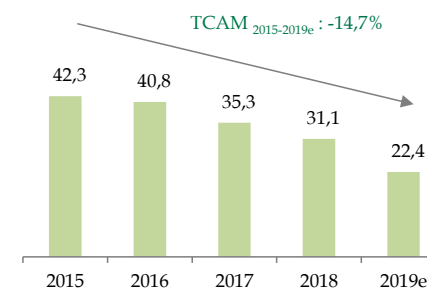
- La société s'est historiquement distinguée par les bons niveaux de sa marge brute (supérieure à 50% durant la décennie 2000), en relation avec sa focalisation sur les produits génériques. Cependant, depuis 2016, la marge brute a suivi un trend baissier, subissant un effet ciseau entre la dépréciation du dinar et le renchérissement des matières premières d'un côté et la stabilité des prix

de vente sur le marché de l'autre côté. En 2018, la marge brute a atteint son plus faible niveau dans la vie boursière de la société (33%).

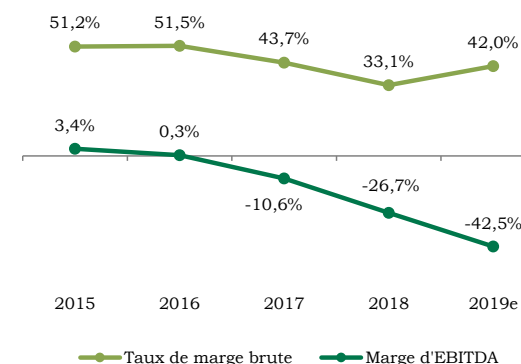
Structure du chiffre d'affaires (2019)



Evolution du chiffre d'affaires



Evolution des marges



- La société souffre d'une situation de sureffectif, une spécificité qu'elle partage avec la majorité des entreprises publiques. Malgré les importants départs à la retraite (environ 300 personnes entre 2011 et 2019), la masse salariale pèse encore lourd, absorbant 58% du chiffre d'affaires de la société à fin 2018. A titre de comparaison, les charges de personnel représentent environ 14% et 13% des revenus d'Adwya et d'Unimed respectivement (en 2019).

- Avec des ventes en perte de vitesse, des marges qui rétrécissent et le « fardeau » persistant de la masse salariale, Siphat a subi une dégradation de sa rentabilité. Le spécialiste des médicaments génériques a enregistré un déficit brut d'exploitation de 8,3MDt en 2018. Ajouté à l'augmentation des charges financières (des pertes de change suite au glissement du dinar et contexte haussier des taux), la rentabilité nette s'est substantiellement dégradée: un déficit atteignant un creux de 14,3MDt, en 2018.

- La société a accusé une longue détérioration de ses fondamentaux depuis 2011. Face aux méventes, à la montée des revendications sociales et à l'emballement des dépenses d'exploitation, la société s'est de plus en plus orientée vers l'endettement. La mobilisation du levier financier a été majoritairement canalisée vers l'exploitation et peu mise à contribution dans le financement des investissements. D'ailleurs, les montants alloués à l'investissement sur les 5 dernières années (550 mille dinars en moyenne) interpellent quant à l'absence de renouvellement de l'appareil productif.

- Avec des fonds propres négatifs depuis 2018 (-14MDt au 30 juin 2019) et une dette nette substantiellement détenue à court terme (à hauteur de 68%), la situation financière de la

société est critique. **Siphat a besoin d'une injection d'argent frais pour mettre à flot ses fonds propres et se libérer des tensions de trésorerie.**

« Avec des ventes en perte de vitesse, des marges qui rétrécissent et le fardeau persistant de la masse salariale, Siphat a subi une dégradation de sa rentabilité »

III- Perspectives d'avenir & prévisions

- Malgré les difficultés financières et l'importance des défis auxquels est confrontée la Siphat, le management reste confiant dans le redressement de la société. Il a présenté une feuille de route globale dont les modalités pratiques attendent encore le feu vert des autorités de tutelle. Ce plan d'action comprend quatre phases distinctes:

1) A très court terme: Dénouer les blocages avec les bailleurs de fonds et les fournisseurs

- La société est bien avancée dans son processus de restructuration financière. Le management a réussi à obtenir la garantie de l'Etat pour une enveloppe de 10MDt, permettant à la société de rééchelonner ses engagements envers les banques et d'obtenir de nouveaux financements. Le management prévoit également de réévaluer le patrimoine immobilier de la société et estime la plus-value à dégager à plus de 70MDt. L'assainissement financier passera, par ailleurs, par la cession des immobilisations non productives et par la conversion du Compte Courant Associés de la PCT en capital (portant sur un montant de 6MDt).

- L'obtention de nouveaux crédits bancaires a permis de fluidifier la trésorerie de la société et de donner un souffle nouveau à l'activité. Les

négociations avec les partenaires (fournisseurs, CNRPS et la STEG) pour le rééchelonnement des dettes ont ainsi pu redémarrer et ont été fructueuses, selon le management.

2) A court terme: Optimiser la capacité de production

- Le management compte améliorer le mix-produit de la société pour cibler des segments plus rentables dans le secteur officinal et hospitalier.

3) A moyen terme: Auto-promouvoir les produits et investir dans les « injectables »

- Le management compte consacrer l'équipe actuelle de promotion médicale uniquement pour les produits concurrentiels à faible rotation et aux lancements récents.

- Parallèlement, l'effort pour pénétrer les marchés à l'export sera plus intensifié dans les prochaines années pour échapper à la morosité du marché local. Le management espère créer une JV en Afrique en partenariat avec un acteur d'envergure panafricaine.

- Vu les perspectives prometteuses du segment des médicaments injectables, Siphat compte s'y lancer. La société ambitionne de mettre en place une JV spécialisée dans les produits injectables (vaccins et sérums) en partenariat avec l'Institut Pasteur.

En MDt	2016	2017	2018
Cash Flow d'exploitation	1,9	2,9	-2,7
Investissements	0,2	0,4	0,3
Free Cash Flow	1,7	2,5	-3,0
Dette Nette	14,4	17,5	14,9
Fonds propres	15,2	7,4	6,9

4) A long terme: Pénétrer de nouveaux métiers

- Prenant conscience de l'enjeu concurrentiel, l'équipe de direction compte pénétrer de nouveaux métiers comme les produits parapharmaceutiques et les produits biosimilaires. Cette dernière ligne de métier sera exercée par une JV qui sera codétenue par la Siphat et la technopole de Sidi Thabet dont la société est actionnaire à hauteur de 5%.

- Contrairement aux récents programmes de mise à niveau des entreprises publiques cotées (banques publiques, Sototel, Sotumag), le plan de redressement de la Siphat ne prévoit pas l'engagement d'un programme de réduction des effectifs. Nous pensons que le management compte absorber le sureffectif par une montée en capacité et en volume dans les prochaines années et par un redéploiement des ressources humaines, notamment dans les nouvelles lignes de production.

- Le management a présenté en marge de la communication financière un business plan ambitieux qui s'étale sur la période 2020-2023. Ce business plan prévoit:

1) Une croissance moyenne des revenus de 45% pour converger vers 100MDt d'ici 2023. Cette hypothèse tient compte de la révision à la hausse des prix en 2020, qui devrait rapporter des revenus additionnels de 5MDt en 2020, et de la montée en volume. Malgré le explications fournies par le management, nous ne disposant pas d'éléments factuels qui expliquent une si importante augmentation des ventes en 2020 (une croissance de 147%!).

2) Un redressement graduel de la rentabilité d'exploitation avec un passage de l'EBITDA en territoire positif à partir de 2020. Au-delà de cette année, la croissance moyenne de l'EBITDA devrait s'établir à 58% par an jusqu'en 2023,

3) Un renouement avec les bénéficiaires en 2022. À partir de 2021, la croissance bénéficiaire profitera de l'abaissement du taux de l'IS de 25% à 13,5% en vertu de la Loi de Finances de 2019.

4) Le déploiement d'un vaste programme d'investissement de 25 millions d'Euros sur les cinq prochaines années pour élargir la gamme de produits (médicaments injectables, produits biosimilaires et produits parapharmaceutiques). Ce montant sera en partie financé par une levée de fonds propres sur le marché. Le management espère solliciter des modes de financement alternatifs aux emprunts bancaires en faisant appel à des partenaires capitalistiques au niveau des JV qu'il compte créer et à la CDC.

VI- Parcours boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Le parcours boursier de la Siphat depuis sa 2010 a été - à l'image de ses réalisations financières- insatisfaisant. Durant plus d'une décennie de cotation, la société a cumulé une contreperformance de 66%.

- Présentement, la société est valorisée à 10,1MDt, ce qui correspond à un multiple d'EBITDA 2020 estimé de 14,4x. Cette valorisation est chère comparativement à la concurrence cotée (un multiples VE/EBITDA moyen de 9,1x pour le secteur coté).

- Le projet de transformation de la Siphat peut susciter l'engouement du marché et avoir des

effets d'annonce favorables sur le cours. Cependant, fondamentalement parlant, la tâche nous semble ardue pour le nouveau management tant sont nombreuses les carences structurelles de la société **1) une gouvernance publique qui implique une lenteur décisionnelle tant au niveau stratégique qu'opérationnel (passage par des appels d'offres et par les organes de tutelle comme la CAREPP, le ministère de la santé et des finances), 2) une orientation stratégique vers le marché hospitalier générateur de BFR, 3) une politique des ressources humaines résolument « sociale » et 4) une faible dynamique de recherche et développement avec un nombre restreint de dossiers d'AMM déposés annuellement.**

- Des zones d'ombre entourent encore le *modus operandi* du projet et surtout et son mode de financement. Autant de questions auxquelles l'équipe de direction devrait répondre, probablement dans la deuxième communication financière promise avant la fin de l'année.

- Nous préférons attendre des avancées concrètes dans le projet de transformation de la Siphat et nous restons attentifs aux prochaines publications. Mais, pour le moment, le manque d'éléments factuels nous appelle à la rationalité. **Nous recommandons de conserver le titre.**

« Le projet de transformation de la Siphat peut susciter l'engouement du marché et avoir des effets d'annonce favorables sur le cours. Cependant, fondamentalement parlant, la tâche nous semble ardue pour le nouveau management tant sont nombreuses les carences structurelles de la société »