

LE SECTEUR PHARMACEUTIQUE EN TUNISIE

» L'industrie Pharmaceutique en Tunisie

L'industrie pharmaceutique est le secteur économique qui regroupe les activités de recherche, de fabrication et de commercialisation des médicaments pour la médecine humaine ou vétérinaire. Cette activité est exercée par les laboratoires pharmaceutiques et les sociétés de biotechnologie et reste un secteur clé, et un important moteur de croissance de l'économie mondiale.

» Présentation du secteur

L'instauration du système pharmaceutique tunisien (1960-1990)

Dans les années qui ont suivi l'indépendance, la profession pharmaceutique est passée des mains des pharmaciens français, aux tunisiens, notamment dans les postes à responsabilité du secteur (à l'Inspection de la pharmacie à la Pharmacie Centrale des Hôpitaux de Tunisie) ainsi que dans les milieux hospitaliers et officinaux. A partir de 1957, le départ des pharmaciens et représentants de laboratoires étrangers qui assuraient l'importation et la distribution de médicaments en Tunisie, aboutit sur la définition des nouvelles prérogatives de la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT). Cette dernière devient dès lors, chargée d'ouvrir des dépôts de médicaments appelés « agences pharmaceutiques » dans les villes et les localités dépourvues d'officines et d'assurer l'importation des médicaments. Le décret-loi n° 61-2 du 16 janvier 1961 définit la PCT comme étant « monopole de l'importation de toutes les spécialités pharmaceutiques étrangères, non représentées en Tunisie à la date de la publication du présent décret-loi, ainsi que la représentation des produits qu'elle pourraient obtenir par la suite ».

Les évolutions du secteur pharmaceutique ces dernières années

La Tunisie est l'un des premiers pays du continent africain à s'être doté d'une industrie pharmaceutique. Dès le début des années 90, la mise en place de mesures incitatives et d'un cadre juridique et réglementaire adéquat, ont favorisé la privatisation du secteur et son développement. La couverture des besoins du marché en médicaments par la production locale est ainsi passée de 14% en 1990 à 49% en 2013.

L'instauration d'un cadre réglementaire et juridique a permis la mise en place d'un Système National d'Assurance Qualité des Médicaments répondant aux normes internationales.

Le marché tunisien des médicaments se divise en deux segments :

- *Un secteur hospitalier marqué par la prédominance des médicaments produits en Tunisie et dont la distribution aux structures publiques est exclusivement assurée par la pharmacie centrale.
- *Un secteur officinal dont la distribution n'est monopolisée par la PCT qu'au niveau des produits importés et uniquement au niveau de la distribution aux grossistes.

L'industrie pharmaceutique est caractérisée par un important potentiel de croissance. C'est un marché en expansion en raison du besoin croissant de mieux vivre, de l'amélioration de l'accès aux soins, de l'apparition de nouvelles maladies plus complexes, des nouvelles approches thérapeutiques et de l'augmentation de l'espérance de vie qui fait apparaître de nouveaux besoins médicaux pour une catégorie de population de plus en plus importante.

» La réglementation qui régit le secteur pharmaceutique en Tunisie

Les principales étapes de la mise en place du cadre réglementaire de l'industrie pharmaceutique en Tunisie

Le premier texte réglementaire régissant l'industrie pharmaceutique est le décret 60-12 du 16 mars 1960, qui reprend en grande partie les dispositions du décret beylical de 1947. Puis en 1973, fut promulguée la loi organique 73-55 du 3 août 1973, qui gère encore à ce jour, la profession pharmaceutique et plus particulièrement l'exercice officinal privé. Dans les années 80, le dispositif réglementaire a été complété par la loi 85-91 du 22 novembre 1985 réglementant la fabrication et l'enregistrement des médicaments destinés à la médecine humaine.

Dans les années 90, un certain nombre de réformes (décret 92-1206 et décret 93-1448) ont permis le développement de la distribution privée avec l'essor des officines de détails. Le nombre de pharmacies a ainsi augmenté de façon importante entre 1990 et 1999 affichant au total une hausse de 44% avec la création sur cette période de 356 officines de jour et de 57 officines ouvertes exclusivement la nuit résultant sur une plus grande proximité du médicament et une meilleure répartition géographique des pharmacies.

Cadre incitatif spécifique au secteur à partir des années 90

Au tout début des années 90, le cadre juridique a été parfaitement complété, permettant ainsi à l'industrie pharmaceutique de prendre son essor tout en bénéficiant de mesures d'encouragement, essentiellement de trois ordres :

- *sur le plan fiscal: une exonération des droits de douane pour les matières premières et articles de conditionnement (arrêté du 10 décembre 1990, décret 95-742 du 24 avril 1995), une réduction des droits de douane pour les équipements, un taux avantageux de TVA et une taxation des produits similaires importés;
- *sur le plan commercial: des avantages accordés dans le cadre de la réglementation des marchés publics et surtout un système de corrélation qui, sur demande express et volontaire du fabricant local, permet la suspension de l'importation de produits similaires (circulaires 36/91, 67/91 et 261/96), sous condition de stock minimal de médicaments à détenir par le fabricant;
- *sur le plan réglementaire: l'arrêté du 10 septembre 1996 autorisant la sous-traitance entre laboratoires rendant ainsi possible la coopération entre laboratoires et l'optimisation des capacités de production.

La politique nationale en matière de médicament a progressivement évolué pour renforcer dans un premier temps l'importation et les filières de distribution avant de s'intéresser dans un deuxième temps (à la fin des années 1980) au développement d'une industrie de production locale, tout en mettant en place parallèlement un cadre réglementaire moderne avec structures de tutelle et de contrôle adéquates. La politique du médicament constitue en Tunisie une composante essentielle de la politique de santé.

» Organisation du secteur pharmaceutique: les structures de réglementation et de contrôle

Le secteur pharmaceutique tunisien est organisé autour de 5 principales structures de réglementation et de contrôle, qui élaborent la politique pharmaceutique nationale et contrôlent la bonne conformité des médicaments.

La direction de la Pharmacie et du médicament (DPM)

La Direction de la Pharmacie et du Médicament est une unité technico-administrative du Ministère de la Santé Publique. Elle gère tous les aspects administratifs liés à la pharmacie, au médicament et activités apparentées. Elle coordonne les activités du Système National d'Assurance Qualité des Médicaments et procède au Contrôle Technique à l'Importation des médicaments, des accessoires médicaux et des produits cosmétiques à vente limitée aux pharmacies. La DPM assure la tutelle des organismes étatiques en matière de médicament et veille à la gestion des psychotropes et stupéfiants sur le plan national et international. Depuis le 17 Mai 1998, elle a bénéficié du statut de Centre Collaborateur de l'O.M.S en matière d'enregistrement des médicaments et de réglementation pharmaceutique.

Le Laboratoire National de contrôle des médicaments (LNCM)

Créé en 1990, le Laboratoire National de Contrôle des Médicaments (LNCM) est un outil technique du système national d'assurance qualité pharmaceutique. Le LNCM est un établissement public à caractère administratif placé sous la tutelle du Ministère de la Santé Publique. Le LNCM est chargé

- i/d'effectuer des études, analyses et des essais, à même de promouvoir le secteur du médicament, de l'hygiène corporelle et de la cosmétique, principalement ;
- ii/de contrôler la qualité des médicaments et des autres produits précités;
- iii/de contrôler la mise en application la législation et de la réglementation y afférente.

La Direction de l'inspection pharmaceutique (DIP)

La Direction de l'Inspection Pharmaceutique (DIP) est depuis 1990, une direction indépendante au sein du Ministère de la Santé Publique. La Direction de l'Inspection Pharmaceutique est structurée en administration centrale et en huit administrations régionales couvrant la plupart des chefs-lieux des principales régions. Selon la réglementation en vigueur, les activités de la Direction de l'Inspection Pharmaceutique sont très étendues: "les services de l'inspection, aux niveaux central et régional, ont des missions de contrôle et d'évaluation des activités des personnels et des services sanitaires (publics et privés), ainsi que des unités d'importation, de fabrication et de commercialisation de médicaments et de produits à usage thérapeutique, de cosmétique et d'hygiène corporelle, et de tous autres produits assimilés destinés à la médecine humaine et vétérinaire". L'effectif de la Direction de l'Inspection Pharmaceutique est composé de pharmaciens inspecteurs dont certains sont dédiés à l'inspection en milieu industriel et d'autres assurent l'inspection dans les secteurs de la distribution pharmaceutique et des laboratoires d'analyse biologique. L'inspection des grossistes répartiteurs et des officines dépend des administrations régionales. Un pharmacien de l'administration centrale est détaché auprès de l'Agence Nationale de Contrôle Sanitaire et Environnemental des Produits.

Le Centre National de Pharmacovigilance (CNVP)

Le Centre est placé sous la tutelle du Ministère de la Santé Publique et il est rattaché au Programme International OMS en matière de surveillance des effets indésirables des médicaments. Le CNVP est chargé de collecter et d'exploiter, à l'échelle nationale, les données de pharmacovigilance, d'alerter en cas de découverte de problèmes sanitaires et d'accroître globalement le savoir en matière d'effets indésirables des médicaments en réalisant des recherches dans la littérature internationale et en utilisant des outils informatiques spécialisés.

C'est ainsi que le Centre National de Pharmacovigilance se dédie à:

- découvrir et d'identifier les effets indésirables des médicaments utilisés par les malades de manière directe mais aussi indirecte par la consommation alimentaire d'animaux comportant des résidus de médicaments vétérinaires;
- rechercher les liens de causalité entre les médicaments consommés par les patients et les effets indésirables observés;
- déterminer l'incidence et la gravité des effets indésirables pour chaque médicament.

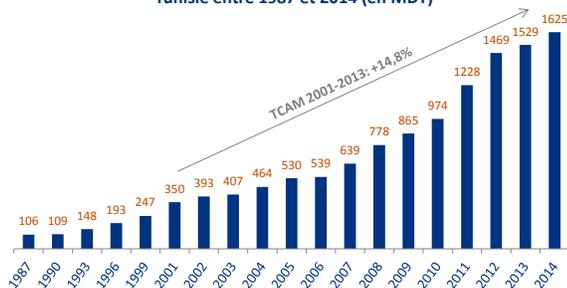
L'Agence Nationale de Contrôle Sanitaire et Environnemental (ANCSEP)

L'Agence Nationale de Contrôle Sanitaire et Environnemental des Produits (ANCSEP) est un établissement public récent, créé en avril 1999 dont la missions est assurer la coordination et la consolidation des activités de contrôle sanitaire et environnemental des produits, exercées par les différentes structures de contrôle concernées, ainsi que leur suivi. Elle doit notamment préciser les attributions des organismes de contrôle. Dans ce cadre, une clarification des attributions entre les différents responsables des organismes impliqués dans le système tunisien d'assurance qualité pharmaceutique et leur coordination ont nécessaires. est chargée de veiller au respect de la réglementation, se prononcer sur les problèmes et différends relatifs à l'application des normes et des règles en vigueur, contribuer à la formation et à l'information sanitaire et développer des relations scientifiques et techniques avec les organismes.

» **Le développement de l'industrie pharmaceutique en Tunisie**

L'évolution de la consommation de médicaments ces 30 dernières années

Evolution de la consommation de médicaments humains en Tunisie entre 1987 et 2014 (en MDT)

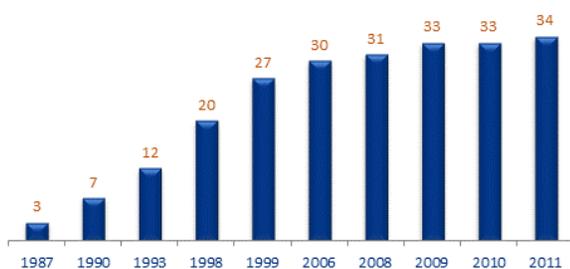


Source: OMS, Banque Mondiale

Ces dernières décennies, la politique sanitaire du pays, l'allongement de l'espérance de vie, l'amélioration de la situation économique, la réussite du contrôle des naissances et l'éducation ont favorisé la hausse de la consommation de médicaments. Sur les 15 dernières années, le taux de croissance annuel moyen de la consommation de médicament est de l'ordre de 17%. Par ailleurs, sous l'effet de la demande Lybienne, la consommation de médicament s'est fortement accrue en 2012 et 2013 où elle a enregistré des taux de croissance de 22% et 36%.

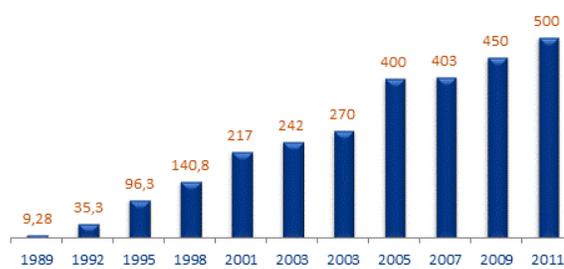
Par ailleurs, des mesures d'incitation à l'investissement ont contribué au développement de l'industrie pharmaceutique. Entre autre, le cadre réglementaire en matière d'investissement permet aux investisseurs étrangers de détenir 100% du capital, garantissant la liberté de transfert, la protection de la propriété intellectuelle. Ceci a permis le développement du tissu industriel pharmaceutique qui est passé de 3 unités en 1987 à 34 en 2011, ainsi que l'évolution du montant des investissements dans le domaine qui est passé de 9,3MDT en 1989 à 500MDT en 2011.

Développement du tissu industriel pharmaceutique entre 1987 et 2011 (en nombre d'unités)



Source: Ministère de la Santé Publique Tunisien

Evolution des investissements dans le secteur de l'industrie pharmaceutique entre 1989 et 2011 (en MDT)



Source: Ministère de la Santé Publique Tunisien

Fabrication locale et médicaments d'importation

En 2013, les besoins en médicament du pays, étaient couverts à hauteur de 49% par la production locale, principalement en génériques, alors que le taux de couverture était de 14% en 1990 et 43% en 2001. L'objectif politique en 1996 était d'atteindre un taux de couverture des besoins nationaux par la production locale, de l'ordre de 60%.

Or entre 2001 et 2013, le taux de couverture n'a évolué que de 6 points, passant de 43% à 49%. Ce plafonnement s'explique entre autre par le fait que les médicaments d'importation renferment une forte proportion de médicaments nouveaux et brevetés, mis sur le marché mondial de manière souvent mono ou oligopolistique à des prix onéreux. La proportion persistante des médicaments importés dans la consommation nationale s'explique également par l'augmentation de l'incidence de certaines pathologies graves et de longue durée comme le sida, la maladie d'Alzheimer ainsi que par l'engouement des médecins en Tunisie pour les innovations thérapeutiques.

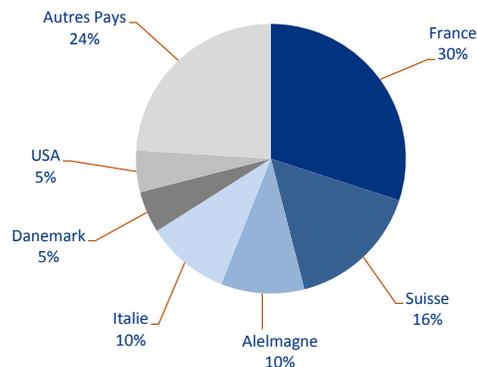
En revanche, les médicaments produits en Tunisie le sont essentiellement sur la base de molécules tombées dans le domaine public mais rentabilisées en tant que produits de marque par les contrats d'exploitation sous-licence (ex : Efferalgan). En 2014, les médicaments produits localement sont soit des médicaments génériques (46%) soit des produits sous licence (54%). Sans surprise, près de 70% des médicaments importés en 2012 proviennent d'Europe avec la France comme premier partenaire représentant 30% des besoins en importation du secteur pharmaceutique.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fabrication Locale ¹	149	173	179	213	244	248	294	335	407	438	506	627
Exportations ²	10	9	10	19	17	19	26	30	41	38	45	68
% Exportations/Production locale	6,7%	5,2%	5,6%	8,9%	7,0%	7,7%	8,8%	9,0%	10,1%	8,7%	8,9%	10,8%

¹ Source: OMS, Banque Mondiale; ² Source: INS

Les médicaments fabriqués localement (génériques ou sous licence) sont pour l'essentiel destinés à la consommation locale. Les exportations demeurent limitées et peuvent connaître certaines hausses ponctuelles induites par des situations géopolitiques particulières (guerre en Irak, embargo en Libye, etc..).

Principaux fournisseurs de la Tunisie en termes d'importation de produits pharmaceutiques



Source: CEPI, INS 2012

Zoom sur les génériques

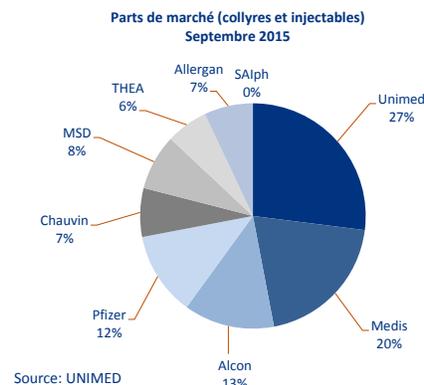
Selon la loi tunisienne, les génériques sont définis comme étant des copies de médicaments princeps tombés dans le domaine public. Les princeps sont des produits pharmaceutiques initialement commercialisés sous une marque commerciale, éventuellement produit et vendu ensuite sous sa dénomination commune internationale (à savoir le nom chimique de la substance) ou sous un nouveau nom commercial. Les génériques doivent présenter la même quantité de principes actifs que le princeps et avoir la même forme. Ces médicaments doivent être les équivalents thérapeutiques aux princeps. Les génériques représentent un vecteur de croissance important pour le marché pharmaceutique mondial, étant donné les marges qui s'en dégagent.

Jusqu'à la fin des années 1990, les génériques n'ont cependant pas connu l'essor escompté en Tunisie notamment en raison de i/ l'absence du droit de substitution (possibilité pour les pharmaciens de délivrer un médicament générique au patient à la place du médicament prescrit par le médecin), ii/ du faible différentiel de prix l'opposant au princeps en raison du blocage des prix de ces derniers par le Ministère du Commerce pour les produits fabriqués localement, et iii/ de la culture de prescription en nom de marque et non de molécule active. Les industriels locaux ont donc favorisé l'orientation vers des contrats d'exploitation sous licence.¹

Depuis, la tendance s'est inversée et les génériques représentent bien au contraire le fer de lance de l'industrie pharmaceutique. Certaines réformes ont bénéficié aux génériques tels que la Loi n° 2008-32 du 13 mai 2008 autorisant le pharmacien à «procéder à la substitution d'une spécialité pharmaceutique prescrite par une autre spécialité ayant la même forme pharmaceutique et la même composition qualitative et quantitative en principes actifs». La réforme du système de sécurité sociale prenant en compte le prix du générique comme base pour le remboursement de certains médicaments a favorisé l'essor de cette classe de médicaments.

Le marché national Pharmaceutique

En 2016, le marché officinal a marqué un recul de 1.6% après une croissance du marché de 8.2% au cours de l'année 2015. Différents facteurs ont lésé le marché à commencer par la diminution en nombre et en pouvoir d'achat de la patientèle étrangère (essentiellement lybienne), l'absence de nouveautés thérapeutiques et une politique de remboursement de la CNAM essoufflée. Cette tendance a touché de manière homogène toutes les familles thérapeutiques. Dans l'ensemble, le marché officinal tunisien est arrivé à maturité et affiche un taux de croissance annuel moyen inférieur à 5%, contre une moyenne supérieure à 10% il y a plusieurs décennies.



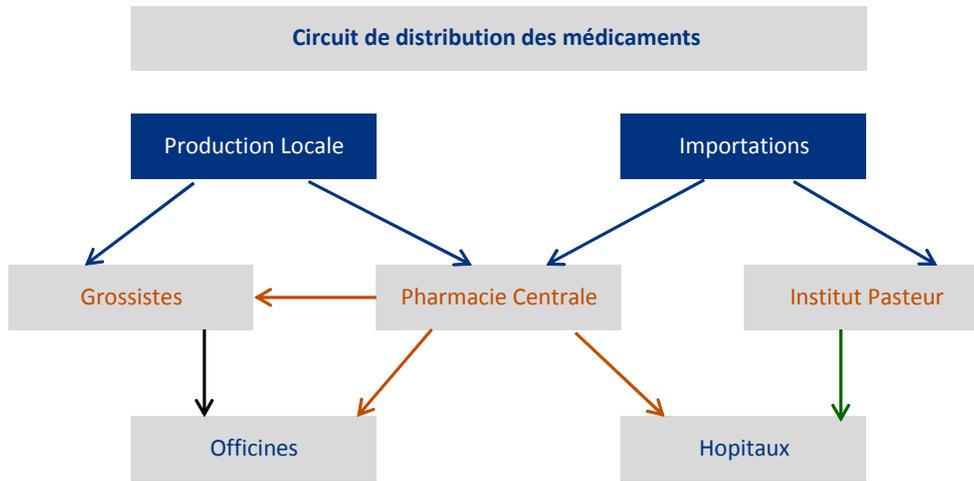
Marché Officiel - Principaux laboratoires	CA PUBLIC (MDT)		EVOLUTION		PARTS DE MARCHE	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
ADWYA	126,7	121,0	11,8%	-4,5%	8,7%	8,5%
SANOFI TUNISIE	103,5	100,2	-1,6%	-3,2%	7,1%	7,0%
TERIAK	81,5	78,7	10,9%	-3,4%	5,6%	5,5%
MEDIS	75,9	77,4	8,8%	2,0%	5,2%	5,4%
SANOFI TUNISIE	56,8	55,4	10,0%	-2,5%	3,9%	3,9%
S.A.I.Ph	49,2	56,9	7,4%	15,6%	3,4%	4,0%
WINTHROP PHARMA TUNISIE	43,5	43,1	4,5%	-1,0%	3,0%	3,0%
OPALIA	43,9	45,5	5,8%	3,8%	3,0%	3,2%
PFIZER	39,1	33,5	-3,5%	-14,3%	2,7%	2,3%
NOVARTIS PHARMA	42,4	39,6	4,8%	-6,5%	2,9%	2,8%
MARCHE OFFICINAL TOTAL	1 453,1	1 430,7	8,2%	-1,6%		

Source: GERS

¹ Source: OMS, DPM

Le circuit de distribution des médicaments

La distribution des médicaments sur le marché tunisien suit le circuit d’approvisionnement suivant :



Les médicaments distribués proviennent des fabricants locaux ainsi que de l’importation. Les importations sont exclusivement assurées par l’Institut Pasteur de Tunisie pour les vaccins, sérums, allergènes ainsi que les produits sanguins et par la Pharmacie Centrale pour tous les autres types de médicaments. Sur le marché local, l’approvisionnement en médicaments est assuré aussi bien par la PCT que par des grossistes répartiteurs.

» Un regard sur le leader régional

Le marché pharmaceutique mondial est largement dominé par les Etats–Unis. En 2016, le marché mondial du médicament est évalué à environ 941 milliards de dollars de chiffre d’affaires, en croissance de 3 % par rapport à 2015. Le marché américain (Etats-Unis) reste le plus important, avec 47 % du marché mondial, loin devant les principaux marchés européens (Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni et Espagne), qui réalisent 15,4 % de parts de marché, le Japon 8,4% et les pays émergents (Chine et Brésil), 10,1 %. La France demeure, en 2016, le deuxième marché européen derrière l’Allemagne. Toutefois, elle voit sa part de marché reculer de 2,2 points en dix ans.

D’un point de vue régional, la **Jordanie** détient une position de leader dans ce secteur dans la région du Moyen-Orient. Le marché pharmaceutique jordanien a connu un très fort développement au cours de cette dernière décennie. Les dépenses en produits pharmaceutiques en Jordanie sont estimées à 1,03 milliard USD en 2016 et à 1,10 milliard USD d’ici fin 2017. Considéré comme un domaine clé pour l’économie nationale, le secteur pharmaceutique emploie près de 8 000 Jordaniens. L’un des principaux atouts de ce secteur est sa production locale. Grâce à sa forte production, le royaume hachémite exporte plus de 80% de sa production dans plus de 65 pays avec pour principaux clients l’Arabie Saoudite, l’Algérie et l’Irak.

Par ailleurs, la Jordanie offre une politique de propriété intellectuelle qui a favorisé l’essor du secteur. ¹

En effet, une révision législative approfondie des lois de la propriété intellectuelle a été entreprise à partir des années 2000 afin de mettre les lois Jordaniennes en concordance avec l’Accord de l’OMC sur les aspects des droits de propriété intellectuelle qui touchent au commerce (Accord sur les ADPIC). La Jordanie a ainsi adhéré à l’Accord de l’OMC sur la propriété intellectuelle (ADPIC) en 2008. L’accord compte parmi ses membres l’Egypte (2008), Le Maroc (2008), la Turquie (2014), le Qatar (2016) ainsi que les Emirats Arabes Unis (2017).

Parmi les mesures ayant favorisées le renforcement du système de propriété intellectuelle, nous pouvons également citer :

*L’adhésion de la Jordanie à la Convention de Paris pour la propriété intellectuelle ainsi qu’à la Convention instituant l’OMPI (Organisation Mondiale de la Propriété intellectuelle) depuis 1972.

*L’adhésion de la Jordanie au Traité de coopération en matière de brevets (PCT), depuis 2017.

*La signature du Protocole relatif à l’Arrangement de Madrid concernant l’enregistrement international des marques.

*La création du Conseil supérieur des sciences et de la technologie (HCST) en 1987 afin entre autres, de promouvoir le débat sur la politique de la propriété intellectuelle.

Le renforcement du système de propriété intellectuelle jordanien a ainsi contribué à mettre l’industrie pharmaceutique jordanienne sur la voie de l’innovation, la faisant évoluer d’une position essentiellement axée sur la fabrication de médicaments génériques à une industrie cherchant à créer ses propres médicaments et innovations brevetables. C’est ainsi qu’en plus de la fabrication de médicaments génériques, l’industrie pharmaceutique jordanienne s’est peu à peu orientée vers l’innovation biomédicale.

¹OMPI, Organisation Mondiale de la Propriété intellectuelle, Organisation Mondiale du Commerce

>> Seules trois entreprises pharmaceutiques tunisiennes sont cotées en bourse: ADWYA, UNIMED et SIPHAT. Dans la suite de l’étude, nous développerons l’analyse financière de ces trois sociétés.

ADWYA

En date du 08/11/2017

Cours: 5.100 DT

Capitalisation boursière: 105 MDT

Performance YTD: -13%

Ratios de Valorisation

 PER₂₀₁₆: 38.4x PER_{2017e}: 27.6x
 Yield₂₀₁₆: 4.7% Yield_{2017e}: 4.7%
 P/B₂₀₁₆: 3.1x
 ROE₂₀₁₆: 8.0%

Actionnariat

 Société Royal Investissements et Participations Holding: 39.90%
 Etat Tunisien: 35.53%
 Actionnaires -5%: 24.57%

» Présentation de ADWYA

Fondée en 1983, ADWYA est aujourd'hui l'un des acteurs majeurs de l'industrie pharmaceutique en Tunisie. La société a été introduite en bourse en 2007. Elle détient aujourd'hui une part de marché d'environ 8.5% sur le marché officinal, ce qui en fait le leader de ce marché en Tunisie.

Le Chiffre d'Affaires de la société est généré à plus de 90% par les ventes de produits sous licences et les ventes de produits génériques.

Les médicaments fabriqués sous licence de grands groupes pharmaceutique internationaux représentent le métier historique de Adwya et correspondent à la production et la commercialisation de médicaments développés par des groupes pharmaceutiques étrangers. Les principaux partenaires de ADWYA sont GlaxoSmithkline, Sanofi-Aventis, Bouchara-Recordati, Merck Liph, Astra Zeneca, Pierre Fabre médicament, Abbott et Solvay.

Les génériques représentent les médicaments qui sont sous la propre marque d'ADWYA.

Ces dernières années, la société a clairement amorcé une orientation stratégique vers les génériques qui représentent une activité prometteuse car génératrice de marges. La part de cette activité dans les revenus de Adwya n'a cessé de croître ces dernières années, passant ainsi de 27% du CA en 2012 à 35% en 2016.

Le reste du Chiffre d'Affaire (moins de 10%) se répartit entre le façonnage et la vente aux hôpitaux. Les produits façonnés correspondent aux médicaments fabriqués pour le compte de laboratoires tiers, donneurs d'ordre.

Répartition des ventes (MDT)	2012	2013	2014	2015	2016
GENERIQUES ADWYA	18,3	23,6	28,5	29,7	29,7
<i>Poids dans le CA (%)</i>	<i>27,2%</i>	<i>29,3%</i>	<i>33,2%</i>	<i>33,4%</i>	<i>35,1%</i>
GAMMES SOUS LICENCES	44,6	52,2	52,1	52,9	49,9
<i>Poids dans le CA (%)</i>	<i>66,5%</i>	<i>64,8%</i>	<i>60,6%</i>	<i>59,4%</i>	<i>58,9%</i>
FACONNAGE	0,7	1,0	1,0	0,7	0,8
HOSPITALIER	3,0	3,0	4,1	4,3	3,6
EXPORT	0,6	0,8	0,4	1,2	0,6
TOTAL CHIFFRE D'AFFAIRES	67,1	80,5	86,0	89,0	84,6

Source: Adwya

» Actualité de la société

Projet Gamma: en mars 2016 ont débuté les travaux de construction d'une nouvelles unité de production des collyres, solutions nasales et poudres pour inhalation. Le projet devrait représenter un investissement de 15MDT pour la société. L'achèvement du projet et le début de la commercialisation est prévu pour 2018.

Changement d'actionnariat/cession des participations de l'état: en juillet 2016, la société Al Karama Holding avait lancé un appel à manifestation d'intérêt pour la cession des participations détenues par l'Etat tunisien dans le capital de la société ADWYA représentant 35,53% du capital. Par ailleurs, en mai 2016, Taher El MATERI, qui détenait directement 6 847 039 actions et droits de vote représentant 39,90% du capital de la société ADWYA, a déclaré avoir cédé sa participation dans la société à Royal Investissements et Participations.

Une année 2016 mouvementée: affecté par des mouvements sociaux au courant de l'année 2016, le laboratoire a déclaré bénéficier en 2017 d'un climat social apaisé notamment à travers l'instauration d'un dialogue continu avec les organes consultatifs et syndicaux ayant débouché sur un accord syndical. Ce contexte social avait affecté la continuité de la production.

Altération de la continuité de la production en 2016: la société a connu une décélération de la production sur la période Avril / Mai. 600 000 boîtes ont été produites en moins par rapport à la même période 2015 et 800 000 par rapport à 2014 sur la même période. Un rattrapage de la production a cependant été réalisé sur le deuxième semestre pour revenir à des moyennes de production supérieures à 2015 et finir avec une production totale 2016 de 20.4 Millions de boîtes contre 19.5 millions de boîtes en 2015 soit une augmentation de 5%.

» Analyse financière

L'année 2016 a marqué un tournant difficile pour ADWYA. Excepté l'activité de façonnage qui est en hausse et les ventes de génériques qui restent stables, toutes les rubriques du chiffre d'affaires ont connu une baisse substantielle en dépit d'une hausse de la production en 2016. Ce recul du CA s'explique principalement par une baisse de tout le marché pharmaceutique tunisien qui accuse un recul de 1.55%¹ en 2016, en raison d'un contexte économique et social défavorable. L'activité Sous License a reculé de 5.7% en 2016 pour s'établir à 50MDT contre 53MDT en 2015. L'activité génériques s'est maintenue à 29.7MDT en 2016 mais sous performe tout de même le marché. Individuellement, tous les produits sous License ont marqué un recul en 2016, tandis que le bilan est mitigé du côté des produits génériques.

En 2016, la marge sur coût matières a accusé une baisse de 8%, principalement en raison du glissement du TND/EUR. La marge d'EBITDA a perdu 3 points et est passée de 16.7% à 13.5% traduisant notamment une baisse de profitabilité des opérations de production sous licence. Pour rappel, tous les achats sont effectués en devises et les prix de vente étant règlementés, Adwya n'est donc pas en mesure d'impacter la hausse de ses coûts sur les prix de ventes. Par ailleurs, les charges du personnel ont augmenté de 7% suite aux recrutements et à la croissance des heures supplémentaires.

L'année 2017, semble mieux amorcée. Le chiffre d'affaires à fin septembre 2017 s'élève à 68.1MDT contre 61.4MDT pour la même période en 2016, soit une variation positive de 6.7MDT. Cette croissance de 11% du chiffre d'affaires provient de toutes les gammes: sous licence, générique, façonnage et marché hospitalier.

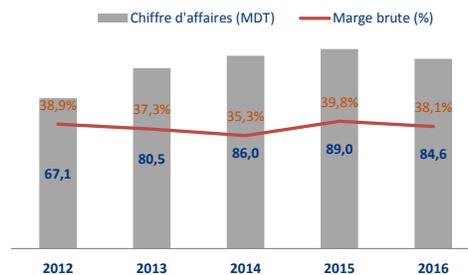
En terme d'endettement, la dette nette de la société a reculé sur les trois dernières années passant de 23.8MDT en 2014 à 18.2MDT en 2016. Le gearing (Dette nette / Fonds Propres) de la société, bien que toujours élevé, s'est amélioré au courant des trois derniers exercices et s'élève à 53% en 2016 contre 72% en 2014.

La structure bilancielle révèle un niveau élevé de dette à court terme sous forme d'escompte commercial, qui correspond à un financement bancaire rapide mais couteux. Les Fonds Propres représentent 40% du total bilan en 2016.

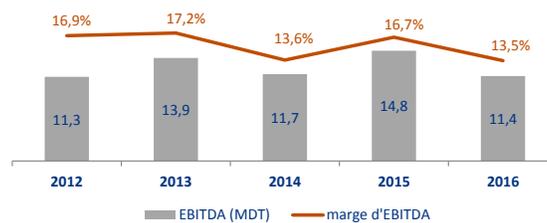
Les charges financières nettes ont augmenté de 130% en 2016, en raison principalement de la perte de change. Elles passent de 1.3MDT en 2015 à 3MDT en 2016 dont 2MDT correspondant à des pertes de changes réalisées.

Le résultat net 2016 a baissé de 58% en raison du double effet de la baisse du chiffre d'affaires et de la détérioration de la parité du TND/EUR. La rentabilité financière (ROE) s'est ainsi effondrée passant de 18% en 2015 à 8% en 2016.

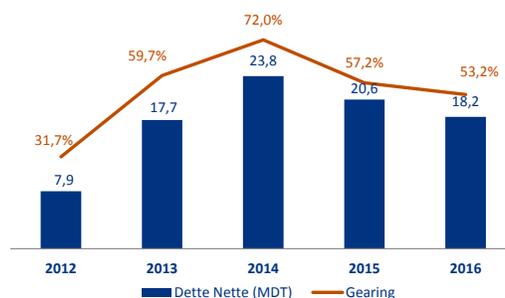
Evolution des revenus et du taux de marge brute



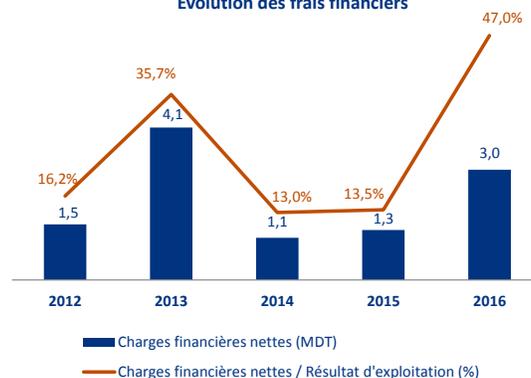
Evolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA



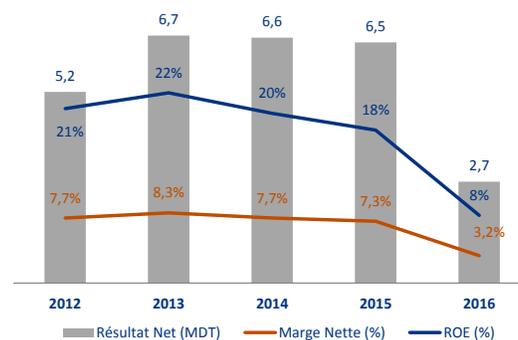
Evolution de la dette nette et du gearing



Evolution des frais financiers



Evolution du résultat net et rentabilité



» Comportement boursier

Bien qu'ayant clôturé l'année 2016 avec une performance positive de 14%, le cours du titre ADWYA a amorcé sa baisse à partir du deuxième trimestre 2016. Depuis le début de l'année, le titre présente un rendement négatif de -13% et cote à 5.100 DT contre un cours le plus haut de 7.800 DT en 2016.

La capitalisation boursière s'élève à présent à 105MDT contre 121MDT à fin 2016.

La valorisation du titre demeure élevée avec un multiples de P/E 2017e de 27.6x contre une médiane sectorielle internationale de 19.4x¹. La valeur affiche un multiple VE/EBITDA 2017e de 8.8x pour une médiane sectorielle internationale de 12.4x¹.


» Prévisions

(en MDT)	2012	2013	2014	2015	2016	2017e
Revenus	67,1	80,5	86,0	89,0	84,6	88,9
<i>Progression</i>		19,9%	6,9%	3,5%	-4,9%	5,0%
Total des produits d'exploitation	71,2	91,1	81,1	89,9	85,9	97,8
Achats consommés de MP et AC	42,6	56,4	46,8	51,5	48,9	50,2
Marge/coût matière	28,6	34,7	34,3	38,4	37,0	38,7
Marge sur coût matière	42,6%	43,0%	39,8%	43,1%	43,7%	43,5%
Achats d'approvisionnements consommés	2,4	2,5	2,9	2,8	3,3	3,3
Charges de personnel	8,8	10,6	11,2	12,1	12,3	13,3
Autres charges d'exploitation	6,0	7,7	8,5	8,7	9,9	9,2
EBITDA	11,3	13,9	11,7	14,8	11,4	12,9
<i>Progression</i>		22,4%	-15,6%	26,8%	-23,0%	12,7%
Marge d'EBITDA	16,9%	17,2%	13,6%	16,7%	13,5%	14,5%
Dotations aux Amortissements et Provisions	2,0	2,3	2,9	4,9	5,1	4,7
Résultat d'exploitation	9,3	11,5	8,8	10,0	6,3	8,2
<i>Progression</i>		24,0%	-23,8%	13,7%	-36,6%	29,5%
Marge nette d'exploitation	13,8%	14,3%	10,2%	11,2%	7,5%	9,2%
Charges financières nettes	1,5	4,1	1,1	1,3	3,0	3,0
Produits financiers	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Autres gains ordinaires	0,0	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1
Autres pertes ordinaires	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Impôts	2,5	1,3	1,3	2,3	0,7	1,5
Résultats Net	5,2	6,7	6,6	6,5	2,7	3,8
<i>Progression</i>		29,6%	-0,9%	-1,9%	-57,8%	38,9%
Marge nette	7,7%	8,3%	7,7%	7,3%	3,2%	4,3%

Nos prévisions tablent sur i/ une croissance du CA de 5% à 89MDT pour 2017, grâce au segment des produits génériques, ii/ un EBITDA en hausse de 12.7% pour s'établir à 12.9MDT, résultant ainsi sur une marge d'EBITDA en hausse de 1 point à 14.5%, iii/ des charges financières qui vont se maintenir élevées (3MDT) en raison de l'impact négatif de la dépréciation du dinar, iv/ un résultat net en hausse de 38% à 3.8MDT.

» Notre Opinion

Nous pensons que malgré un contexte toujours difficile, le titre sera soutenu par les catalyseurs suivants:

- Un marché national pharmaceutique qui semble bénéficier d'une reprise en 2017. Sur le premier trimestre de l'année, le marché a marqué une croissance des ventes de 4.7% (soit +18MDT pour atteindre 410MDT)², réalisant ainsi une meilleure performance qu'en 2016 où le marché avait été en recul de -1.1% sur le T1.
- Le renforcement du positionnement sur les médicaments génériques et la pénétration sur le marché des collyres et injectables à travers la création de la nouvelle unité de production Gamma.
- Des avancées attendues concernant le processus de cession de la participation de l'état dans le capital de la société.

¹ Source: Infinaicals

² Source: Adwya

UNIMED

En date du 08/11/2017

Cours: 7.800 DT

Capitalisation boursière: 228 MDT

Performance YTD: -15%

Ratios de Valorisation

PER ₂₀₁₆ : 20.7x	PER _{2017e} : 15.4x
Yield ₂₀₁₆ : 2.9%	Yield _{2017e} : 2.9%
P/B ₂₀₁₆ : 3.0x	ROE ₂₀₁₆ : 14.4%

Actionnariat

Ridha Charfeddine:	54%
CTKD:	12%
SQM Frontier Africa Master Fund Lt:	7%
Autres:	27%

» Présentation de UNIMED

Fondés en 1989 par M.Ridha Charfeddine, les Laboratoires UNIMED développent une activité de production de médicaments à usage humain selon deux axes principaux:

- Médicaments génériques : il s'agit de la production et de la commercialisation de médicaments sous la propre marque d'UNIMED. Cette gamme compte une vingtaine de produits sous plus d'une quarantaine de présentations réparties dans différentes familles thérapeutiques. Le Chiffre d'affaire généré par la commercialisation des médicaments génériques représente x% du revenu global de la société en 2016.
- Médicaments façonnés (sous-traitance) : Ce sont des médicaments fabriqués pour le compte de laboratoires tiers, donneurs d'ordre. Depuis 2002-2003, UNIMED a conclu près d'une vingtaine de contrats pour le compte de laboratoires internationaux Français, Américains et Suédois (Théa, Pfizer, Biogaran, Cederroth, Laboratoires Gilbert, Mylan..) et pour des laboratoires locaux (Teriak, Pfizer Tunisie et Adwya). L'activité façonnage représente x% du Chiffre d'affaire en 2016.

UNIMED est spécialisée dans les produits stériles : les injectables, les collyres, les solutions Ophta – ORL et les solutions de perfusion. Sur le segment collyres et injectables, Unimed est leader avec 27% de parts de marché (données à septembre 2015). Son principal concurrent est le laboratoire Medis qui détient une part de marché de 20% sur ce segment, l'essentiel de la concurrence est issu de l'importation. Plus de 37% des ventes de la société son destinées à l'export en 2016, principalement vers le marché européen et dans une moindre mesure les marchés algériens et libyens. En Septembre 2015, UNIMED détient une part de marché globale des officines de 1,9%.

En 2011, le fond Kantara Proparco I Limited (géré par Abraaj) est entré au capital de la société à hauteur de 34%. Le fond a entamé sa sortie en 2015 au profit d'investisseurs institutionnels locaux et étrangers (CTKD 12%, SQM Frontier Africa Master Fund Ltd 7%, Blakeney General Partners 4%, Assurances AMI 2%, etc.). En 2016, l'introduction en bourse de UNIMED, s'est faite 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 Ridha Charfeddine).

La stratégie de la société s'articule autour de trois axes:

- L'augmentation de la capacité de production,
- La diversification des produits en se positionnant sur les produits sous forme sèche dans un souci de compléter la gamme de produits de UNIMED et d'être présent dans l'ensemble de la chaîne du traitement médical du patient (2017-2018),
- La consolidation de l'activité export.

» Actualité de la société

- En janvier 2017, UNIMED a annoncé avoir participé à un appel d'offres en vue d'acquérir une participation majoritaire dans un groupe pharmaceutique détenant une unité de production et une plateforme de distribution qui couvre la région de l'Afrique de l'Est (Ouganda, Tanzanie, Kenya, Burundi et Rwanda). UNIMED avait soumissionné une offre ferme et est entrée en négociation exclusive, avec les actionnaires de la société cible. Le 13 octobre 2017, la société a annoncé par voie de communiqué que le projet d'acquisition n'a pas abouti. «Les travaux de due diligence engagés par le management dans le cadre de cette prise de participation ont été non concluants. Par conséquent, le management d'Unimed a décidé de décliner cette opportunité et de se focaliser davantage sur la région MENA en développant sa présence en Libye, au Soudan et au Moyen Orient. »
- Par ailleurs, UNIMED a déposé en 2016, son 5ème plan de mise à niveau auprès du ministère de l'industrie et du commerce pour une enveloppe totale des investissements s'élevant à 73MDT répartie entre plusieurs nouvelles unités de production. UNIMED a reçu en janvier 2017, la décision d'octroi d'une prime concordante de 8,5 MDT.
- L'ANSM (Agence Nationale de Sécurité du Médicament et des produits de santé Française) a renouvelé en 2017 le certificat de bonnes pratiques de fabrication européen pour deux blocs de production et a accordé un nouveau certificat pour un troisième bloc. Ceci renforcera la présence d'UNIMED sur le marché européen et contribuera à consolider ses ventes à l'export.
- En septembre 2016, UNIMED a inauguré une nouvelle unité de production dédiée aux poudres injectables.

» Analyse financière

Pour rappel, la société a publié en 2016 un chiffre d'affaire en hausse de 5MDT (+9%) sur l'année, pour s'établir à 64,8MDT, dont 37% réalisé à l'export. La société a cependant publié un résultat net en recul de 9% à 11MDT au titre de l'exercice 2016, contre 13MDT une année auparavant. Le management de la société a attribué cette baisse du bénéfice net à i/ la dépréciation du Dinar Tunisien face au Dollar et à l'Euro, ii/ l'arrêt de la production pendant trois mois en raison des travaux de rénovation engagés au cours de l'été 2016 dans certaines unités de production et iii/ la contribution conjoncturelle exceptionnelle de 7,5% au budget de l'état, qui a représenté une charge extraordinaire de 848KDT.

Au 30 septembre 2017, les ventes d'UNIMED ont atteint 51.6MDT et ont enregistré une croissance de 12% (+5.5MDT) par rapport à la même période en 2016. Cette hausse provient essentiellement des éléments suivants : i/ La hausse du chiffre d'affaires local hospitalier de 2.8MDT notamment grâce à l'introduction de la nouvelle ligne de production dédiée aux poudres injectables qui a permis la réalisation d'un chiffre d'affaires additionnel de 3.5MDT au niveau des antibiotiques hospitaliers, ii/ La hausse des exportations aux donneurs d'ordre étrangers de 3.3MDT. iii/ La hausse des ventes officielles de 1.5MDT liée au développement du service marketing et à la mise sur le marché de nouveaux produits particulièrement sous les formes collyres et injectables.

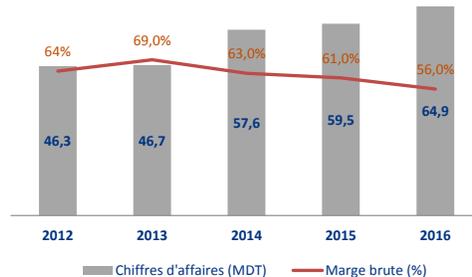
En terme de **rentabilité opérationnelle**, UNIMED, bien que réalisant de très bons niveaux de marges, a vu ces dernières se rétracter depuis 2013. Ainsi, la marge brute a perdu 13 points en quatre années, passant de 63% en 2013 à 56% en 2016. De même, pour la marge d'EBITDA qui a perdu 13 points sur la même période, passant de 43.6% à 30.6%. Ce recul s'explique notamment par la hausse des charges d'approvisionnement et des charges du personnel. Les charges d'exploitation ont marqué une croissance annuelle moyenne de 9.8% depuis 2012 tandis que le chiffre d'affaire a affiché un TCAM de 9.1%.

Comparativement à ADWYA, UNIMED réalise des **marges** bien supérieures. La marge d'EBITDA s'élève en moyenne à 39.1% sur les cinq dernières années pour UNIMED, contre 15.6% pour ADWYA. La marge nette s'élève en moyenne à 20.6% sur la même période pour UNIMED, contre 6.8% pour ADWYA. Ceci s'explique notamment par son positionnement sur les produits génériques, qui représentent 77% du CA global, et dégagent des marges supérieures à l'activité sous licences.

Concernant l'**endettement**, la société est très peu endettée et bénéficie d'une dette nette négative. Ceci s'explique entre autres par le financement des investissements par Fonds Propres ainsi que par le recours au contrats de leasing à moyen terme notamment pour l'acquisition du matériel roulant. Les fonds propres représentent 81% du total bilan en 2016.

Les **investissements** de la société se sont élevés à 8.4MDT en 2016 et 6.8MDT en 2015 et portent principalement sur l'extension de l'unité de fabrication, la modernisation de l'outil de production et le développement de nouvelles gammes de produits sous forme sèche (gélules et comprimés) qui nécessitent une structure de production indépendante.

Evolution des revenus et du taux de marge brute



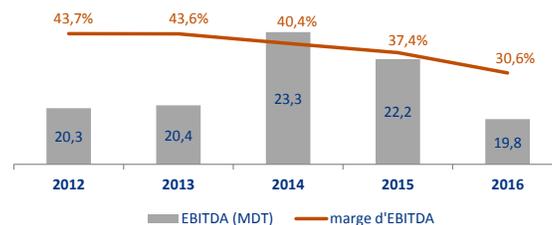
Répartition des ventes par types de produits (MDT)	2012	2013	2014	2015	2016
Activité Génériques	38,6	35,8	39,4	45,5	50,4
Poids dans le CA (%)	83,3%	76,8%	68,4%	76,6%	77,7%
Activité Façonnage	7,7	10,8	18,2	13,9	14,4
Poids dans le CA (%)	16,7%	23,2%	31,6%	23,4%	22,3%
TOTAL CHIFFRE D'AFFAIRES	46,3	46,7	57,6	59,5	64,9

Source: Unimed

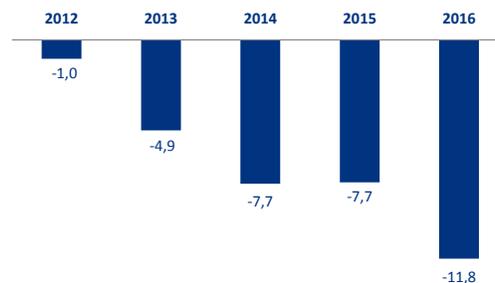
Répartition des ventes par marché (MDT)	2012	2013	2014	2015	2016
CA Local	36,0	29,2	33,7	38,5	40,8
Poids dans le CA (%)	77,7%	62,6%	58,5%	64,7%	62,8%
CA Export	10,3	17,4	23,9	21,0	24,1
Poids dans le CA (%)	22,3%	37,4%	41,5%	35,3%	37,2%
TOTAL CHIFFRE D'AFFAIRES	46,3	46,7	57,6	59,5	64,9

Source: Unimed

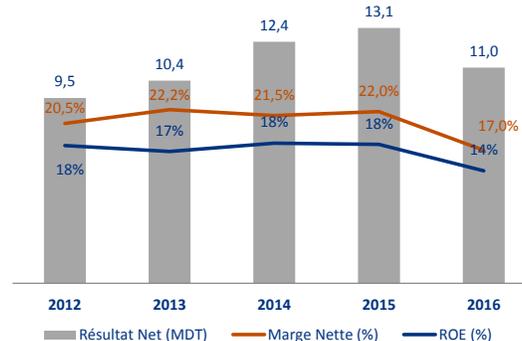
Evolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA



Evolution de la dette nette

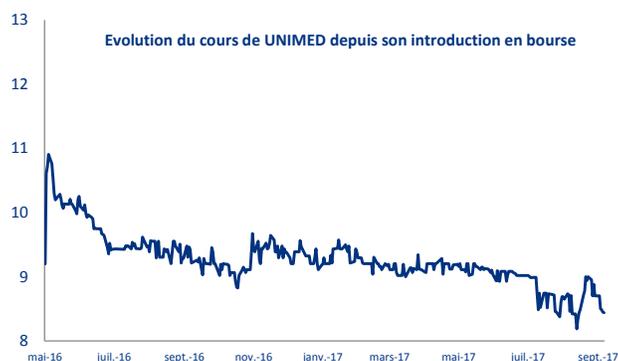


Evolution du résultat net et rentabilité



» Comportement boursier

Le cours du titre est resté stable en 2016, clôturant l'année avec un rendement de 0.42%. Depuis le début de l'année, le cours de UNIMED présente un rendement négatif de -17.4% et cote à 7.600DT. Le rendement du titre est de -17% depuis son introduction en bourse. Le niveau de valorisation est correct avec un multiples de P/E 2017e de 15.0x contre une médiane sectorielle internationale de 17.6x¹. La valeur affiche un multiple VE/EBITDA 2017e de 8.9x pour une médiane sectorielle internationale de 12.4x¹. L'Assemblée Générale Ordinaire a décidé de procéder à la distribution d'un dividende de 0,225 DT par action au titre de l'exercice 2016 représentant un rendement de dividende de 2.8%, contre 0.310DT au titre de l'exercice 2015.


» Prévisions

(en MDT)	2012	2013	2014	2015	2016	2017e
Revenus	46,3	46,7	57,6	59,5	64,9	72,0
<i>Progression</i>		<i>0,8%</i>	<i>23,4%</i>	<i>3,3%</i>	<i>9,0%</i>	<i>11,0%</i>
Total des produits d'exploitation	48,0	50,0	59,8	63,1	63,8	74,4
Achats d'approvisionnements consommés	17,8	17,3	23,1	26,1	27,7	31,2
Marge Brute	30,2	32,7	36,7	36,9	36,1	43,2
<i>Marge brute</i>	<i>65,2%</i>	<i>70,0%</i>	<i>63,8%</i>	<i>62,1%</i>	<i>55,7%</i>	<i>60,0%</i>
Charges de personnel	6,4	7,6	8,0	8,8	10,2	10,8
Autres charges d'exploitation	3,5	4,7	5,5	5,9	6,1	6,9
EBITDA	20,3	20,4	23,3	22,2	19,8	25,5
<i>Progression</i>		<i>0,6%</i>	<i>14,4%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>28,6%</i>
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>43,7%</i>	<i>43,7%</i>	<i>40,5%</i>	<i>37,4%</i>	<i>30,6%</i>	<i>35,4%</i>
Dotations aux Amortissements et Provisions	7,8	8,9	9,0	6,1	5,9	7,0
Résultat d'exploitation	12,5	11,5	14,4	16,1	13,9	18,5
<i>Progression</i>		<i>-7,8%</i>	<i>24,7%</i>	<i>12,5%</i>	<i>-13,9%</i>	<i>33,0%</i>
<i>Marge nette d'exploitation</i>	<i>27,0%</i>	<i>24,7%</i>	<i>24,9%</i>	<i>27,1%</i>	<i>21,4%</i>	<i>25,7%</i>
Charges financières nettes	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	1,0
Revenus des placements	0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0
Autres gains ordinaires	0,4	0,0	0,2	0,6	0,7	0,2
Autres pertes ordinaires	1,2	0,1	0,0	0,4	0,4	0,1
Impôts	2,0	1,3	2,3	2,7	2,1	2,6
Résultats Net	9,5	10,4	12,4	13,1	11,7	14,8
<i>Progression</i>		<i>9,4%</i>	<i>19,1%</i>	<i>5,7%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>26,3%</i>
<i>Marge nette</i>	<i>20,5%</i>	<i>22,2%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,0%</i>	<i>18,1%</i>	<i>20,6%</i>

Nos prévisions tablent sur

- i/ une tendance qui se poursuit sur le topline avec un chiffre d'affaires annuel en hausse de 11%, proche de la croissance réalisée sur les neuf premiers mois de l'année (+12%),
- ii/ un taux de marge brute qui gagne 4.3 points pour atteindre 60.0% et un taux de marge d'EBITDA en hausse de 4.8 points à 35.4%, notamment en raison d'un effet de base favorable suite à une année 2016 difficile.
- iii/ un résultat net en hausse de 26% pour s'établir à 14.8MDT.

» Notre Opinion

Malgré une rentabilité en baisse en 2016 et l'annulation du projet d'acquisition d'une plateforme de distribution pharmaceutique en Afrique, nous considérons que UNIMED offre de nombreux atouts tels que:

- Son positionnement sur le segment des génériques qui représentent 77% du chiffre d'affaires global de la société, qui offre un potentiel de croissance important et représente un réel levier de croissance.
- Malgré une petite taille à l'échelle nationale avec 1.9% de part de marché sur le secteur pharmaceutique, UNIMED est leader sur les produits stériles (injectables, collyres, solutions Ophta) avec 27% de parts de marché,
- Une industrie pharmaceutique qui demeure un secteur refuge notamment dans un contexte macroéconomique difficile,
- Des investissements importants, à l'instar de la nouvelle ligne de production dédiée aux poudres injectables, inaugurée en septembre 2016,
- Des niveaux de marge élevés,
- La consolidation de l'activité export.

¹Source: Infinancials

SIPHAT

En date du 08/11/2017

Cours: 7.450 DT

Capitalisation boursière: 13.4 MDT

Performance YTD: +5.7%

Ratios de Valorisation

 PER₂₀₁₆: -3.6x PER_{2017e}: -3.4x

 Yield₂₀₁₆: 0% Yield_{2017e}: 0%

 P/B₂₀₁₆: 0.8x ROE₂₀₁₆: -25%

Actionnariat

Pharmacie Centrale: 67.77%

STEC: 12.21%

Actionnaires -5%: 20.01%

» Présentation de SIPHAT

La Société des Industries Pharmaceutiques de Tunisie « SIPHAT » a été créée en 1989, dans le cadre de la restructuration de la Pharmacie Centrale de Tunisie. Avant cette date, la Pharmacie Centrale de Tunisie était la première entité à produire des médicaments, outre son activité commerciale d'importation et de distribution de produits pharmaceutiques. Les laboratoires de fabrication se sont développés à partir de 1965. L'activité de production a ensuite été transférée à la SIPHAT à partir de sa création en 1989.

La société produit aussi bien des médicaments sous-licences que des médicaments génériques.

Ses ventes se répartissent comme suit:

Répartition des ventes (MDT)	2012	2013	2014	2015	2016
MODELE OFFICINAL	17,4	18,6	16,5	16,6	15,8
<i>Poids dans le CA (%)</i>	<i>42,6%</i>	<i>42,9%</i>	<i>41,1%</i>	<i>39,6%</i>	<i>38,6%</i>
MODELE HOSPITALIER	20,9	20,3	19,7	22,3	24,0
<i>Poids dans le CA (%)</i>	<i>51,1%</i>	<i>46,8%</i>	<i>49,2%</i>	<i>53,1%</i>	<i>58,8%</i>
EXPORT	2,6	4,5	3,9	3,1	1,0
<i>Poids dans le CA (%)</i>	<i>6,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>9,7%</i>	<i>7,3%</i>	<i>2,6%</i>
TOTAL CHIFFRE D'AFFAIRES	40,9	43,3	40,0	42,0	40,8

Source: Siphath

Le modèle hospitalier occupe une place prépondérante dans les revenus. En effet, le poids du chiffre d'affaires généré auprès des hôpitaux, dans le revenu global, s'est développé ces dernières années et représente près de 60% en 2016. A contrario, la part des revenus générés auprès des officines et à l'export s'est réduit ces dernières années. En 2012, le modèle officinal génère plus de 50% du revenu tandis qu'il ne représente plus que 38% des ventes en 2016. Les ventes à l'export représentaient 4.5MDT de revenu en 2013 alors qu'elles ne s'élèvent plus qu'à 1MDT en 2016.

La SIPHAT détient des participations dans d'autres industries pharmaceutiques¹ avec lesquelles elle a conclu des conventions portant entre autres sur des contrats de location de locaux à des fins de production et de stockage, des contrats de prestation de services tels que le contrôle des matières premières et des produits finis, ainsi que des contrats de sous-traitance de production et de façonnage en sous-traitance²:

- * Saiph : 15,97%
- * Pfizer-Tunisie : 30%
- * Pierre Fabre Production Médicaments-Tunisie : 35%
- * Technopole de Sidi Thabet : 5%

¹ Source: <http://www.siphath.rns.tn>
² Source: rapport des commissaires aux comptes

» Analyse financière

En 2016, la société a publié un chiffre d'affaires en baisse de 4.8% à 42.6MDT vs 44.8MDT en 2015. Les charges d'exploitation baissent de 4% pour s'établir à 44.6MDT vs 46.4MDT une année plus tôt, résultant sur un résultat d'exploitation en recul et toujours négatif à -1.9MDT. L'EBITDA s'est dégradé passant de 1.8MDT en 2015 à 0.8MDT en 2016. Les charges financières nettes sont passées de 1.4MDT à 2.3MDT. Enfin, le résultat net est toujours déficitaire et s'est creusé sur une année passant de -2.8MDT en 2015 à -3.8MDT en 2016.

Sur les **neufs premiers mois de l'année 2017**, le chiffre d'affaires de la SIPHAT est en recul de 9.6% pour s'établir à 25MDT contre 27.6MDT une année auparavant. Ce recul concerne les trois segments qui composent les ventes, à savoir: i/le modèle officinal qui recule de 9%, ii/le modèle hospitalier qui recule de 10% et iii/l'export qui est en baisse de 35%. Sur le T3 seul, le bilan est moins pessimiste, avec un CA officinal en légère hausse de 2% comparativement au T3 2016, ainsi qu'un CA à l'export de 244KDT vs 51KDT au T3 2016. Le CA global du T3 reste tout de même globalement en baisse à 8.6MDT vs 8.7MDT une année auparavant. Par ailleurs, l'endettement est passé de 30,9 MDT au 30 Septembre 2016 à 35,1 MDT pour la même période de 2017 enregistrant ainsi une hausse de 13,6 %.

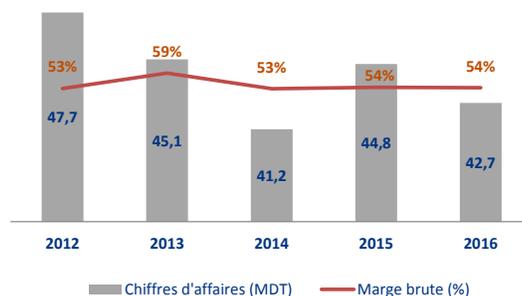
Globalement sur le **topline**, la société affiche en taux de croissance annuel moyen de -2.5% entre 2012 et 2016. En terme de **rentabilité opérationnelle**, la SIPHAT offre un bilan en dents de scie, mais toujours très faible, sur les 5 dernières années. L'année 2014 marque le point le plus bas avec un EBITDA négatif à -1MDT. La marge d'EBITDA est toujours très faible, se situant à une moyenne de 3.9% sur les 5 dernières années (vs 39% pour UNIMED et 15.6% pour ADWYA). La marge brute moyenne sur 5 ans reste correcte et s'élève à 55% contre 63% pour UNIMED et 38% pour ADWYA.

En revanche, les **frais de personnel** pèsent lourd et représentent en moyenne 44% des revenus sur les 5 dernières années contre 15% chez UNIMED et 13% chez ADWYA. A noter une légère baisse des effectifs : 565 agents au 30 Septembre 2017 contre 613 agents au 30 Septembre 2016, soit une régression de 8 % qui s'explique par les départs à la retraite.

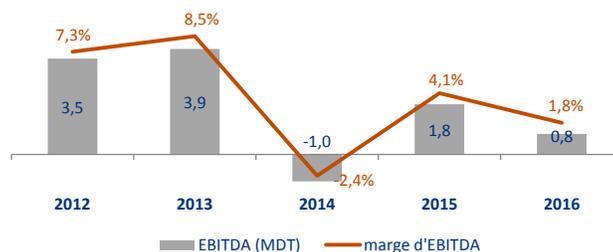
Concernant l'**endettement**, la SIPHAT est passée d'un gearing (ratio Dette Nette/Fonds Propres) de 46% en 2012 à 101% en 2016. La dette nette inclut un compte courant actionnaires d'un montant de 6MDT, ouvert au nom de la PCT et provenant de l'opération de réduction du capital opérée au cours de l'exercice 2001 suite à l'introduction en bourse de la société. La société présente donc une structure bilancielle très endettée, qui pèse lourd sur la rentabilité.

L'exploitation ne dégager plus de bénéfice avec un résultat d'exploitation négatif depuis 2014, plombé par des charges de personnel très importantes et des frais financiers élevés. Depuis 2010, le **résultat net** de l'entreprise est déficitaire.

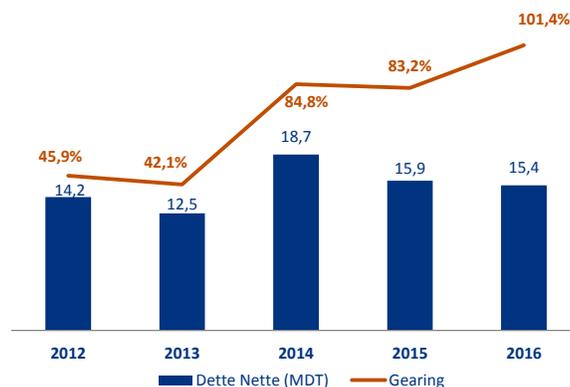
Evolution des revenus et du taux de marge brute



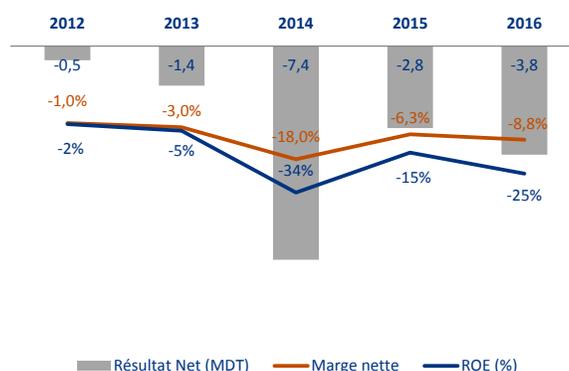
Evolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA



Evolution de la dette nette et du gearing



Evolution du résultat net et rentabilité



» Comportement boursier

Malgré une situation financière difficile, la SIPHAT est la seule valeur pharmaceutique cotée à afficher une performance positive depuis le début de l'année, avec une croissance de 5.7% YTD.

La capitalisation boursière de la SIPHAT s'élève à 13.4MDT au 08/11/2017. Elle représente 3.8% de la capitalisation globale du secteur pharmaceutique qui s'élève à 346MDT. La valeur est très peu liquide. Le volume journalier moyen YTD s'élève à 700 DT contre des moyennes de 69KDT pour ADWYA et 97KDT pour UNIMED.


» Prévisions

(en MDT)	2012	2013	2014	2015	2016	2017e
Revenus	47,7	45,1	41,2	44,8	42,7	38,8
<i>Progression</i>		-5,5%	-8,7%	8,9%	-4,9%	-9,0%
Variation des stocks de produits finis	1,4	-1,8	1,0	-0,1	-1,6	0,5
Achats d'approvisionnements consommés	20,9	20,0	18,3	20,7	21,4	17,5
Marge brute	25,5	26,8	21,9	24,2	22,9	20,8
Taux de marge brute	53,3%	59,5%	53,2%	54,0%	53,7%	53,5%
<i>Progression</i>		6,1pt	-6,3pt	0,8pt	-0,3pt	-0,2pt
Charges de personnel	18,8	19,9	19,6	19,1	19,0	18,0
Autres charges d'exploitation	3,2	3,1	3,3	3,3	3,1	3,1
EBITDA	3,5	3,9	-1,0	1,8	0,8	-0,3
Marge d'EBITDA	7,3%	8,5%	-2,4%	4,1%	1,8%	-0,9%
<i>Progression</i>		1,2pt	-10,9pt	6,5pt	-2,3pt	-2,6pt
Dotations aux Amortissements et Provisions	2,9	3,7	5,6	3,4	2,7	2,0
Résultat d'exploitation	0,6	0,2	-6,6	-1,6	-1,9	-2,3
Marge nette d'exploitation	1,2%	0,3%	-15,9%	-3,5%	-4,5%	-6,0%
<i>Progression</i>		-0,8pt	-16,2pt	12,4pt	-1,0pt	-1,5pt
Charges financières nettes	1,0	1,9	0,9	1,5	2,4	2,3
Produits des placements	0,2	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0
Autres gains ordinaires	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Reprise sur provisions	0,1	0,3	0,1	0,4	0,6	0,6
Autres pertes ordinaires	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1
Impôts	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Résultats Net	-0,5	-1,4	-7,4	-2,9	-3,8	-4,0
Marge nette	-1,0%	-3,0%	-18,0%	-6,4%	-8,8%	-10,4%
<i>Progression</i>		-2,0pt	-14,9pt	11,6pt	-2,4pt	-1,5pt

Nos prévisions tablent sur:

- Un chiffre d'affaire en recul de 9% sur l'année 2017. Pour rappel, au 30/09/2017, le chiffre d'affaires s'inscrit en recul de 9.6%.
- Une marge brute en recul de 20 points de base, à 53.5%.
- Un EBITDA déficitaire de -0.3MDT notamment sous le poids des charges de personnel qui se rétractent légèrement à 18MDT suite aux départs à la retraite et représentent ainsi 46% des revenus.
- Un résultat d'exploitation déficitaire de -2.3MDT et un résultat net de -4MDT.

» Notre Opinion

- Nous pensons que la SIPHAT ne bénéficiera pas des perspectives favorables de l'industrie pharmaceutique dans les prochaines années.
- Par ailleurs sa forte exposition au secteur public, pèsent sur sa capacité bénéficiaire. Le modèle hospitalier représente en effet près de 60% de ses revenus en 2016.
- Enfin, le poids des frais de personnel est élevé et la capacité de génération de bénéfices nécessitera donc un passage obligé par un programme de rationalisation de ces coûts.

La visibilité reste très limitée concernant les perspectives d'avenir de la SIPHAT.

Analyste: Ines Mamoghli

✉ equityresearch@biat.com.tn

☎ + 216 31 31 26 54

¹Source: Infancials