

SECTEUR PHARMACEUTIQUE

Présentation du secteur :

Le secteur pharmaceutique tunisien se caractérise par une grande atomocité de ses acteurs. Plus d'une trentaine de laboratoires se partagent un marché estimé à plus de 800MDT annuel dont plus de la moitié des besoins sont assurés par les importations. Un secteur où la réglementation a longtemps protégé la production locale (principe de corrélation abandonné en 2007) et où les entités publiques (Pharmacie Centrale de Tunisie et Institut Pasteur) jouent un rôle majeur avec notamment le monopole des importations de médicaments à usage humain et la compensation des prix de ces médicaments. Les mouvements de concentration dans le secteur sont souhaitables afin notamment de créer des champions nationaux aptes à être plus compétitifs à l'export.

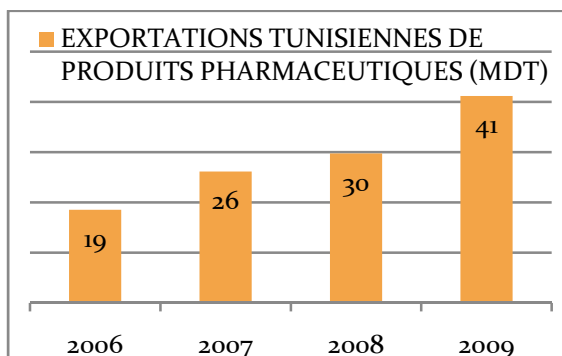
Les acteurs cotés :

Deux compagnies pharmaceutiques sont cotées sur le marché tunisien, il s'agit de la société publique SIPHAT, filiale à 68% de la Pharmacie Centrale de Tunisie et de l'acteur privé ADWYA détenu à 70% par le Groupe El Materi.

La nécessité de prendre de la taille :

L'absence de société pharmaceutique de taille significative en Tunisie est un handicap dans la compétition à l'international.

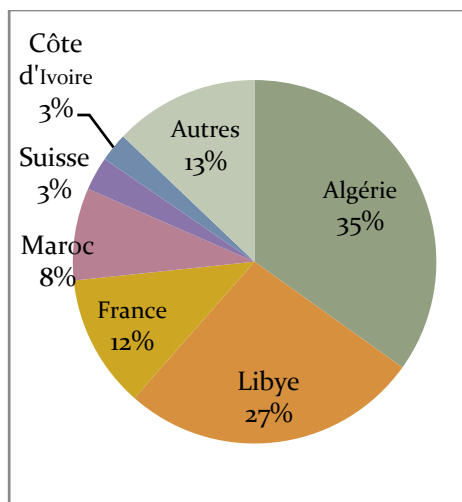
Avec 41MDT d'exportation de produits pharmaceutiques en 2009, la balance commerciale tunisienne sur ce secteur est très largement déficitaire avec sur la même période des importations qui atteignent 575MDT principalement en provenance d'Europe.



L'industrie pharmaceutique mondiale est bien entendu dominée par les multinationales occidentales, mais les producteurs des pays émergents ont leur carte à jouer dans les échanges « Sud-Sud » sur les produits génériques.

Les exportations tunisiennes sont principalement destinées aux pays limitrophes et notamment au marché algérien qui représente plus du tiers de nos exportations.

Destination des exportations 2009 :



La SIPHAT, contrairement à ADWYA, est présente dans la compétition à l'export puisqu'elle réalise près de 10% des exportations du pays en 2009. Des ventes essentiellement destinées au marché algérien.

Un secteur stratégique :

Les pouvoirs publics suivent de très près l'évolution de ce secteur très réglementé. La mise en place du régime d'assurance maladie (CNAM) en est une illustration avec notamment un encouragement à la consommation de médicaments génériques. L'Etat s'est également fixé pour objectif de dynamiser le secteur via divers encouragements pour attirer les IDE, encourager au regroupement des entités en consortium afin d'être plus compétitifs, encourager la Recherche & Développement... Des objectifs à l'horizon 2016 ont été chiffrés :

- Doublement de la production du secteur de 360MDT en 2008 à 730MDT en 2016.
- Evolution des exportations de 30MDT en 2008 à 160MDT en 2016
- Passer d'un taux de couverture des besoins nationaux de médicaments de 47% en 2008 à 60% en 2016.

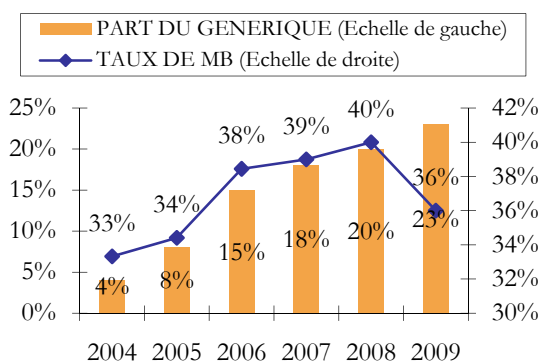
ADWYA – Pression sur la marge brute en 2009

Company profile :

ADWYA est l'un des principaux acteurs d'un secteur pharmaceutique tunisien très atomisé. Initiée par des promoteurs privés tunisiens dans les années 80 dans un contexte où les pouvoirs publics incitaient à la création de producteurs locaux de médicaments.

Dès sa création, ADWYA s'est positionnée sur la production sous licence de princes. Actuellement ADWYA produit sous divers noms de laboratoires et en particulier pour Glaxo Smithkline (GSK). Un positionnement contraignant pour la rentabilité (obligation de s'approvisionner auprès du bailleur de licence à des prix peu attractifs) et pour l'expansion en dehors des frontières (la licence est accordée uniquement pour le marché local). Depuis 2003, la compagnie a entamé sa diversification dans le médicament générique dont le poids dans la structure des revenus progresse régulièrement.

Poids du générique dans le CA et taux de Marge Brute de ADWYA :



Une stratégie volontaire de montée en puissance des produits génériques dans la structure du CA qui a eu un effet bénéfique sur la marge brute en amélioration constante... à l'exception de l'exercice 2009.

L'exercice 2009 :

ADWYA a été la première société cotée à dévoiler ses comptes annuels certifiés au 31-12-2009.

Au niveau des revenus, ADWYA a enregistré une progression significative de ses ventes : +23,3% à 50,981MDT. Il faut remonter à l'exercice 2005 pour retrouver un taux de croissance des ventes aussi élevé.

KDT	2009	2008	Var en %
Revenus	50,981	41,339	+23,3%
Produits d'exploitation	52,135	43,369	+20,2%
Achats consommés	33,256	26,311	+26,4%
Marge Brute	18,879	17,058	+10,7%
Charges d'exploitation	45,606	37,235	+22,5%
Résultat d'exploitation	6,529	6,134	+6,4%
Résultat financier	-920	-606	-
Éléments ordinaires nets	-248	133	--
Impôts / sociétés	-991	-1,214	-18,3%
Résultat Net	4,369	4,447	-1,8%

Aussi bien les ventes de produits sous licence (+20% soit +6MDT) que les ventes de produits génériques (+40% !) ont contribué à la performance top line. Les ventes de génériques ADWYA représentent désormais 23% du CA contre 20% en 2008.

Les exportations ont également augmenté mais leur poids dans le chiffre d'affaire demeure encore marginal (1% du CA).

Structure du CA (KDT)	2009	2008	Var
CA officines sous licence	35,679	29,634	+20,4%
CA hôpitaux	1,716	2,197	-21,9%
CA à l'exportation	575	56	+929,8%
CA officines générique	11,877	8,468	+40,3%
Façonnage	743	715	+3,9%
Ventes d'échantillons	391	269	+45,6%
Total	50,981	41,339	+23,3%

Malgré la forte progression des ventes de produits génériques : +40% à près de 12MDT soit 23% du CA de ADWYA ; le taux de Marge Brute de la société s'est nettement dégradé en 2009 : baisse de 4.7 points.

L'évolution des achats consommés (+26%) a pesé sur la rentabilité de ADWYA. Une forte augmentation qui s'explique principalement par :

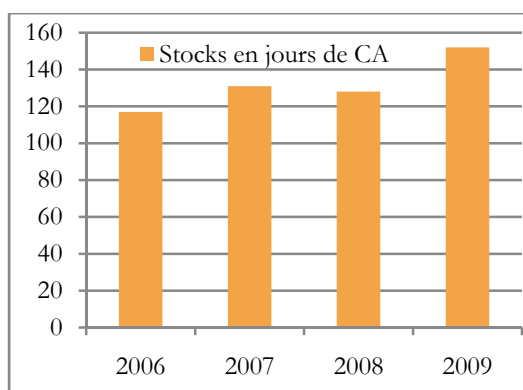
- L'augmentation du cours de l'Euro : 99% des importations de ADWYA sont faites à partir de l'Europe et le cours moyen de l'Euro est passé de 1,80 en 2008 à 1,87 en 2009 sachant que ces importations ont dépassé les 16 millions d'Euro en 2009. Cette augmentation de l'Euro a coûté 2,2 points de taux de marge brute à la société.

- Accroissement du coût du lancement de nouveaux produits : ADWYA poursuit ses efforts en matière d'obtention de nouvelles AMM (autorisation de mise sur le marché) avec plus de 20 nouvelles molécules attendues.

En supposant que le cours de l'Euro soit resté stable, le Résultat net d'ADWYA aurait augmenté de près de 0,9MDT soit un bénéfice de l'ordre de 5,3MDT. Un niveau supérieur aux prévisions du business plan initial de la société qui prévoyait 4.9MDT de résultat net en 2009^e.

En réponse aux facteurs exogènes du change, le management compte désormais mieux diversifier ses importations pour réduire au maximum ce risque.

L'évolution des stocks de ADWYA a également pesé sur sa rentabilité. L'importation conjoncturelle de matière première destinée aux produits antigrippaux pour couvrir les besoins de la population selon le principe de précaution explique cette augmentation ponctuelle.



A l'arrivée, l'exercice 2009 se solde par un résultat d'exploitation en légère hausse : +6% à 6.5MDT ; et par une dégradation des niveaux de marges. Le Résultat Net est même en légère baisse (-1.8%).

KDT	2009	2008
EBIT	6,529	6,134
Marge d'EBIT	13%	15%
EBITDA	7,947	7,705
Marge d'EBITDA	16%	19%
Résultat Net	4,369	4,447
Marge nette	9%	11%

Au-delà des difficultés conjoncturelles et exogènes ; l'activité de ADWYA se porte bien et la stratégie initialement adoptée par la société est respectée : augmenter le poids des produits génériques au détriment des produits sous licence qui sont moins rémunérateurs.

La société diversifie sa gamme de produits avec le lancement des compléments alimentaires (gamme ADVITA) fin 2009.

Elle renforce son outil de production avec des investissements dans de nouvelles machines pour près de 2MDT en 2009.

Le développement des exportations est également un axe stratégique même si ces dernières demeurent marginales dans le CA de ADWYA (1% du CA 2009).

A ce titre, ADWYA a noué un partenariat pour une durée de 10 ans avec les laboratoires algériens Pharmaghreb qui englobe l'enregistrement, le conditionnement, la fabrication et la commercialisation des produits génériques ADWYA en Algérie et des produits génériques Pharmaghreb en Tunisie. Rappelons que l'Algérie est la principale destination des produits pharmaceutiques Tunisiens avec 35% des exportations soit plus de 14MDT en 2009.

SIPHAT – Rentabilité au plus bas en 2009

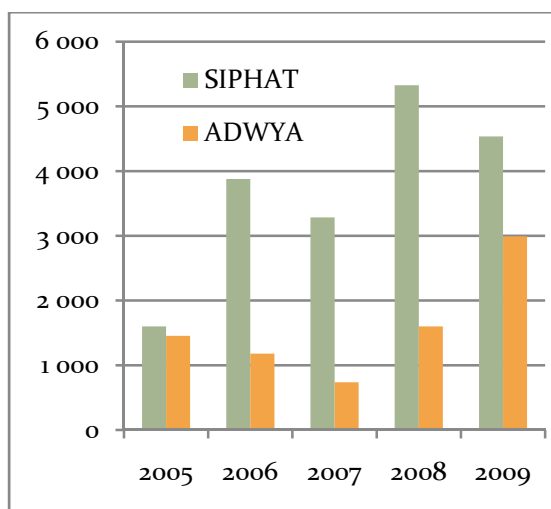
Company profile :

La Société Tunisienne des Industries Pharmaceutiques de Tunisie est l'un des principaux acteurs du secteur. Société à capitaux publics puisque filiale de la Pharmacie Centrale de Tunisie à hauteur de 68% ; la SIPHAT a été créée en 1989 dans un contexte où les pouvoirs publics ont encouragé à la production locale de médicaments. Elle assure plus de 20% de la production locale de médicaments et couvre près de 10% des besoins du pays.

La SIPHAT est essentiellement positionnée sur les produits génériques (+ de 80% de son CA). Près de la moitié de son CA est générée par les ventes aux hôpitaux, des ventes fortement génératrices de BFR. Enfin, la structure du CA de la SIPHAT se caractérise par une relativement forte proportion d'exportations (près de 9% du CA) destinées essentiellement à l'Algérie.

La SIPHAT a réalisé des investissements relativement importants sur les 5 derniers exercices. La compagnie a investi pour plus de 18.6MDT ; à titre de comparaison les investissements réalisés par ADWYA sur la même période ne dépassent pas les 8MDT.

Evolution comparée des Investissements annuels :



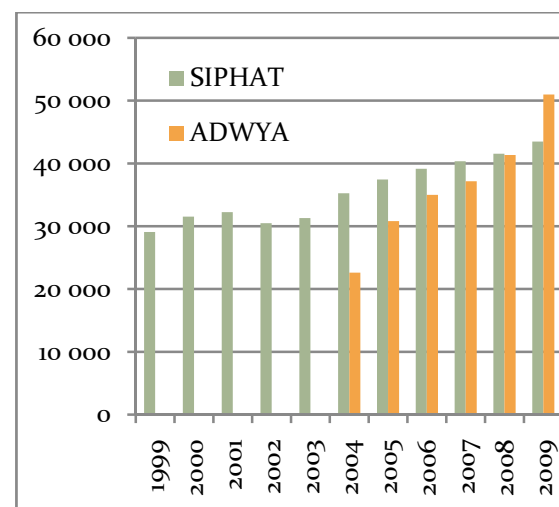
La compagnie a également adopté une stratégie de partenariat avec de grands laboratoires internationaux dans le cadre de contrats sous licences : BAYER, Synthélabo, SOLVAY... Ces produits représentent moins de 20% du CA de la SIPHAT.

La SIPHAT dispose enfin de participations stratégiques dans d'autres entreprises

pharmaceutiques installées dans le pays : 16% de SAIPH, 30% de Pfizer-Tunisie, 35% de Pierre Fabre Tunisie. Des participations qui ont une valeur au livre cumulée de 4,6MDT.

Depuis son introduction en Bourse en 2001, la SIPHAT n'a enregistré qu'une évolution modérée de son volume d'affaires qui est passé de 32.2MDT en 2001 à 43.5MDT en 2009. Le CA de ADWYA a d'ailleurs dépassé pour la première fois celui de la SIPHAT en 2009.

Evolution comparée des Revenus : SIPHAT (+4%/an en moyenne sur 10 ans et sur 5 ans) ; ADWYA (+18%/an en moyenne sur 5 ans):

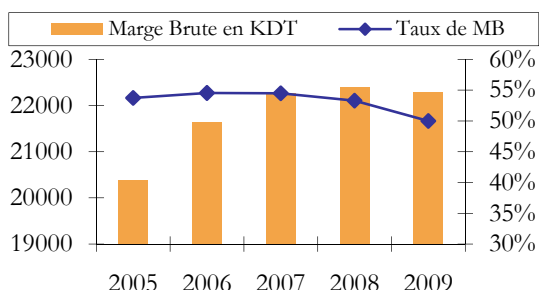


L'exercice 2009 :

Sur l'exercice écoulé la SIPHAT a enregistré une progression de ses Revenus légèrement supérieure à la moyenne des dernières années.

En KDT	2009	2008	Var en %
Revenus	43,491	41,536	+4.7%
Produits d'exploitation	44,602	42,032	+6.1%
Achats consommés	23,754	20,422	+16.3%
Marge Brute	22,292	22,395	-6.3%
Charges d'exploitation	43,210	38,825	+11.3%
Résultat d'exploitation	1,391	3,207	-56.6%
Résultat financier	-223	-307	-27.2%
Éléments ordinaires nets	-309	3	--
Impôts / sociétés	-332	-884	-62.4%
Résultat Net	599	2,019	-70.3%

La pression sur la marge brute s'est également ressentie au niveau de la SIPHAT puisque cette dernière diminue légèrement en absolu. La SIPHAT a également pâti d'un effet change négatif subissant l'Euro fort pour ses importations.



Même si ces dernières ont quasiment stagné en 2009, les ventes aux hôpitaux demeurent la principale composante du CA de la SIPHAT (48% des revenus). Des ventes fortement génératrices de BFR avec des délais de recouvrement de l'ordre de 6 mois.

L'évolution des produits de la SIPHAT aura été principalement alimentée par les ventes aux officines (+1.2MDT) et par l'évolution positives des exportations qui frôlent les 4MDT (+21%). A noter également la forte évolution des produits en provenance de la société Pierre Fabre Tunisie filiale à 35% de la SIPHAT.

Structure des produits	2009	2008	Var
Ventes officines	17,953	16,731	+7.3%
Ventes hôpitaux	21,575	21,522	+0.2%
Ventes export	3,963	3,284	+20.7%
Ventes déchets	17	25	-32.0%
Produits Pierre Fabre	1,094	471	+132.3%
Total produits d'exploitation	44,602	42,032	+6.1%

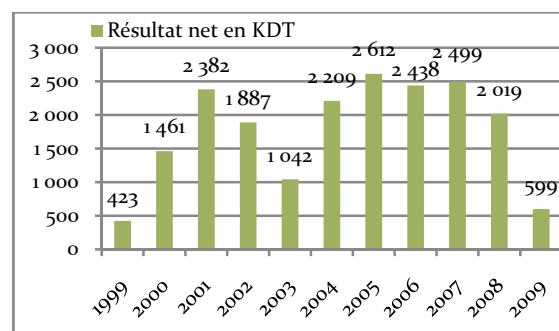
L'exercice 2009 de la SIPHAT est décevant en matière de rentabilité. Le management de la compagnie avait annoncé lors de son AG 2008 qu'il prévoyait un CA 2009 de 42.3MDT et un Bénéfice net de 2.6MDT. Les réalisations ont dépassé les prévisions en matière de CA ; par contre le bénéfice 2009 est nettement inférieur aux prévisions à 0.6MDT.

L'érosion de la marge brute de 3 points (renchérissement des MP et effet change) ; une tendance déjà observée au niveau de son concurrent privé ADWYA. A noter que le taux de MB de la SIPHAT (50%) se compare favorablement à celui de ADWYA (36%) du fait d'une plus forte proportion de produits génériques dans le CA de la SIPHAT : plus de 80% vs 23% pour ADWYA.

	2009	2008
Marge Brute	22,292	22,395
Taux de MB	50%	53%
EBIT	1,464	3,207
Marge d'EBIT	3%	8%
EBITDA	4,288	5,935
Marge d'EBITDA	10%	14%
Résultat Net	599	2,019
Marge nette	1%	5%

L'érosion de la rentabilité de la SIPHAT se retrouve également au niveau de l'EBITDA (de 14% à 10%) et de l'EBIT (de 8% à 3%). Avec notamment une augmentation sensible des charges de personnel : +11% ; qui n'améliore pas un ratio de Charge de personnel sur CA qui était déjà élevé par rapport à la concurrence (32% pour la SIPHAT ; 10% pour ADWYA).

Le bénéfice de la SIPHAT a atteint son plus bas depuis 10 ans en 2009 à 0.6MDT. Depuis son introduction en bourse en 2001, la capacité bénéficiaire de la SIPHAT n'a pas évolué malgré une augmentation de ses ventes et des investissements conséquents dans l'outil de production.



La rentabilité comparée SIPHAT-ADWYA :

Les deux compagnies pharmaceutiques cotées, qui sont rappelons-le deux des acteurs les plus importants d'un secteur fortement atomisé (43 compagnies), ont subi une pression significative sur leur marge brute en 2009 en raison d'un Euro fort qui a renchéri la facture des importations de matières premières.

Exercice 2009	SIPHAT	ADWYA
CA	44,602	51,783
Marge Brute	22,293	18,077
Taux de MB	50%	35%
% générique dans CA	84%*	23%

* Estimation AXIS

La part élevée du générique dans le CA de la SIPHAT comparativement à ADWYA explique le décalage important du taux de marge brute des deux compagnies en faveur de la SIPHAT.

La SIPHAT ne tire pas réellement profit de cet avantage comparatif puisque la MB de la SIPHAT est consommée de manière excessive par ses charges de personnel.

Exercice 2009	SIPHAT	ADWYA
Charges de personnel	14,328	5,434
en % du CA	32%	10%
Effectif	748	494
MS/effectif	19	11

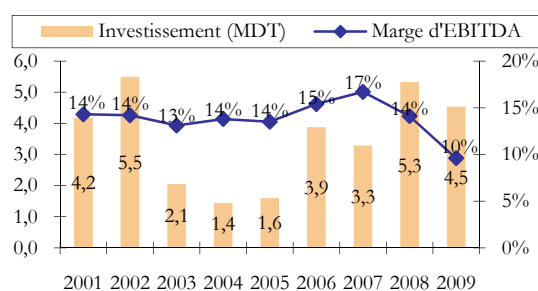
A l'image de la plupart des entreprises à capitaux publics, l'effectif de la SIPHAT n'est pas optimal... Déjà lors de son introduction en bourse en 2001 la SIPHAT avait prévu un plan social destiné à ramener le ratio Frais de personnel/CA sous la barre des 20%... nous sommes à 32% en 2009.

Le sureffectif apparent de la SIPHAT, avec plus de 50% d'effectif en plus que ADWYA pour un CA inférieur, tire la rentabilité vers un niveau bien inférieur à celui de son concurrent.

Exercice 2009	SIPHAT	ADWYA
EBITDA	4,288	7,947
Marge d'EBITDA	10%	15%
EBIT	1,464	6,529
Marge d'EBIT	3%	13%

Sans tenir compte du bénéfice 2009 exceptionnellement faible, et en se basant sur sa capacité bénéficiaire récurrente de la SIPHAT ces dernières années (2.35MDT en moyenne) ; le taux de marge nette de la compagnie publique reste excessivement faible.

La SIPHAT a beaucoup investi ces dernières années : 31.8MDT depuis 2001, année de son introduction en bourse, soit plus de 3.5MDT par an. Des investissements qui n'ont pas eu d'impact très apparent sur la rentabilité de l'entreprise :



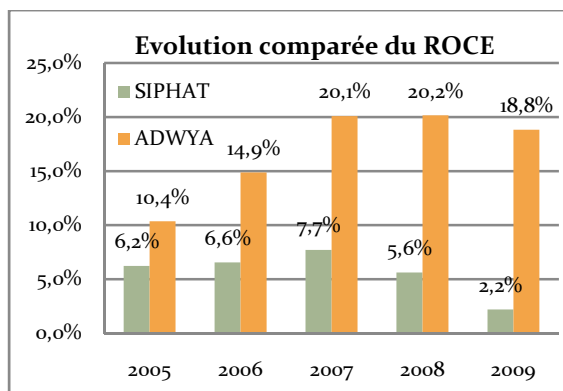
La question des critères de choix des investissements se pose manifestement pour la SIPHAT ; le caractère d'entreprise publique pourrait expliquer une politique d'investissement qui ne serait pas uniquement motivée par des objectifs de rentabilité mais aussi par des considérations d'ordre stratégiques à l'échelle nationale.

La rentabilité de l'actif économique :

Exercice 2009	SIPHAT	ADWYA
Immos Nettes (a)	19,612	9,514
BFR (ajusté de l'escompte) (b)	23,099	18,756
BFR en j de CA	189	132
Compte Client (ajusté de l'escompte) en j de CA	96	112
Capitaux employés (a+b)	42,711	28,270
ROCE	2%	19%

Pour atteindre un CA plus important, ADWYA mobilise un actif économique nettement moindre : 28MDT pour ADWYA, 43MDT pour la SIPHAT.

La rentabilité de cet actif économique est structurellement faible pour la SIPHAT puisque le ROCE a atteint un pic de 7.7% en 2007 ; et un plus bas de 2% en 2009.

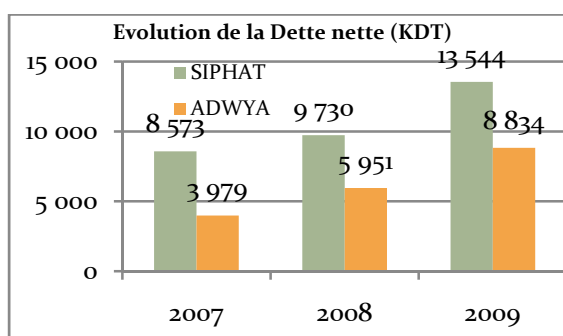


Le ROCE de ADWYA dépassait les 20% en 2007 et 2008 pour redescendre à 18,7% en 2009 ; des niveaux de rentabilité bien supérieurs à ceux de la SIPHAT.

Le levier :

Exercice 2009	SIPHAT	ADWYA
Dette Nette (ajustée de l'escompte)	13,544	8,834
Fonds Propres	35,166	19,362
GEARING	39%	46%
ROE	2%	23%

En 2009, les deux entités ont enregistré une augmentation significative de leur endettement. Le GEARING de la SIPHAT a évolué de 10 points (la stagnation des fonds propres n'a pas amélioré ce ratio) et celui de ADWYA de 13 points. L'endettement de ADWYA est essentiellement composé d'escompte de papier commercial.



Un endettement destiné à financer un outil industriel lourd, l'industrie pharmaceutique est à forte intensité capitalistique et aussi un important BFR.

Les deux entités ont un accès aisé au financement bancaire compte tenu de leur activité défensive, de leur structure financière saine et de la qualité de leurs actionnaires de référence respectifs.

Aucune de ces deux structures n'est notée par l'entité de rating locale.

Pour ce qui est de la rentabilité des fonds propres, là encore le décalage est très significatif avec un bon niveau de ROE pour ADWYA (bien qu'en baisse substantielle par rapport à 2008 -10 points !); tandis que la SIPHAT a enregistré un très faible niveau de rentabilité en 2009 (1,7%) compte tenu du faible bénéfice. Même recalculé sur la base de son bénéfice récurrent de ces dernières années (2.35MDT) le niveau de rentabilité de la SIPHAT resterait insuffisant (6.4%).

Les cash Flows :

Exercice 2009	SIPHAT	ADWYA
EBITDA	4,288	7,947
Investissement	4,537	2,993
Variation du BFR	1,365	2,769
IS	332	991
Free Cash Flow	-1,946	1,194

En 2009, la SIPHAT affiche des free cash flow négatifs (-2MDT); ces derniers ont subi la forte baisse de l'EBITDA, des investissements qui demeurent conséquents et l'augmentation du BFR suite notamment à une forte évolution des stocks de sécurité imposés par les autorités.

Les free cash flow de ADWYA ont diminué de 11% en 2009 suite à l'augmentation significative de l'investissement: 3MDT vs 1.6MDT en 2008.

Conclusion :

Deux entreprises pharmaceutiques cotées et deux profils différents.

D'un côté une compagnie à capitaux publics qui ne profite pas d'un avantage de poids (forte proportion de générique et taux de MB élevé) et qui affiche un niveau de rentabilité très insuffisant faute d'optimisation de ses charges et de politique d'investissement sans doute dictée par des intérêts stratégiques.

De l'autre un acteur privé qui tire une rentabilité bien supérieure de son actif économique, malgré une structure de CA non encore optimale (domination du « sous licence »).

Deux entités qui ont toutefois des points communs avec une structure financière qui reste saine malgré l'augmentation de l'endettement en 2009 destiné à financer des investissements et un BFR en hausse.

Prévisionnel 2010^E :
SIPHAT
Le premier trimestre 2010 :

Sur le premier trimestre de l'année 2010, les ventes de la SIPHAT sont en régression de -4%. Seules les ventes au secteur hospitalier affichent une évolution positive et pèsent pour 57% du CA trimestriel de la SIPHAT.

KDT	T1 2010	T1 2009	Var en %
CA officines	3,927	4,682	-16.1%
CA Hospitalier	6,586	6,320	+4.2%
Exportations	1,102	1,140	-3.3%
Total CA	11,615	12,142	-4.3%
Poids de l'hospitalier	57%	52%	
Poids de l'Export	9%	9%	

Sur l'année pleine 2010, nous anticipons une évolution du CA conforme à la moyenne de ces dernières années. Le taux de MB pourrait bénéficier de la baisse des cours de l'Euro entamée récemment soit une amélioration de 2 points. L'évolution des charges d'exploitation devrait se ralentir avec notamment des frais de personnel qui retrouve une évolution normale (la hausse de +11% en 2009 a sans doute un caractère exceptionnel).

En KDT	2010E	2009	Var en %
Revenus	46,386	44,602	4.0%
Marge Brute	24,121	22,293	8.2%
Taux de MB	52%	50%	
Charges d'exploitation	44,199	43,138	2.5%
EBITDA	5,037	4,288	17.5%
Marge d'EBITDA	11%	10%	
EBIT	2,187	1,464	49.4%
Marge d'EBIT	5%	3%	
Résultat financier	-250	-223	12.0%
Résultat Net	1,356	599	126.3%
Marge nette	3%	1%	

Légère amélioration de la marge d'EBITDA à 11%. Le Résultat net devrait augmenter de manière très significative (+126%) mais cela découle d'une base de départ exceptionnellement faible. Cette hausse ne devrait pas permettre à la SIPHAT de retrouver son niveau de Résultat des années antérieures à 2009 (2.350MDT en moyenne). La rentabilité de la SIPHAT demeure structurellement faible.

ADWYA
Le premier trimestre 2010 :

Le premier trimestre 2010 affiche une légère baisse du CA de ADWYA (-2%). L'érosion des ventes s'est faite essentiellement ressentir au niveau des produits sous-licence (-14%) tandis que la montée en puissance du générique se poursuit (+48%). La gamme ADWYA représente 30% du CA du premier trimestre contre 20% un an auparavant.

KDT	T1 2010	T1 2009	Var en %
Gamme sous licence	8,723	10,156	-14%
Générique ADWYA	3,950	2,661	48%
Façonnage	173	165	5%
Hospitalier	237	453	-48%
Total Local	13,083	13,435	-3%
Export	201	112	79%
Total CA	13,284	13,547	-2%
Poids du générique	30%	20%	
Poids de l'Export	1.5%	0.8%	

L'année 2009 avait enregistré une hausse très significative du CA (+23%) la plus forte depuis 2005. Les chiffres du premier trimestre laisse entrevoir que ADWYA devrait enregistrer un exercice de consolidation avec une croissance plus mesurée du CA. Le taux de MB devrait bénéficier d'une meilleure adéquation de la politique d'achat en fonction de l'évolution des taux de change : hausse de 2 points attendue.

En KDT	2010E	2009	Var en %
Revenus	54,075	51,783	4.4%
Marge Brute	20,549	18,879	8.8%
Taux de MB	38%	36%	
Charges d'exploitation	46,627	45,254	3.0%
EBITDA	8,948	7,947	12.6%
Marge d'EBITDA	17%	15%	
EBIT	7,448	6,529	14.1%
Marge d'EBIT	14%	13%	
Résultat financier	-1,000	-921	8.6%
Résultat Net	5,158	4,369	18.1%
Marge nette	10%	8%	

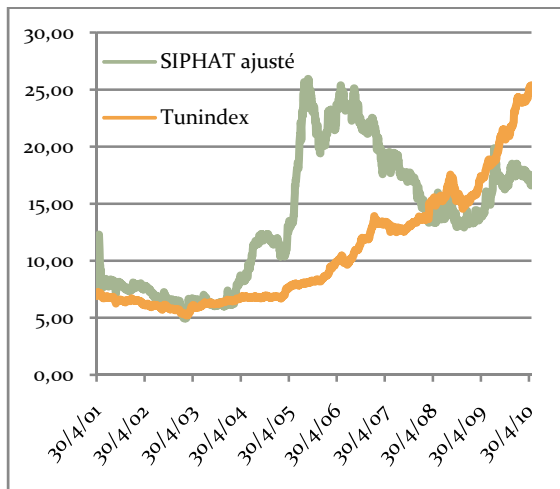
La marge d'EBITDA de 16.5% s'améliore mais reste en retrait par rapport aux exercices antérieurs à 2009. Le Résultat net devrait dépasser les 5MDT soit une marge nette à 2 chiffres.

PARCOURS BOURSIER :

SIPHAT :

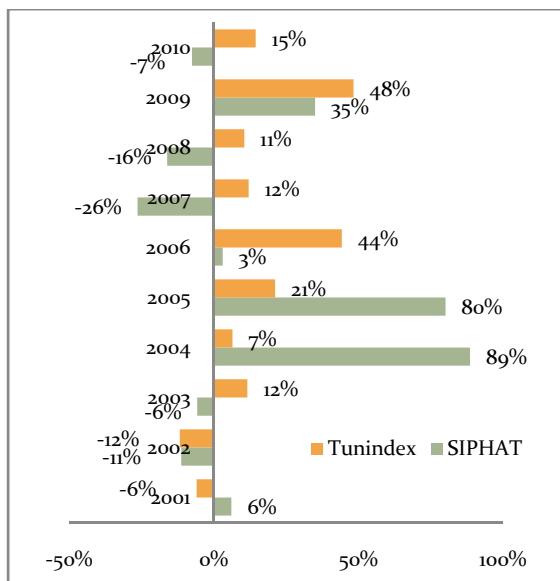
- Introduction en mars 2001 par OPS de 32.2% du capital.
- Capitalisation initiale de 19MDT qui correspondait à un P/E de 13.2x contre 11x pour le marché à l'époque.
- Performance depuis l'IPO: +142% vs +265% pour Tunindex.
- Performance YTD 2010 : -7.4%

Evolution de la SIPHAT (ajusté) depuis l'OPV



Mis à part en 2004 (+89%) et 2005 (+80%) qui ont été deux années exceptionnelles pour le titre, la SIPHAT a rarement surperformé l'indice.

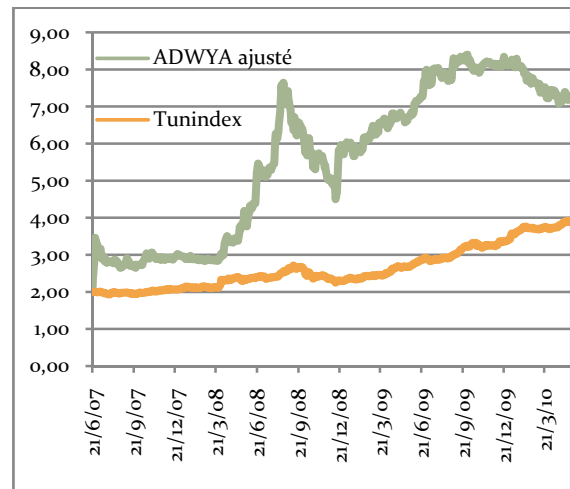
Performance annuelle comparée : SIPHAT vs Tunindex depuis l'OPV :



ADWYA :

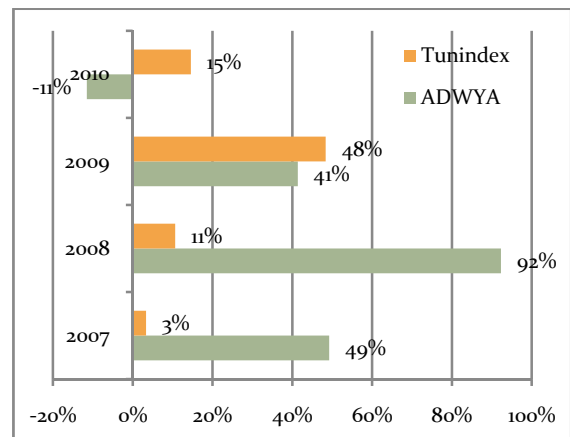
- Introduction en juin 2007 par OPV de 30% du capital.
- Capitalisation initiale de 25,5MDT qui correspondait à un P/E de 7.3x contre 13.2x pour le marché à la période de souscription.
- Performance depuis l'IPO : +259% vs +94% pour Tunindex.
- Performance YTD 2010 : -11.5%

Evolution de ADWYA (ajusté) depuis l'OPV



Après 3 ans de cotation, le bilan du parcours du titre ADWYA est bon avec notamment 18 premiers mois de forte surperformance.

Performance annuelle comparée : ADWYA vs Tunindex depuis l'OPV :



En 2010, les deux acteurs du secteur ont un parcours boursier difficile ; ils font partie des rares valeurs (huit) dans le rouge. Une contre performance à mettre en rapport avec des réalisations 2009 inférieures aux attentes en matière de bénéfice.

VALORISATION :

Market Cap en KDT	21/5/10 spot	Moyenne 1 mois	Moyenne 3 mois	Moyenne 6 mois
SIPHAT	29 538	30 702	31 396	31 647
ADWYA	78 650	80 797	83 523	87 735

Le secteur pharmaceutique coté à la bourse de Tunis n'atteint pas les 110MDT de capitalisation. Il représente 0.8% de la capitalisation du marché.

		SIPHAT	ADWYA
P/E	2009	49,3	18,0
	2010E	21,8	15,2
P/B	2009	0,85	4,86
	2010E	0,84	4,36
Div Yield	2009	1,8%	4,1%
	2010E	3,0%	4,2%
VE/CA	2009	1,0	1,7
	2010E	1,0	1,7
VE/EBIT	2009	29,4	13,4
	2010E	20,3	12,3
VE/EBITDA	2009	10,0	11,0
	2010E	8,8	10,2

Le P/E de la SIPHAT a fortement augmenté en 2009 suite à la chute de son bénéfice sur cet exercice. Sur la base de sa capacité bénéficiaire récurrente de ces dernières années la SIPHAT se traite à un multiple de l'ordre de 13x sa capacité bénéficiaire.

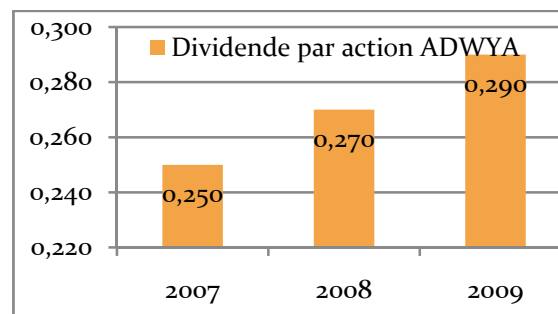
Il existe un décalage important dans les ratios de valorisation des 2 entités pharmaceutiques cotées. Elles font le même métier mais elles présentent des profils très différents en matière de rentabilité et d'actif économique mobilisé.

Le décalage au niveau du P/B est patent, la SIPHAT mobilise des capitaux 2 fois plus importants pour générer un bénéfice récurrent 2 fois moins important.

Le poids de l'outil se retrouve dans le décalage au niveau du ratio VE/EBIT bien plus élevé pour la SIPHAT ; tandis qu'en matière de VE/EBITDA les ratios sont plus proches. Un décalage qui découle du poids élevé des amortissements pour la SIPHAT.

Du côté du rendement en dividende, ADWYA rémunère mieux ses actionnaires ; le niveau de dividende 2009 de la SIPHAT est faible à l'image de son bénéfice qui a été quasiment entièrement distribué (pay-out de 90%). Le niveau de dividende « habituel » de la SIPHAT se situait à 0.700DT par action soit un rendement de 4.3% sur la base des cours actuels.

ADWYA affiche un dividende en progression constante depuis son introduction en bourse, même en 2009 malgré la légère baisse de ses bénéfices.


Conclusion :

La perception des deux titres par les opérateurs est significativement différente. ADWYA est appréciée pour son bon niveau de rentabilité et pour sa stratégie clairement énoncée de basculement progressif d'un modèle de « produits sous licence » vers le générique plus rentable. Une stratégie cohérente et visible dans l'évolution de ses chiffres.

La SIPHAT est sanctionnée de par sa faible rentabilité et son incapacité à franchir des palliés en matière de capacité bénéficiaire. Pour que le marché s'y intéresse, celle-ci doit placer l'amélioration de la rentabilité au centre de ses objectifs. Les investisseurs peuvent difficilement miser sur une entreprise qui semble avoir une vocation de « service public » dont les investissements significatifs n'améliorent pas la rentabilité.

Cette différence de perception explique d'une part le décalage en matière de performance boursière sur les dernières années : ADWYA +259% depuis l'IPO, SIPHAT -13% sur la même période ; et d'autre part le différentiel de dynamisme au niveau des échanges. Malgré un flottant comparable : 32.2% du capital pour la SIPHAT et 30% pour ADWYA ; le titre ADWYA affiche un échange quotidien de près de 20,000 titres/j sur les 12 derniers mois ; moins de 1,500 titres/j pour la SIPHAT.

Opinion ADWYA : ACHETER dans une optique de diversification sectorielle dans une valeur défensive, avec une vision d'avenir et un rendement en dividende attractif. Une valeur bien positionnée pour tirer profit de la nécessaire concentration des acteurs de ce secteur.

Opinion SIPHAT : CONSERVER(-) par manque de visibilité sur la stratégie, de par sa rentabilité insuffisante et de son profil d'entreprise publique qui peine à créer de la valeur pour les actionnaires.