



ADWYA

Secteur	Industrie pharmaceutique	Cours actuel (14 février 2008)	3,28 DTN
Code REUTER	ADWYA .TN	Nombre de titres	11 000 000
Valeur comptable	14.47 MDTN	Capitalisation	36,08 MDTN
Capital social	11MDTN	Valeur Nominale	1 DTN

APERÇU

- La société ADWYA est une société de production et d'exploitation de produits pharmaceutiques à usage humain et vétérinaire. Elle a été créée par la famille EL MATERI en 1983 pour un capital initial de 100 mille dinars qui a atteint en 2007 les 11 millions de dinars. La société dispose d'une grande expérience dans le secteur de l'industrie pharmaceutique et d'un savoir faire appréciable acquis de part sa collaboration avec les laboratoires pharmaceutiques de renommée avec lesquels elle a signé des contrats de licences. Ce savoir faire, expertise et compétence lui ont valu la deuxième importante part de marché au niveau local (sur les ventes officinales).
- En 2006, ADWYA a réalisé un chiffre d'affaires de 35 MDTN, en hausse de 13.6% par rapport à 2005 alors que le résultat net a été de 1.9 MDT en évolution de plus de 46% compare à 2005. En 2007, le chiffre d'affaires attendu est de plus de 37 MTND pour un résultat net estimé à 3.7 MDTN.
- La majeure partie des revenus de ADWYA provient des ventes des médicaments sous-licence (82.5%). Mais depuis 2004, ADWYA a changé son business modèle pour s'orienter vers les médicaments génériques sous sa propre marque afin d'accroître sa rentabilité et de se positionner sur un marché porteur. En 2007, les médicaments génériques ont représenté 18% des ventes contre seulement 4% en 2004.
- ADWYA a été récemment introduite à la bourse de Tunis (Juin 2007) en ouvrant 30% de son capital au public à travers une Offre publique de Vente portant sur 3 000 320 actions au prix de 2,55 DTN par action.
- ADWYA a une bonne assise financière avec un faible endettement et une trésorerie excédentaire.
- En tenant compte des facteurs de risques auxquels ADWYA est exposée et l'analyse des forces, faiblesses, opportunités et menaces, l'évaluation moyenne du titre basée sur la méthode DCF et le modèle de Bates, aboutit à une valorisation moyenne de 4,51 DT ce qui représente une plus-value de 37% par rapport au cours en date du 14 Février 2007.

INDICATEURS D'INVESTISSEMENT

Tableau 1 : Indicateurs d'investissement

En MDTN	ADWYA					
	2004	2005	2006	2007 E	2008F	2009 F
Chiffre d'affaires	22,6	30,8	35,0	37,2	38,7	40,9
Résultat Net	0,8	1,3	1,9	3,7	4,2	4,8
BPA en DTN	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
P/E				9,8	8,6	7,5
Valeur comptable	1,2	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8
P/BV				2,1	1,9	1,8
Dividende en DTN	0,05	0,07	0,07	0,13	0,15	0,17
Rendement Dividende				4,1%	4,7%	5,3%
ROE	7,9%	11,8%	16,1%	26,7%	28,4%	31,5%

Le P/E et P/BV historique proviennent des cours à la fin de l'année respective alors que ceux des années futures sont basés sur le cours boursier en date du 14 février 2008

Les données historiques de 2004, 2005 et 2006 son ajustés sur la base d'une valeur nominale de 1DTN

Source: MAC sa

Recommandation

« ACHETER »

Objectif de cours

4,51 DTN

Mourad Ben CHaabane
Directeur Général
mourad@macsa.com.tn

Salma Zammit
Analyste Financier
salm@macsa.com.tn

Ibrahim Cherif
Analyste Financier
ibrahim@macsa.com.tn

ADWYA SA

Présentation de la société

La société ADWYA est une société de production et d'exploitation de produits pharmaceutiques à usage humain et vétérinaire. Elle a été créée par la famille EL MATERI en 1983 pour un capital initial de 100 mille dinars qui a atteint en 2007 les 11 millions de dinars.

La société ADWYA est entrée en exploitation en 1989. Elle opère dans un des secteurs les plus réglementés et les plus contrôlés en Tunisie. En effet, avec la mise en place par les autorités de tutelle de structure administratives de gestion, d'analyse et de contrôle des produits pharmaceutiques et des médicaments, l'environnement de contrôle de l'activité de la société ne fut que renforcé, exigeant de cette dernière d'entretenir un niveau élevé de qualité. Cette qualité est d'ailleurs constamment contrôlée à travers des missions d'audit qualité effectuées par les bailleurs de licences.

La société ADWYA, l'une des plus anciennes sociétés implantées en Tunisie, dispose d'une grande expérience dans le secteur de l'industrie pharmaceutique et d'un savoir faire appréciable acquis de part sa collaboration avec les laboratoires pharmaceutiques de renommée avec lesquels elle a signé des contrats de licences. Ce savoir faire, expertise et compétence lui ont valu la deuxième importante part de marché au niveau local (sur les ventes officinales). Notons que le marché des médicaments en Tunisie est un marché morcelé, et de ce fait, aucune firme ne dispose d'une position dominante.

Actionariat et liquidité

ADWYA a été introduite récemment à la bourse de Tunis (Juin 2007) en ouvrant 30% de son capital au public à travers une Offre Publique de Vente portant sur 3 000 320 actions au prix de 2,55 DTN par action

Tableau 2 : Actionariat de ADWYA

<i>En date du 17 Janvier 2008</i>	Nombre de titre	% capital
Famille Tahar El Matri	3 762 000	34,2%
Famille Moncef El Matri	3 762 000	34,2%
Autres actionnaires	176 000	1,6%
Public	3 300 000	30,0%
Dont Etrangers	494 031	4,5%
TOTAL	11 000 000	100,0%

Source : BVMT

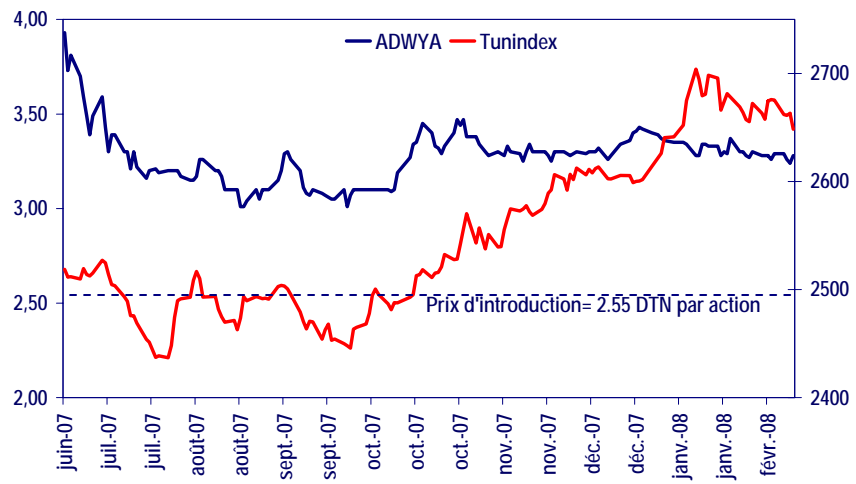
Liquidité: Le capital social actuel de la société s'élève à 11 MDTN divisé en 11 actions d'une valeur nominale de 1DTN chacune. Depuis son introduction à la cote de la bourse, le cours du titre a évolué entre 3,93 DTN et 3,01 DTN.

Tableau 3 : Liquidité du titre ADWYA

<i>En date du 14 Février 2008</i>	2007	2008*
Volume d'échange journalier moyen	46 475	10 905
Valeur d'échange journalière moyenne	139 383	36 003
Taux de rotation	1,41%	0,33%
Capitalisation boursière	37,4	36,1

Source : BVMT

Graphique 1 : Evolution du cours boursier

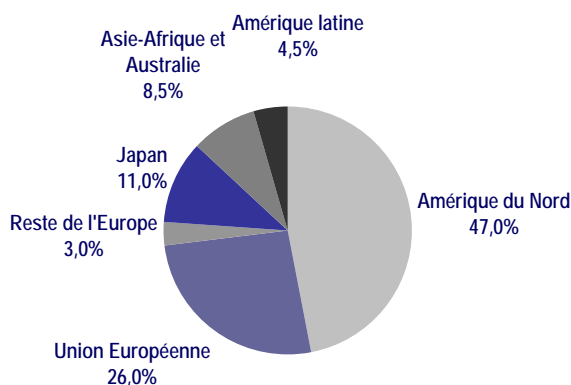


Source : BVMT

VUE D'ENSEMBLE SUR L'INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE

Sur le plan mondial : l'industrie pharmaceutique est l'une des plus importantes industries dans le monde et selon IMS Health, le chiffre d'affaires de l'industrie est estimé en 2007 à 700 milliards de dollars avec une évolution moyenne entre 6 et 7%. Les Etats-Unis d'Amérique représentent à elles seules près de la moitié des ventes mondiales :

Graphique 2 : Répartition des ventes mondiales de médicaments



Source : IMS Health

En plus d'être le plus grand marché, l'Amérique du nord est aussi le principal moteur de croissance avec l'Union Européenne. Cependant, l'autre grand marché, le Japon montre des signes de saturations avec de faible taux de croissance (entre 1 et 2%).

Par ailleurs, l'Asie, l'Afrique et l'Australie qui représentent une faible et plus petite valeur de marché affichent des taux de croissance avoisinant les 10%. La croissance est principalement tirée par l'augmentation du taux de pénétration dans ces marchés naissants.

En terme de classe thérapeutique, il y a eu un net changement des maladies aiguës vers les maladies chroniques dictée par le changement des styles de vies et l'amélioration des conditions sanitaires.

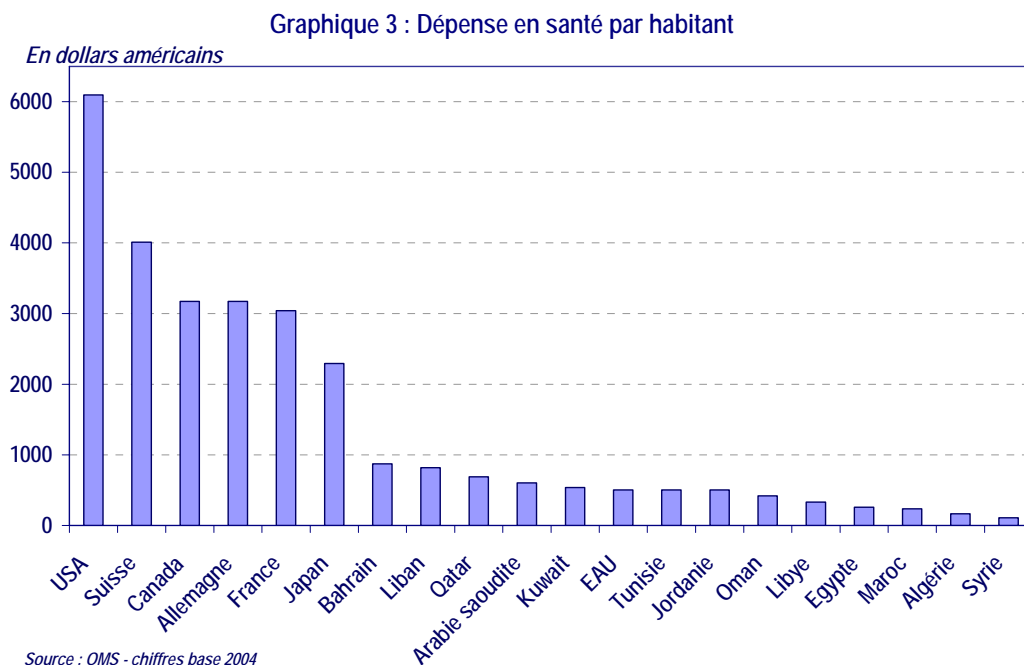
Récemment, les médicaments génériques sont venus concurrencer les médicaments brevetés. Les emplacements géographiques à faibles coûts de production telle que Israël, Inde, la Chine et la Jordanie ont été à l'origine du développement de ces médicaments en plus des réglementations favorables.

L'industrie pharmaceutique dans la région MENA

Le marché pharmaceutique dans la région du Moyen Orient et l'Afrique du Nord, qui a une taille estimée à 9 Milliards de dollars, s'est accru à une moyenne annuelle de 10% pendant les dernières années. Cette croissance est expliquée notamment par une demande thérapeutique en nette progression alimentée par la croissance démographique, l'allongement de l'espérance de vie, réduction de la mortalité à la naissance, l'amélioration des conditions de vie. Ainsi, les dépenses en santé par habitant se sont améliorées progressivement dans la région en

plus de l'occidentalisation du mode de vie des habitants qui a permis la substitution des maladies infectieuses par des maladies chroniques nécessitant des traitements plus longs et plus lourds.

Malgré cette croissance les pays de la région MENA restent éloignés du niveau des dépenses dans les pays développés comme le démontre le graphique suivant :



Selon l'organisation Arabe pour le développement industriel et l'exploitation minière, la consommation des médicaments des pays arabes est assurée en moyenne à hauteur de 45% par la production locale. Mais certains pays comme la Jordanie et l'Egypte sont autosuffisants en médicament à hauteur de 90%.

En outre, l'industrie pharmaceutique dans la région se caractérise par :

- Une absence de centres de R&D spécialisés dans l'invention de nouvelles molécules,
- Forte dépendance par rapport aux matières premières importées notamment les principes actifs et les emballages primaires,
- Vive concurrence sur le marché avec des classes thérapeutiques similaires et de faible différenciation par les prix

Ces faiblesses conjoncturelles poussent les industriels de la région à agir selon trois procédés : fabrication sous contrat, sous licence ou la fabrication des génériques. Les deux premières formes sont généralement les plus utilisées dans la région alors que la fabrication de ses propres médicaments sous forme de générique s'avère la méthode la plus lucrative et rentable. Par conséquent, ces marchés restent dirigés par les prix à cause du faible revenu des citoyens et des coûts réduits pour les producteurs en l'absence de R&D.

Tableau 4 : Les différents modes de fabrication de médicaments dans la région

	Sous-contrat	Sous- licence	Génériques
Procédure	Production seulement du médicament pour le compte de la multinationale	Production et commercialisation du produit sous la marque de la multinationale	Production et commercialisation du produit sous sa propre marque
Revenus	Sous forme de commission payée par la multinationale pour la fabrication	Revenus de la vente des médicaments	Revenus de la vente des médicaments
Coûts	Seulement les coûts de production	Les coûts de production et de marketing et les royalties (3-4% des ventes) payées à la multinationale	Les coûts de développement, de production et de marketing
Rentabilité	Faible	Elevée	Très élevée

Source : Global Investment House, MAC sa

Perspectives de l'industrie

Les changements réglementaires auront un impact majeur sur la croissance de l'industrie pharmaceutique. Les produits brevets s'accroîtront d'environ 8% dans les prochaines années alors que les génériques évolueront de 14 à 15%, selon IMS Health. La part des génériques dans l'ensemble des médicaments dans le monde atteindrait 12% vers 2008. Par catégorie, la croissance devrait continuer avec la tendance d'une plus forte croissance des segments de maladies chroniques.

La croissance dans la région MENA sera alimentée par :

- La croissance démographique et l'amélioration des revenus par habitant,
- La rationalisation et la généralisation des services des soins et de santé,
- L'implémentation de systèmes d'assurances maladies,
- L'encouragement du secteur privé à investir dans les soins médicaux,

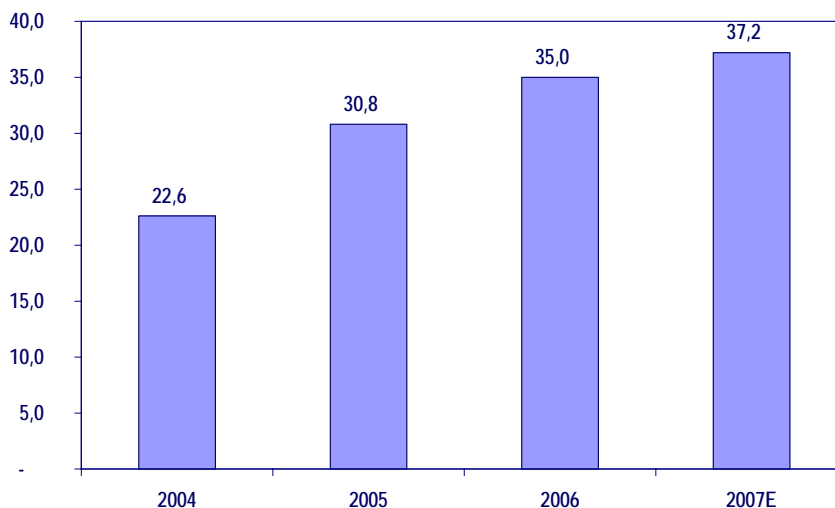
Analyse de la concurrence

Sur le marché tunisien, qu'est le marché source et le principal marché pour l'activité de ADWYA, certaines multinationales détiennent des parts de marché considérables en plus de certaines autres sociétés locales à l'instar de la SIPHAT qui reste le leader sur le marché des génériques et des ventes officielles. Parmi les 24 unités pharmaceutiques à usage humain que dénombre la Tunisie, cinq sont des multinationales. Par exemple, Sanofi-Aventis détient 18% de part de marché en Tunisie (selon les chiffres de 2004). Les médicaments produits localement sont ou bien des génériques (46%) ou des produits sous licence (54%). Malgré la concurrence accrue sur le petit marché tunisien, ADWYA, une des doyennes des sociétés pharmaceutiques du pays, dispose d'une forte notoriété et est bien reconnue sur le segment des ventes officielles. Elle fait partie des cinq premières sociétés pharmaceutiques nationales en terme de ventes. Cette réputation lui a été attribuée grâce à ses longs partenariats avec les laboratoires les plus connus mondialement dans cette industrie et aux transferts de savoir-faire de la part de ses partenaires.

PERFORMANCE FINANCIERE DE ADWYA

Croissance des revenus: La société ADWYA opère sur trois types d'activité: sous licence, génériques et le façonnage. En 2006, ADWYA a réalisé un chiffre d'affaires de plus de 35 MDTN, en progression de 13,6% par rapport à 2005. Cette croissance est imputée essentiellement à la croissance des produits de la gamme ADWYA dont les ventes ont atteint les 5.033 MDTN contre 2.483 millions en 2005.

Graphique 4: Evolution des revenus



Source : Adwya

Répartition des ventes

o *les médicaments sous licence*

C'est l'activité de départ de ADWYA en 1989 et elle reste jusqu'à aujourd'hui l'activité principale en terme de chiffre d'affaires. Depuis sa création, ADWYA a su développer des partenariats avec des laboratoires mondiaux de référence (le laboratoire Glaxo Smithkline, Aventis et Sanofi actuellement Sanofi/Aventis). La société a ainsi bénéficié de la recherche et développement, de la capacité d'innovation et du savoir-faire technologique de ces laboratoires. Dès lors que ADWYA conclut un contrat de fabrication sous licence avec un commettant, ce dernier l'accompagne durant toute la phase d'investissement et mise en place du process, en passant par la formation du personnel à l'outil et aux procédures.

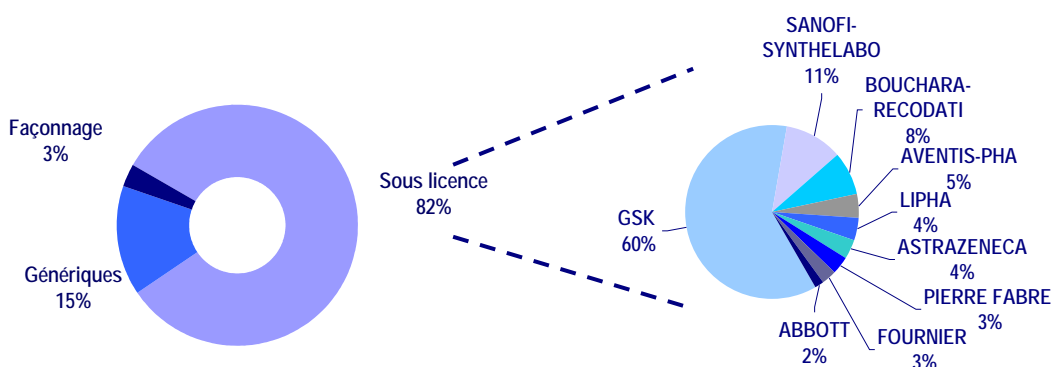
Néanmoins, cette activité présente certaines contraintes dont notamment :

- L'exploitation des produits est le plus souvent limitée à la Tunisie ;
- L'obligation d'acheter la matière active (matières premières) auprès du bailleur des licences ce qui limite la marge sur le produit ;
- Le contrat de licence a une durée et peut, pour une raison ou une autre, être dénoncé par le bailleur de licences qui pourra choisir un autre laboratoire ou décidera d'implanter sa propre usine.

La société ADWYA réalise avec le laboratoire Glaxo Smithkline un chiffre d'affaires de 17,356 MDT soit plus de 60% des ventes en sous licence. Le reste des ventes en sous licence sont réparties entre différents autres laboratoires. En terme de quantité, les médicaments sous licence vendus en 2005 se sont élevés à 7,6 millions d'unités et sont passés à 7,8 millions en 2006.

Selon les indicateurs d'activité de 2007 publiés par la société, le chiffre d'affaires des médicaments sous licence se s'est accru de 3% de 27.3 MDTN en 2006 à 28.1 MDTN en 2007. Cependant, en termes de quantités, les unités produites se sont rétractées de 4% par rapport à 2006 pour s'établir à un peu plus de 7 millions d'unités.

Graphique 5: Répartition des ventes par types (en 2006)



o *Les médicaments génériques :*

En 2003, la société ADWYA a lancé sa propre gamme de médicaments « génériques » (appelée gamme ADWYA). Cette activité a pour principaux objectifs de :

- Minimiser la dépendance vis-à-vis des bailleurs de licences et donc assurer une certaine pérennité à la société ;
- Assurer une meilleure rentabilité puisque la marge relative d'un générique est en général supérieure à celle d'un produit sous licence ;
- Se comporter en vrai laboratoire pharmaceutique avec une activité de développement galénique et de mise au point de produits et une activité de promotion médicale ;
- Exporter sa gamme vers d'autres marchés porteurs comme l'Algérie ou la Libye.

La quantité de produits génériques vendue au courant de l'exercice 2005 a atteint 0,4 millions d'unités. Elle est passée à 0,6 millions d'unités à fin de l'exercice 2006.

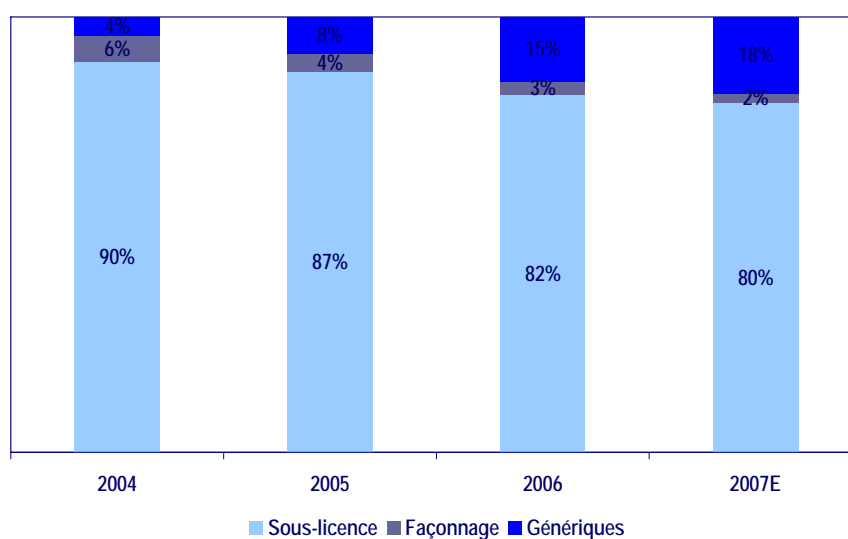
En terme de chiffre d'affaires, les revenus des ventes des médicaments génériques se sont élevés à 2,5 MDTN en 2005 et ont doublé en 2006 pour passer à 5,024 MDTN. Selon les indicateurs d'activité de 2007, ces revenus se sont accrus de 30% pour se situer à 6,5 MDTN. Ce chiffre d'affaires reste conforme à celui prononcé dans le business plan de la société lors de son introduction en bourse.

o **Le façonnage :**

Cette activité a démarré en 2001 avec Aventis. Un deuxième contrat de façonnage a été signé avec Sanofi en 2003. C'est une activité qui n'est pas stratégique pour ADWYA qui a besoin de capacité pour développer sa propre gamme de produits. En effet, elle ne représente que 3,14% du chiffre d'affaires total de la société ADWYA en 2006 mais elle lui permet par ailleurs d'amortir son outil industriel.

La quantité de produits en façonnage vendue au courant est restée stable à 2,7 Millions d'unités en 2005 et 2006. En 2007, les quantités produites en façonnage ont été réduite à 1,8 millions d'unités et ce conformément à la stratégie fixée par la société qui tend vers l'abandon de cette activité pour disposer de plus de capacité de production pour développer l'activité des médicaments générique.

Graphique 6: Evolution des répartitions des ventes



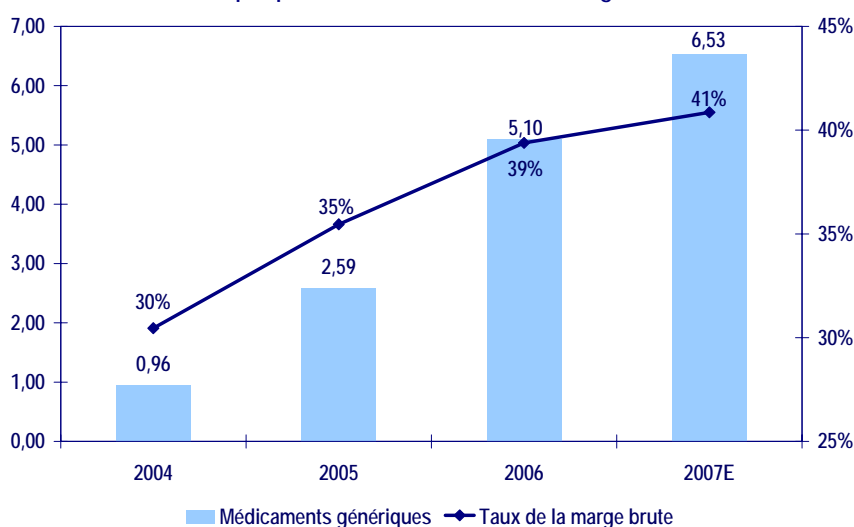
Source : Adwya et MAC sa

Analyse de la rentabilité

Depuis sa constitution, ADWYA a été principalement un producteur de médicaments sous licence et par conséquent ses marges nettes étaient limitées. Ce ci est expliqué par la dépendance des « licenciés » par rapport aux bailleurs de licence notamment en terme de matières premières. Les « licenciés » doivent d'approvisionner en matière première uniquement de chez leur bailleur ce qui limite largement les marges de manoeuvre en terme de diversification des sources d'approvisionnement.

Depuis 2003, et avec le début de la production des médicaments génériques sous sa propre marque, ADWYA a commencé par améliorer ses taux de marge avec la diversification de ses sources d'approvisionnement. Ainsi, le taux de la marge brute est passé de 30% en 2004 à 39% en 2006 et serait, selon nos estimations, de 41% en 2007.

Graphique 7: Evolution du taux de marge brute



En outre, la maîtrise des charges d'exploitation avec un taux d'évolution moyen de 9%, a permis à ADWYA d'améliorer sa rentabilité opérationnelle avec un taux de marge d'exploitation de 11% en 2006 et 12% au terme du premier semestre de 2007.

Tableau 5 : Rentabilité de ADWYA

En MDTN	ADWYA				
	2004	2005	2006	1S 2007	2007 E
Revenus	22,62	30,80	35,00	18,38	37,20
<i>Evolution en %</i>		36%	14%	1%	6%
Marge Brute	7,69	10,77	13,60	7,09	15,20
<i>% Revenus</i>	30%	35%	39%	38%	41%
Résultat d'exploitation	0,75	2,67	3,94	2,28	5,51
<i>Evolution en %</i>		255%	47%	19%	40%
<i>% Revenus</i>	3%	9%	11%	12%	15%
Résultat Net	0,85	1,30	1,88	1,62	3,70
<i>Evolution en %</i>		54%	44%	130%	97%
<i>% Revenus</i>	4%	4%	5%	9%	10%

Source : ADWYA , MAC sa

Avec la réduction de l'endettement de la société, les charges financières ont été réduites à leur tour ce qui a permis une amélioration du résultat net de ADWYA et de sa rentabilité financière en conséquence. En 2006, le résultat net a augmenté à 1,88 MDTN contre 1.3 MDTN en 2005TND, soit une hausse de 44%.

Suite à son introduction à la bourse de Tunis en 2007, ADWYA a bénéficié d'un avantage fiscal lui permettant de réduire son taux d'imposition de 30% à 20% durant les cinq prochaines années suivant son introduction. Ce bénéfice d'impôt permettra aussi d'améliorer la rentabilité de la société et en 2007 nous nous attendons à un résultat net de 3.7 MDTN en hausse considérable de 97% par rapport à 2006 ce qui portera le taux de la marge nette à 10% et la rentabilité financière de la société à 26,7%.

Un cycle d'exploitation maîtrisé

La société ADWYA dispose d'une structure financière saine avec des capitaux propres en progression d'une année à l'autre, un endettement en repli et une trésorerie excédentaire.

Tableau 6 : Bilan économique

En MDTN	ADWYA				
	2004	2005	2006	1S 2007	2007 E
Actifs nets	9,56	9,11	8,48	7,94	8,55
BFR	5,89	5,69	4,73	3,71	7,72
Capitaux employés	15,45	14,80	13,21	11,64	16,27
Capitaux propres	11,61	12,37	13,57	14,47	17,57
Endettement net	3,83	2,42	-0,37	-2,83	-1,29
Capitaux investis	15,45	14,80	13,21	11,64	16,27

Source : ADWYA , MAC sa

Sur le plan des emplois, le cycle d'exploitation est bien maîtrisé avec un Besoin en Fonds de Roulement en baisse sur les trois derniers exercices se situant au dessous de 5 MDTN en 2006 malgré l'obligation pour la société de disposer en permanence d'un stock stratégique de produits finis correspondant à trois mois de consommation. En 2007, nous nous attendons à une augmentation du BFR qui se situera à 7,7 MDTN suite à l'accroissement de l'activité qui nécessitait plus de stocks et d'achats.

Pour ce qui est de l'investissement, les principaux projets sont réalisés depuis l'entrée en activité de l'entreprise. Néanmoins, la société alloue une enveloppe annuelle pour la réalisation d'investissements aussi bien matériels (essentiellement en matériel industriel et agencement), qu'immatériels (achats de brevets), visant à rénover et renforcer ses acquis patrimoniaux.

STRATEGIE DE DEVELOPPEMENT

Consciente des contraintes du marché, la société ADWYA s'est vue adopter, ces dernières années, une politique stratégique visant à concilier, d'une part les exigences du secteur, et d'autre part sa rentabilité économique et financière, et ce, à travers le développement de l'activité des génériques aussi bien sur le plan local que sur le marché export. Toutefois, il convient de signaler que le marché à l'export demeure très volatile et dépend de plusieurs paramètres exogènes et indépendants de la compétitivité de l'industrie locale (difficultés de pénétration et d'obtention d'accréditation, transparence des appels d'offres, etc...).

Ainsi, et compte tenu de l'évolution de l'environnement externe (Caisse Nationale d'Assurances Maladie, Substitution), et des contraintes imposées par ses partenaires, ADWYA s'est fixée les axes stratégiques suivants :

- *Développer sa propre gamme de produits*: la société vise à profiter de la substitution lorsque le princeps c'est-à-dire le médicament de référence d'une marque, n'a pas ou a peu de génériques sur le marché et que son prix est assez élevé. L'objectif est d'atteindre une part des génériques de 35% de son chiffre d'affaires en 2010 (contre 14% en 2006) ;

- *Développer ses ventes à l'export*: l'objectif étant d'exporter 20% des ventes de la gamme ADWYA à partir de 2010. En effet, ADWYA est entrain d'amorcer son développement à l'international. Avec l'ouverture du marché libyen aux importateurs/distributeurs privés, ADWYA a pu réaliser quelques opérations sur la Libye qui ont atteint en 2005 : 376 mille dinars sans aucune action promotionnelle.
De plus, et dans sa stratégie future, ADWYA cible les pays du Maghreb, les pays de l'Afrique de l'Ouest et le Yémen et l'Irak (quand cela sera possible). Durant 2005 et 2006, des missions de prospection ont été effectuées en Libye, Algérie, Maroc, Côte d'Ivoire, Sénégal et Mali.

- *Obtenir l'accréditation* de ADWYA par des organismes publics européens en vue d'exporter sur l'Europe ou de façonner des produits pour le compte de laboratoires européens.

EVALUATION

Facteurs de risques

Le secteur pharmaceutique est caractérisé par de faibles risques puisque les revenus ne sont pas influencés par les cycles économiques. Ceci étant, ADWYA se trouve face à des risques non systématiques, principalement grâce à l'environnement dans lequel elle opère :

- Bien que la Tunisie soit considérée comme une économie ouverte, l'industrie pharmaceutique est protégée par la Pharmacie Centrale de Tunisie qui régule le marché au profit de l'industrie locale.
- Aussi, avec l'encouragement de l'Etat tunisien pour le développement des médicaments génériques, ADWYA est capable de développer son activité et son chiffre d'affaires. Cependant, la forte concurrence sur le marché local notamment avec les laboratoires étrangers implantés en Tunisie peut constituer une menace pour elle.
- L'activité de ADWYA est fortement dépendante de celle de ses bailleurs de licences
- ADWYA ne dépend pas fortement des marchés export puisque une faible part de son chiffre d'affaires est à destination des marchés étrangers.
- La future mise en place du régime d'assurance maladie qui encouragera, entre autres, la consommation des médicaments les moins chers à l'instar des génériques sur lesquels ADWYA est en train de se développer.

Hypothèses du Business Plan :

Nos hypothèses d'évaluation pour l'élaboration de l'état de résultat prévisionnel sont basées sur:

- Nous nous attendons à une baisse annuelle de 3% des ventes de médicaments sous-licence et une évolution moyenne annuelle de 25% des ventes des génériques puisque la société a changé sa stratégie et s'est orienté vers le développement de ses propres médicaments et de réduire la part des sous licence dans ses ventes. Cette nouvelle stratégie sera supportée par l'entrée en vigueur de la nouvelle réforme des assurances maladies en Tunisie et par un plan de développement de nouveaux médicaments chaque année.
- We expect an improvement of the gross margin rate with the significant evolution of the generics share in the total sales that will be reaching 50% of the sales.
- Nous nous attendons à une amélioration du taux de la marge brute avec le développement des ventes des génériques qui représenteraient à termes 50% du chiffre d'affaires total ;
- Nous avons estimé le taux de croissance à l'infini à 2% ;
- Les charges de personnel évolueront de 5% annuellement ;
- Pour la période 2008-2009, les autres charges d'exploitation progresseront à un rythme assez soutenu suite au lancement sur la marché de nouveaux médicaments génériques nécessitant des efforts de commercialisation plus intensifs (20%). Ensuite, le taux d'évolution de ces charges sera atténué.
- Cependant, les charges financières seront de l'ordre de 0,8 MDTN provenant essentiellement des pertes de change et des intérêts sur les effets à l'escompte;
- A partir de 2012, la société reviendra à un taux d'imposition de 30%.

Hypothèses sur le bilan

- Les investissements annuels seront de 1.73 MDTN
- Les stocks et le compte client représenteront respectivement 42% et 6% du chiffre d'affaires tout au long de la période de prévision.
- Le compte fournisseurs représentera à peu près 50% du total des achats ;
- Le taux de distribution des dividendes sera de 40%.

Méthodes d'évaluation

Pour déterminer la valeur des fonds propres de ADWYA nous nous sommes basés sur deux méthodes d'évaluation à savoir la méthode Discounted Cash Flow « DCF » et la méthode de Bates. L'évaluation est basée sur une période de 5 ans (2008-2012).

Hypothèses de la méthode DCF :

Le modèle DCF est basé sur une période de prévision de 5 ans (2008-2012) pour le Cash Flow Disponible. Les cash flows disponibles prévisionnels et la valeur résiduelle sont ensuite actualisés au coût moyen pondéré du capital (WACC). Notre évaluation selon la méthode DCF est basée sur :

- une prime de risque du marché de 5,4%
- un taux de l'argent sans risque de 6,6%
- un Bêta de 0,8
- un taux de croissance à l'infini de 2%.
- sur la base de ces hypothèses, le coût des capitaux propres s'est élevé à 11,14% calculé selon la méthode du Bêta de l'actif économique
- basé sur un coût de la dette égal à 8%, on a obtenu un taux d'actualisation de 10,95% calculé selon la méthode WACC.
- une prime d'illiquidité de 1% a été appliquée à ce taux d'actualisation puisque le titre reste tout de même moyennement sur le marché par rapport aux titres phares de la Bourse de Tunis.

Tableau 7: Evaluation par la méthode DCF

<i>en MDTN</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>
Résultat d'exploitation net d'impôts	4,41	4,71	5,32	6,20	6,98	7,37
Amortissements & provisions	1,57	1,47	1,40	1,40	1,40	1,40
Investissement en immobilisation	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Augmentation du BFR	3,00	0,66	0,95	1,20	1,12	1,34
Cash-Flow disponible	1,25	3,79	4,03	4,67	5,52	5,69
WACC						11,95%
Taux de croissance à l'infini						2%
Cash-Flow disponible actualisés	1,25	3,38	3,22	3,33	3,52	3,24
Valeur résiduelle actualisée						27,10
Valeur d'Entreprise						43,78
Endettement Net						-1,29
Immobilisation financière						0,04
Valeur des fonds propres						42,53
Valeur par action						3,87

Source: MAC sa

Hypothèses de la méthode Bates :

- Nous avons assimilé un P/E de sortie de 13, c.à.d lorsque l'action est revendue après 5 ans
- Le taux de distribution des dividendes prévu est de 40%
- Le taux de croissance moyen des bénéfices sur la période 2008-2012 est de 13%.

Tableau 8 : Evaluation par la méthode Bates

Indicateurs		
Taux de croissance moyen des bénéfices	G	13,21%
Taux d'actualisation	I	11,08%
Nombre d'année	N	5
P/O	D	40%
P/E sortie	Pe n	12,0
A		0,9
B		4,8
P/E entrée		15,3
BPA de l'année 2007		0,34
Valeur par action		5,15

Source: MAC sa

Valeur moyenne

L'évaluation moyenne de la Société ADWYA sa basée sur la méthode DCF et le modèle de Bates, aboutit à une valorisation moyenne de 4,51 DT. Actuellement le titre s'échange à 3,28DT (à la date du 14 Février 2008) ce qui implique une valorisation moyenne supérieure de 37% au prix du marché actuel. Actuellement, le titre ADWYA s'échange à un multiple des bénéfices P/E 2007E de 9,8x et un P/E 2008 prévisionnel de 8,6x. Ainsi, notre recommandation pour le titre ADWYA est « **ACHETER** » à ce niveau de prix actuel.

Tableau 9: Evaluation moyenne par action

	Valeur par action en DTN
Méthode DCF	3,87
Méthode de Bates	5,15
Valeur moyenne	4,51
Cours (14/02/2008)	3,28

Source: MAC sa

ETAT DE RESULTAT PREVISIONNEL En MDTN	ADWYA								
	2004	2005	2006	2007E	2008P	2009P	2010P	2011P	2012
Revenus	22,6	30,8	35,0	37,2	38,7	40,9	43,5	46,2	49,5
Autres produits d'exploitation	0,2	0,2	0,1						
Variation des Stocks	2,5	- 0,6	- 0,6	-	-	-	-	-	-
Production	25,2	30,4	34,5	37,2	38,7	40,9	43,5	46,2	49,5
Achats consommés	17,6	19,6	20,9	22,0	22,1	22,3	22,5	22,8	23,3
Marge Brute	7,7	10,8	13,6	15,2	16,6	18,6	21,0	23,4	26,2
Charges de personnel	3,2	3,6	4,1	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
Autres charges d'exploitation	2,2	2,7	3,5	4,7	5,7	6,8	8,0	9,2	10,1
Excédent Brut d'Exploitation	2,3	4,4	6,0	7,1	7,3	8,0	9,1	10,0	11,7
Dotations aux amortissements et aux provisio	1,5	1,7	2,1	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Résultat d'exploitation	0,8	2,7	3,9	5,5	5,9	6,6	7,7	8,6	10,3
Produits des placements	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Charges financières nettes	- 1,4	- 0,7	- 1,3	- 1,0	- 0,8	- 0,8	- 0,8	- 0,8	- 0,8
Autres gains ordinaires	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres pertes ordinaires	- 0,3	- 0,2	- 0,1	- 0,0	- 0,0	- 0,0	- 0,0	- 0,0	- 0,0
Résultat avant impôts	1,1	1,8	2,6	4,6	5,2	5,9	7,0	7,9	9,6
Impôts sur les sociétés	0,3	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,3	1,5	2,7
Résultat Net	0,8	1,3	1,9	3,7	4,2	4,8	5,7	6,4	6,9

Source : ADWYA, MAC sa

Bilan Prévisionnel En MDTN	ADWYA								
	2004	2005	2006	2007E	2008P	2009P	2010P	2011P	2012 P
Actifs									
Actifs non courants	9,56	9,11	8,48	8,55	9,09	9,64	10,18	9,79	10,22
Immobilisations Incorporelles	0,71	0,78	0,79	0,90	1,00	1,10	1,20	1,36	1,40
Immobilisations Corporelles	8,67	8,21	7,64	7,51	7,95	8,40	8,84	8,29	8,68
Immobilisations Financières	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Total des actifs immobilisés	9,41	9,03	8,47	8,45	8,99	9,54	10,08	9,69	10,12
Autres actifs non courants	0,15	0,08	0,01	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Actifs courants									
Stocks	11,93	12,98	11,34	15,78	16,43	17,35	18,47	19,60	20,99
Clients et Comptes rattachés	1,36	1,85	2,22	2,22	2,31	2,44	2,59	2,75	2,95
Autres actifs courants	3,77	2,79	1,54	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Liquidités et équivalent de liquidités	1,52	1,38	2,69	3,25	2,97	2,02	1,10	1,83	1,28
Total des actifs courants	18,57	19,00	17,80	23,25	23,70	23,81	24,16	26,18	27,21
Total des actifs	28,13	28,11	26,28	31,80	32,80	33,44	34,34	35,96	37,43
Shareholders'equity									
Capital social	10,00	10,00	10,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Reserves	0,59	0,94	1,59	2,77	3,70	4,15	4,62	5,40	6,28
Autres capitaux propres	0,17	0,13	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Capitaux propres avant résultat de l'exercice	10,76	11,07	11,69	13,87	14,80	15,25	15,72	16,50	17,38
Résultat Net de l'exercice	0,85	1,30	1,88	3,70	4,20	4,80	5,65	6,43	6,88
Capitaux propres avant affectation du résultat	11,61	12,37	13,57	17,57	19,00	20,05	21,37	22,93	24,26
Passifs									
Passifs non courants	2,65	2,23	1,72	1,96	1,44	0,94	0,44	0,34	0,24
Emprunts	2,66	2,23	1,72	1,96	1,44	0,94	0,44	0,34	0,24
Autres passifs financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total des passifs non courants	2,65	2,23	1,72	1,96	1,44	0,94	0,44	0,34	0,24
Passifs Courants	13,87	13,50	10,98	12,28	12,35	12,45	12,52	12,69	12,93
Fournisseurs et comptes rattachés	10,33	10,48	8,69	11,28	11,35	11,45	11,52	11,69	11,93
Autres passifs courants	0,83	1,45	1,69	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Concours bancaires et autres passifs financiers	2,70	1,57	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total des passifs courants	13,87	13,50	10,98	12,28	12,35	12,45	12,52	12,69	12,93
Total des capitaux propres et passifs	28,12	28,11	26,27	31,80	32,80	33,44	34,34	35,96	37,43

Source: ADWYA, MAC sa

Informations importantes

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elles reflètent les opinions de l'analyste et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC sa se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC sa au profit ou envoyé par MAC sa à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC sa se dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente survenant suite à l'utilisation de ce document.

MAC sa n'a pas perçu et ne percevra aucune compensation de la part de la société ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.

Recommandation de MAC	Base de la Recommandation
Acheter	Valeur de l'action est > 10% du cours de bourse actuel
Conserver	Valeur de l'action est entre +10% et -10% du cours de bourse actuel
Réduire	Valeur de l'action est entre -10% et -20% du cours de bourse actuel
Vendre	Valeur de l'action est < -20% du cours de bourse actuel