

La société ADWYA vient de publier ses états financiers annuels certifiés arrêtés au 31-12-2009.

Recommandation CONSERVER

Cours au 06-04-2010	7,680DT
Capital Social	11 000 000 DT
BPA 2009	0,397DT
BPA 2010_p	0,436DT
PER 2008	20,65x
PER 2009	19x
PER 2010_p	17,31x
PBK 2009	4,37x
Dividende 2009	0,270 DT
Yield	3,57%

Evolution TUNINDEX/ADWYA



Recommandation

L'industrie pharmaceutique est l'un des secteurs les plus dynamiques grâce à un marché aux perspectives de croissance fortes, c'est aussi l'un des secteurs les plus internationalisés dominés par des groupes mondiaux puissants. Ainsi, ADWYA opère dans un secteur à fort potentiel mais qui demeure fragmenté à l'échelle nationale. Cette forte fragmentation ne reste pas sans effet sur la fixation des prix mais aussi sur la formation des marges. Certes, le chiffre d'affaires d'ADWYA a évolué de 23,3% au cours de l'exercice 2009, cependant, ses marges ont été affectées par la hausse des coûts des matières premières ainsi que la dépréciation du cours du dinar tunisien. Cependant, rappelons que l'année 2009 est une année particulière pour ADWYA, au cours de laquelle la société a procédé à une série d'investissements dont les retombées se feront nécessairement ressentir au fil des prochains exercices. A cet effet, nous estimons une croissance de l'ordre de 15% à 20% du résultat de la société.

Nous recommandons de CONSERVER le titre ADWYA.

Etat de résultat simplifié de ADWYA au 31-12-2009

	2008	2009	Evolution
Revenus	41 338 580	50 981 078	23,30%
Total Produits d'Exploitation	43 368 838	52 134 942	20,20%
Achat de matières premières et provisionnements consommés	26 311 049	33 255 696	26,40%
Marge Brute	17 057 789	18 879 246	10,70%
Taux de Marge Brute	41,30%	37,00%	
Total Charges d'Exploitation	37 235 055	45 605 877	22,50%
EBITDA	7 704 830	7 947 195	3,10%
Marge d'EBITDA	18,60%	15,60%	
EBIT	6 133 783	6 529 065	6,40%
Marge opérationnelle	14,80%	12,80%	
Charges financières nettes	1 089 822	1 345 115	23,40%
Produits des placements	483 726	424 636	-12,20%
Solde des autres éléments (Autres gains-Autres pertes)	133 121	-248 291	
Impôts	-1 213 555	-991 310	-18,30%
Bénéfice net	4 447 254	4 368 986	-1,80%

Une croissance de 23,3% a été enregistrée au niveau des revenus, pour ramener les ventes totales de ADWYA à 50,981MDT au 31-12-2009. Cette forte croissance des revenus d'ADWYA trouve ses origines dans les faits suivants :

- D'abord, la volonté du management de développer d'avantage l'activité générique, s'est fait ressentir doublement : d'une part dans la consolidation de la part du chiffre d'affaires en provenance de cette branche, qui s'est accru de 40,3%, à 11 877mDT, et d'autre part dans l'accroissement de la part de cette branche dans la formation du chiffre d'affaires total de ADWYA, les ventes de génériques ADWYA représentent désormais 23,3% du CA contre 20% en 2008. Cette branche a aussi été boostée par la présence de la CNAM qui a alimenté l'activité du marché pharmaceutique tunisien.
- Ensuite, le chiffre d'affaires sous licence a connu une hausse de 20,4%, à 35,678MDT.
- Enfin, le chiffre d'affaires à l'export a explosé, passant de 55,832mDT en 2008 à 574,962mDT en 2009. Cependant, rappelons que les exportations ne représentent que 1,1% dans la formation du chiffre d'affaires global d'ADWYA.

Structure du Chiffre d'affaires	2008	2009	Variation
Chiffre d'affaires officines sous licence	29 634 423	35 678 720	20,4%
Chiffre d'affaires hôpitaux	2 196 995	1 716 206	-21,9%
Chiffre d'affaires à l'exportation	55 832	574 962	929,8%
Chiffre d'affaires officines générique ADWYA	8 467 959	11 877 223	40,3%
Façonnage	714 779	742 973	3,9%
Ventes d'échantillons	268 592	390 994	45,6%
TOTAL	41 338 580	50 981 078	23,3%

- La marge brute s'est accrue de 10,7% en 2009, alors que le taux de marge brute s'est remarquablement déprécié passant de 41,3% en 2008 à 37% en 2009. Cette baisse est attribuable à une croissance moins importante de la marge brute (+10,7%) que celle des revenus (+23,3%).
A ce sujet, le management a expliqué que certains nouveaux produits génériques (au nombre de dix) consommant des matières premières n'ont pas encore été commercialisés et que l'exercice 2009 est un exercice particulier pour lequel la société a effectué des dépenses dont la valeur ajoutée sera répercutée sur les années à venir.
- La croissance maîtrisée au niveau de la marge brute est freinée par une croissance plus importante du coût d'achat, due à la dévaluation du Dinar courant 2ème semestre 2009 générant une hausse importante du coût des matières premières (+26,4%) que celle des produits d'exploitation (+20,2%). De même, la marge d'EBITDA s'est dépréciée passant de 18,6% en 2008 à 15,6% en 2009.
- La baisse de la marge brute s'est fait ressentir sur le résultat d'exploitation qui a connu une modeste croissance de 6,4% sur l'exercice dernier, pour s'établir à 6,529MDT en 2009.
Ainsi, la marge opérationnelle, exprimée par le rapport entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires, s'est dégringolée de 2 points de pourcentage, passant de 14,8% en 2008 à 12,8% en 2009.
- Les charges financières nettes ont connu une croissance importante sur la période, soit une hausse de 23,4% : les pertes de change représentent désormais 45% du total des charges financières (après une part de 12% en 2008) et se sont accrues de 351% ; d'autre part, les intérêts se rapportant aux comptes courants bancaires ont considérablement évolué, soit une hausse de 192,8%.
Les produits des placements ont baissé de 12,2% : cette contre performance est essentiellement attribuable à une diminution au niveau des gains de change (-37,2%).
- Le solde des autres éléments ordinaires a plombé les résultats de ADWYA se rapportant à l'exercice 2009 : la société a en effet subi des pertes pour « redressements et diverses pénalités douanières » pour un montant de 329,3mDT.

- Ainsi, le résultat net 2009 de la société ADWYA affiche une légère baisse de 1.8% à 4,4MDT, attribuée principalement à une perte de change ainsi qu'à une perte sur une créance irrécouvrable suite à la faillite du client Pharmaco. Malgré cette baisse, la société dispose d'une structure financière solide avec une trésorerie excédentaire de près de 4 MD et un BFR limité à 12% du CA.
- La rentabilité des fonds propres relativement importante, est passée de 24,7% en 2008 à 22,6% en 2009, suggérant que la rentabilité financière d'ADWYA est relativement moins gratifiante.
- Le ratio de rentabilité économique qui mesure la performance de la société dans l'exercice de son métier au cours de la période, a enregistré un net accroissement passant de 29,5% en 2008 à 36,5% en 2009 : cette hausse est tributaire d'un accroissement au niveau du NOPAT (+12,6%) devant une baisse du côté de l'actif économique (-9%), expliquée par une importante diminution du BFR de la société.

Perspectives de développement

- Depuis 2008, ADWYA s'est lancée dans un programme de développement de nouveaux génériques a par la création d'une direction de R&D qui a pour mission le dépôt du maximum de dossier d'ici l'horizon 2013. L'objectif est de maintenir une cadence minimale de dépôt de 20 dossiers/an et l'obtention de 22 AMM par an en prévisionnelle de 2010.
- L'orientation stratégique d'ADWYA est de développer son portefeuille visant un équilibre entre les produits génériques et sous licence d'ici 2013 ainsi que le lancement de sa nouvelle branche d'activité Parapharmaceutique ADVITA.
- A l'échelle internationale, et selon le management, l'année 2009 a été l'année effective du démarrage de l'activité export pour ADWYA. En 2010, les laboratoires comptent bien renforcer cette activité notamment sur les marchés suivants :
 - La Libye** : En 2009, ADWYA a exporté plus de 500 mDT vers la Libye. Le flux d'affaires va progresser en 2010, surtout avec la mise en place d'une promotion médicale sur ce marché.
 - L'Algérie** : Les laboratoires ADWYA ont signé un contrat de Partenariat en Algérie. La liste des médicaments à exporter a été arrêtée et trois dossiers sont déjà déposés à l'enregistrement.
 - L'Afrique** : ADWYA a signé un contrat de partenariat avec DISTRIMEX pour la distribution de ses produits en Afrique subsaharienne. La première opération d'export est prévue en Avril 2010 vers la Côte d'Ivoire où les ventes seront soutenues par une promotion médicale.
 - Le Yemen** : la première opération d'export a été réalisée au mois de janvier 2010 et sera suivie par d'autres au courant de l'année.

- La société compte aussi lancer un programme de mise à niveau dont le financement prévu sera assuré par des fonds propres (y compris prime FODEC), à hauteur de 70% et des dettes MLT, à hauteur de 30%, soit un montant total prévisionnel (2010-2012) de 13 MD.
- Pour 2010, le chiffre d’Affaires devrait atteindre 54 MDT et le résultat net devrait se situer à 4,8 MDT.

Recommandation

L’industrie pharmaceutique est l’un des secteurs les plus dynamiques grâce à un marché aux perspectives de croissance fortes, c’est aussi l’un des secteurs les plus internationalisés dominés par des groupes mondiaux puissants. Ainsi, ADWYA opère dans un secteur à fort potentiel mais qui demeure fragmenté à l’échelle nationale. Cette forte fragmentation ne reste pas sans effet sur la fixation des prix mais aussi sur la formation des marges. Certes, le chiffre d’affaires d’ADWYA a évolué de 23,3% au cours de l’exercice 2009, cependant, ses marges ont été affectées par la hausse des coûts des matières premières ainsi que la dépréciation du cours du dinar tunisien. Cependant, rappelons que l’année 2009 est une année particulière pour ADWYA, au cours de laquelle la société a procédé à une série d’investissements dont les retombées se feront nécessairement ressentir au fil des prochains exercices. A cet effet, nous estimons une croissance de l’ordre de 15 à 20% du résultat de la société. **Nous recommandons de CONSERVER le titre ADWYA.**