

Monday Brief

- **EVOLUTION GENERALE DU MARCHÉ**
- **COMPORTEMENT DES VALEURS**
- **LES INFOS DE LA SEMAINE**
- **IDEE INVESTISSEMENT**
- **PALMARES 2007**
- **ANALYSE : OPV ADWYA « Souscrire »**

Les chiffres de la semaine

Tunindex	2494,49	-2,7%
Volume moyen	1,3 MDT/j	+30%

Les performances de la semaine par secteur :

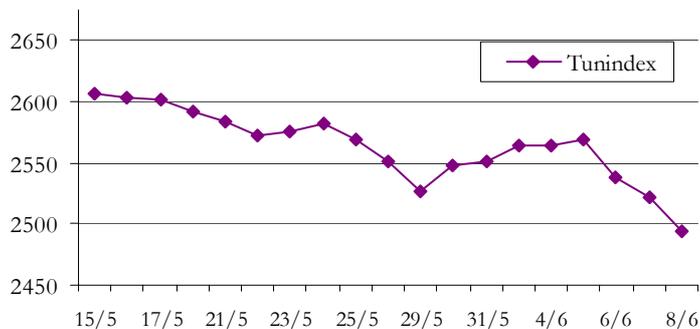
INDICES SECTORIELS AXIS

ASSURANCES	-0.3%
DISTRIBUTION	-0.5%
LEASING	-1.3%
BANCAIRE	-1.5%
INDUSTRIE	-2.1%
TRANSPORT AERIEN	-2.3%
IMMOBILIER	-5.0%
AUTRES SERVICES	-5.2%
HOLDING	-6.7%
AGROALIMENTAIRE	-7.6%

EVOLUTION GENERALE DU MARCHÉ

Une semaine de forte correction : Tunindex perd 2,7% franchissant à la baisse la barre des 2500 points. Tous les gains du mois de février 2007 sont désormais effacés, l'indice Tunindex ayant retrouvé son niveau du 18 janvier 2007.

Depuis mi-mai l'indice enregistre une tendance baissière qui s'est accélérée lors de 4 dernières séances.



La correction sévère de ces derniers jours trouve selon nous ses fondements dans l'une des principales faiblesses structurelles de notre marché : l'omniprésence de « petits » porteurs spéculatifs et l'insuffisance du tissu d'investisseurs institutionnels stables et avertis. Les petits porteurs sur-réagissent à des événements souvent anodins et les investisseurs avertis devraient en profiter pour se positionner à bon compte sur des titres injustement sanctionnés compte tenu de leurs bons fondamentaux. C'est souvent dans un tel contexte que se font les meilleures affaires en bourse : « Acheter au son du canon... »

Cette semaine encore la forte volatilité du marché s'est réalisée dans de faibles volumes : 1,3MDT par jour en moyenne.

Aucune transaction de bloc à signaler, et une déclaration de franchissement de seuil annoncée suite à des transactions survenues le 29/5 dernier : le groupe Zerzri franchit à la hausse le seuil de 5% au capital de l'ATB.

Une tendance globalement baissière donc, puisque seules 3 valeurs affichent un parcours dans le vert et 11 titres sont restés inchangés. La baisse a donc concerné 34 des 48 valeurs cotées.

COMPORTEMENT DES VALEURS

Les deux plus fortes baisses de la semaine ont concerné les valeurs d'un même groupe : la SFBT -8,1% et la SPDIT -8,2%. Le groupe SFBT a été au centre de l'actualité cette semaine avec la tenue de son AG et la publication d'un communiqué destiné à éclairer les actionnaires sur la restructuration du groupe actuellement à l'étude. Une restructuration qui aboutira à la spécialisation de la SFBT dans le segment bière uniquement après filialisation des Boissons Gazeuses et la remontée de ses participations financières au sein d'une société holding qui sera elle-même cotée. Une restructuration qui bien qu'elle revalorisera les actifs de la SFBT à leur valeur économique ne générera pas de flux financiers. C'est sans doute cette clarification de même que les délais de réalisation de l'opération annoncés : entre 1,5 et 2 ans ; qui ont déçu une frange des investisseurs.

Rappelons par ailleurs que lors de son AG, la SFBT a voté la distribution d'un dividende de 2,6DT/action et le split de la valeur nominale de son action par 5.

Parmi les plus fortes baisses nous retrouvons également la Sotetel (-7%) qui fait partie des 6 retardataires qui n'ont toujours pas publié leurs comptes 2006 (le délai légal étant de 4 mois après la clôture de l'exercice...) et qui ont été « épinglés » par un communiqué du CMF. Ces 6 sociétés sont : ATB, General Leasing, Tunisair, STIP, Sotetel et l'UIB.

Plus fortes hausses :

AMEN BANK	+1.2%
EI WIFACK LEASING	+1.1%
TUNISIE LEASING	+1.0%
	-
	-
	-
	-
	-
	-
	-

Plus fortes baisses :

SPDIT	-8.2%
SFBT	-8.1%
SOTETEL	-7.0%
GIF	-6.8%
SIPHAT	-5.8%
SITS	-5.7%
SIMPAR	-5.4%
SOTRAPIL	-5.4%
BNA	-5.2%
SIAME	-4.9%

Plus forts volumes (DT) :

SFBT	1,799,648
BT	582,895
UBCI	485,938
STB	388,921
SOTETEL	305,611
BIAT	300,928
SOTRAPIL	286,999
BNA	277,862
TUNISAIR	206,934
ATB	184,922

Parmi les rares hausses de la semaine, nous trouvons l'Amen Bank en tête de ce palmarès réduit avec un gain de +1,2%. Une performance sans doute liée à l'annonce d'une augmentation de capital dont les modalités ne sont pas encore connues. L'Amen Bank a en effet convoqué ses actionnaires en AGO-AGE pour le 19/6 au siège de la banque.

Rappelons enfin que les souscriptions à l'OPV de ADWYA se poursuivent jusqu'au mercredi 13/6 inclus et que le titre devrait enregistrer sa première cotation le 22/6. Dès son introduction à la cote de la bourse, les actionnaires de ADWYA bénéficieront d'une attribution d'actions gratuites (1 pour 10) et toucheront le dividende 2006 d'un montant de 0,070DT/action le 1er/7/2007. Nous avons joint ci-après notre étude relative à l'OPV de ADWYA qui recommande d'y souscrire.

LES INFOS DE LA SEMAINE
RECAPITULATIF DES ASSEMBLEES GENERALES & DES DIVIDENDES PROPOSES :

TITRE	NATURE	DATE	HEURE	LIEU	Dividende 06	Variation	Rendement	Ex-date
Placements	AGO	15 mars			1,500DT	+50%	4.3%	3 avril
ESSOUKNA	AGO	30 mars			0,220DT	+24%	4.6%	15 mai
SPDIT	AGO-AGE	5 avril			2,200DT	+16%	33.8%	20 avril
ICF	AGO	12 avril			3,500DT	+250%	6.4%	15 mai
MONOPRIX	AGO	17 avril			3,000DT	=	4.4%	4 mai
ALKIMIA	AGO	19 avril			2,250DT	-25%	5.2%	14 mai
CIL	AGO-AGE	26 avril			1,500DT	+7%	11.1%	8 mai
EL WIFACK	AGO	26 avril			0,300DT	+60%	4.5%	21 mai
GIF FILTER	AGO	26 avril			0,150DT	=	4.6%	14 mai
UBCI	AGO	9 mai			1,000DT	+43%	3.0%	18 mai
TUNINVEST	AGO-AGE	10 mai			0,700DT	+56%	6.4%	31 mai
SIMPAR	AGO-AGE	14 mai			1,350DT	+8%	4.3%	1 juin
ASTREE	AGO	16 mai			1,500DT	+50%	3.2%	4 juin
BT	AGO	18 mai			2,200DT	+32%	2.3%	29 mai
STAR	AGO	19 mai			-	=		
BNA	AGO-AGE	23 mai			0,800DT	+33%	4.6%	11 juin
BTE	AGO	24 mai			1,800DT	=	5.8%	25 juin
LA CARTE	AGO	29 mai			0,800DT	+33%	3.7%	15 juin
BIAT	AGO-AGE	29 mai			1,200DT	+9%	3.1%	14 juin
BH	AGO	29 mai			0,500DT	=	2.4%	6 juin
ATL	AGO-AGE	31 mai			1,500DT	+15%	5.2%	1 juillet
SOTUVER	AGO	31 mai			-	=		
SFBT	AGO-AGE	5 juin			2,600DT	+8%	3.5%	20 juin
MAG. GEN.	AGO	7 juin			0,500DT	=	1.6%	26 juin
SIPHAT	AGO	12 juin	10:00	IACE	0,700DT	-7%	3.4%	
ASSAD	AGO	13 juin	10:00	IACE	0,200DT	+11%	5.1%	
STB	AGO	13 juin	11:00	Acropole	0,400DT	+33%	3.7%	
KARTHAGO	AGO-AGE	14 juin	10:00	Karthago Hammamet	0,150DT	-50%	1.8%	
AIR LIQUIDE	AGO-AGE	15 juin	9:30	Siège	7,000DT	+8%	3.8%	29 juin
TSIE LEASING	AGO	15 juin	10:20	Siège	0,750DT	+18%	5.3%	
STEQ	AGO-AGE	15 juin	15:00	Siège				
SOTRAPIL	AGO-AGE	15 juin	15:30	Hôtel Residence	0,600DT	-37%	1.9%	18 juillet
PBHT	AGO	16 juin	9:00	Palm Beach Hammamet	-	=		
SIAME	AGO	19 juin	16:00	Siège				
AMEN BANK	AGO-AGE	19 juin	16:00	Siège				
EL MAZRAA	AGO	19 juin	16:00	IACE				
SOTUMAG	AGO	21 juin	10:00	Siège Bir Kassaa	0,080DT	-11%	4.1%	
SITS	AGO-AGE	22 juin	10:00	IACE	0,100DT	+45%	4.3%	
ATB	AGO	22 juin	11:30	Hôtel Residence				
ATTIJARI	AGO	25 juin	9:00	IACE				

ATB 0%

ATB Déclaration de franchissement de seuil à la hausse :

L'actionnaire privé tunisien Mr Ridha Zerzri et les personnes agissant de concert avec lui ont franchi le seuil de 5% du capital de la banque en date du 29/5. Cet actionnaire, qui est déjà administrateur de la banque, détenait à cette date 3 007 420 actions ATB soit 5,012% du capital.

SFBT -8,1%

SFBT Communiqué sur le projet de restructuration du groupe :

Dans la foulée de l'AG tenue le 5 juin dernier, le management de la SFBT a émis le communiqué suivant concernant la restructuration du groupe :

« En date du 23 novembre 2006, la Société Frigorifique et Brasserie de Tunis «SFBT» a informé ses actionnaires qu'une étude sur la restructuration des activités du groupe a été diligentée et pourrait aboutir à la création de sociétés spécialisées.

Cette étude a abouti aux orientations ci-après :

1. Limiter l'activité de la SFBT à la fabrication et la commercialisation de la bière ;
2. Regrouper les activités de boissons gazeuses, actuellement exercées directement par la SFBT, dans une nouvelle structure (filiale de la SFBT) ;
3. Regrouper tout le portefeuille de la SFBT dans une holding ;
4. Introduire 10% de la holding en Bourse, dans le cadre de l'article 31 de la loi de finance pour la gestion 2007.

Cette restructuration permettra, si elle est approuvée après chiffrage par le Conseil d'Administration, de mettre fin à l'enchevêtrement des participations et d'améliorer la lecture des performances et des résultats des principales activités : bière, boissons gazeuses, eau minérale, lait, placements financiers. »

SFBT -8,1%

SFBT Assemblée Générale :

Une part importante de l'AG a été consacrée au **projet de restructuration** du groupe mentionné dans le communiqué ci-dessus. Le management du groupe a expliqué que cette restructuration était encore à l'étude et qu'il y est envisagé les opérations suivantes :

- ▶ Création d'une société holding du groupe
- ▶ Sortie de l'activité boissons gazeuses (BG) de la SFBT vers une filiale spécialisée
- ▶ Sortie du portefeuille de participations de la SFBT vers la holding du groupe
- ▶ Mise en bourse de 10% de la holding

Par conséquent, le groupe serait alors représenté sur le marché par :

1. la SFBT → spécialisée dans la bière uniquement et principal actionnaire de la société Holding et
2. la Holding → qui regrouperait toutes les autres activités du groupe.

Ce nouvel organigramme permettra notamment, de se positionner sur les activités de la SFBT hors bière ou encore d'ouvrir l'actionnariat aux investisseurs étrangers au niveau de la holding (la structure du capital de la SFBT demeurant inchangée).

Pour ce qui est du timing de l'opération, le management a parlé d'un délai de 1 an et demi 2 ans pour finaliser ce schéma. Un schéma qui permettra à la SFBT de valoriser ses actifs à leur valeur économique sans que cela ne génère de flux financier.

Par ailleurs, rappelons que l'Assemblée Générale a également décidé de la distribution d'un dividende de 2,600DT/action qui sera détaché le 20/6. De même, le split de la valeur nominale de l'action par 5 a été voté par les actionnaires.

Sotrapil Communiqué de presse :

SOTRAPIL -5,4%

« Suite au souci manifesté au cours de ces derniers jours et aux interrogations émises avec une insistance, particulièrement par les actionnaires dits « du flottant », et en vertu de l'article 4 de la loi 94-117 (chapitre 2 relatif à l'obligation d'information du public) et de la loi 2005-96 relative au renforcement de la sécurité de transactions financières, le management de la SOTRAPIL apporte les éclaircissements suivants :

1. Confirme de nouveau ce qui a été communiqué auparavant concernant la réalisation du projet de pipeline multiproduits « Skhira-Msaken », et indique que l'Etat n'a cessé de réitérer sa volonté quant à l'exécution de ce projet majeur de la SOTRAPIL, garant de sa pérennité. Il est à souligner à ce propos qu'aussi bien les décisions de la tutelle concernant la configuration technique finale (et cela depuis Décembre dernier), que celles qui ont suivies concernant les orientations afférentes à son financement ont été officiellement arrêtées par les organes compétentes.

2. Annonce qu'un conseil d'administration sera appelé à se réunir avant la fin du mois de Juin courant en vue de finaliser tout ce qui a trait au côté procédural de l'augmentation de capital (par incorporation de réserves et par appel en numéraire). Une Assemblée générale extraordinaire sera convoquée pour statuer avant la mi-juillet sur les résolutions relatives à l'objet qui lui seront soumises en projet par le conseil d'administration. »

STB Communiqué de presse suite à la publication des états financiers 2006 de la banque (voir M-B N°30) :

STB -2,8%

« Suite à la publication de ses états financiers arrêtés au 31 décembre 2006, la Société Tunisienne de Banque publie ci-dessous le communiqué suivant :

Les indicateurs d'activité de la Société Tunisienne de Banque ont poursuivi en 2006 leur tendance haussière observée depuis 2005.

C'est ainsi que les dépôts de la clientèle ont progressé de 10,2% pour atteindre 3.057 MD alors que les créances brutes sur la clientèle se sont affermies de 6,7% et ont totalisé 4.250 MD.

La STB clôture l'exercice 2006 avec une nette progression de son PNB de 27% atteignant plus de 182 MD. Cette performance résulte essentiellement de la hausse des revenus d'intérêt et des commissions qui ont augmenté les revenus de la banque à plus de 324 MD (soit le plus haut niveau du secteur), ce qui a permis de dégager un résultat brut d'exploitation de 79,8 MD, en hausse de 47,5%. Sur la base d'une charge de provisionnement de 56 MD et d'une plus-value de 2,4 MD contre respectivement 37,9 MD et 27 MD en 2005, le résultat net s'est élevé à 21,9 MD contre 36,2 MD une année auparavant. Ce résultat net aurait été beaucoup plus important n'eût été l'effort de provisionnement remarquable déployé par la banque dans le cadre de sa politique prudentielle tendant à consolider ses assises financières afin de se rapprocher des normes et standards internationaux en matière de couverture des risques. D'ailleurs et abstraction faite de l'effet exceptionnel en 2005 de ces plus-values, le résultat net s'établira en 2006 à 19,5 MD, en accroissement de plus de 100% par rapport à son niveau de 2005.

L'AGO de la banque se tiendra le 13 juin 2006 à 11h à l'hôtel ACROPOLE LES BERGES DU LAC ; il sera décidé une distribution de dividendes en 2006 de 8% soit 0,400 DT / action contre 6% en 2005 (0,300Dt / action). »

IDEE INVESTISSEMENT :

Souscrire à l'OPV ADWYA

Nous avons joint notre étude sur l'OPV de ADWYA qui nous semble être une bonne opportunité d'investissement.

- ▶ Une valorisation attractive en termes de multiples 2007 compte tenu de la forte augmentation attendue du bénéfice sur l'année en cours
- ▶ Une activité défensive : le médicament ; mais aussi un recentrage de ADWYA sur le générique qui devrait lui donner un caractère de croissance
- ▶ Une société saine financièrement qui pourra se retrouver au centre de mouvements de concentration et de partenariats au sein du secteur pharmaceutique tunisien qui demeure trop atomisé

Contacts :		Tel	Fax	E-mail
Hédi Ben Chérif	Directeur de la Recherche	(216) 71 845 232	(216) 71 846 522	hedi.bencherif@axiscapital.com.tn
Nidhal Bouderbala	Directeur Commercial	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	nidhal.bouderbala@axiscapital.com.tn
Ichrak Bannour	Responsable Gestion Bourse	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	ichrak.bannour@axiscapital.com.tn
Nadia Ben Amara	Chargée de clientèle	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	nadia.benamara@axiscapital.com.tn
Sadri Dallagi	Chargé de clientèle	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	sadri.dallagi@axiscapital.com.tn
Kacem Gharbi	Chargé de clientèle	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	kacem.gharbi@axiscapital.com.tn
Hella Trabelsi	Chargée de clientèle	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	hela.trabelsi@axiscapital.com.tn

Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être fiables.

Aucune garantie n'est néanmoins donnée quant à l'exactitude de ces informations

PALMARES 2007
Performance 2007 YTD

1	ICF	+62.3%
2	PLAC.TSIE	+59.7%
3	CIL	+46.8%
4	STAR	+41.8%
5	SFBT	+41.7%
6	TUNINVEST	+24.9%
7	ATL	+20.8%
8	BH	+20.7%
9	EI WIFACK LEASING	+18.4%
10	ATB	+18.2%
11	PALM BEACH	+16.6%
12	ASTREE	+13.9%
13	STB	+12.1%
14	MONOPRIX	+11.8%
15	MAGASIN GENERAL	+10.6%
16	SIMPAR	+9.3%
17	EI MAZRAA	+9.0%
18	CARTE	+8.0%
	TUNINDEX	+7.0%
19	UBCI	+6.3%
20	STEQ	+4.2%
21	TUNISIE LEASING	+3.3%
22	BTE(ADP)	+2.9%
23	SOTUMAG	+2.6%
24	ATTIJARI BANK	+2.6%
25	BT	+2.4%
26	SPDIT	+2.2%
27	BIAT	+1.3%
28	BNA	+0.3%
29	SOTUVER	+0.2%
30	SOTETEL	-0.1%
31	ASSAD	-0.2%
32	AIR LIQUIDE	-0.3%
33	UIB	-1.1%
34	ELECTROSTAR	-1.5%
35	ESSOUKNA	-1.9%
36	AMEN BANK	-2.8%
37	ALKIMIA	-4.7%
38	GIF	-9.5%
39	SOTRAPIL	-10.6%
40	KARTHAGO AIRLINES	-11.1%
41	TUNISAIR	-13.7%
42	TUNISIE LAIT	-13.8%
43	GENERAL LEASING	-13.8%
44	SIPHAT	-14.8%
45	SIAME	-15.0%
46	STIP	-16.4%
47	SITS	-16.8%
48	SOMOCER	-38.2%

Volume 2007 (000 DT)

	TUNINDEX	346,381
1	SFBT	49,687
2	BIAT	35,361
3	STB	34,221
4	BH	32,072
5	BT	18,687
6	TUNISAIR	16,772
7	SOTETEL	16,199
8	BNA	14,620
9	SOTRAPIL	9,283
10	ATB	9,253
11	MAGASIN GENERAL	9,184
12	ATTIJARI BANK	9,115
13	SPDIT	7,872
14	SIAME	7,077
15	TUNISIE LEASING	6,787
16	MONOPRIX	6,019
17	CIL	5,624
18	ASSAD	4,958
19	UIB	4,889
20	ATL	4,793
21	SITS	4,297
22	SIMPAR	4,056
23	UBCI	3,882
24	EI WIFACK LEASING	3,866
25	BTE(ADP)	3,635
26	SIPHAT	3,372
27	ELECTROSTAR	3,023
28	TUNINVEST	2,861
29	GIF	2,850
30	AMEN BANK	1,796
31	ESSOUKNA	1,787
32	SOTUMAG	1,564
33	KARTHAGO AIRLINES	1,526
34	STAR	1,036
35	STEQ	733
36	SOMOCER	731
37	PLAC.TSIE	650
38	ICF	595
39	SOTUVER	412
40	ALKIMIA	375
41	GENERAL LEASING	357
42	AIR LIQUIDE	191
43	ASTREE	122
44	STIP	121
45	EI MAZRAA	51
46	CARTE	14
47	TUNISIE LAIT	5
48	PALM BEACH	2

ADWYA : LE GENERIQUE... DOPANT POUR LA MARGE

SOUSCRIRE

Industrie pharmaceutique à capitaux privés tunisiens, ADWYA est l'un des principaux producteurs de médicaments sous diverses licences. Depuis 2003, la société a entamé une diversification dans la production de sa propre gamme de produits génériques.

Secteur	PHARMACEUTIQUE	Nombre de titres offerts	3 000 320 titres
Nombre d'actions	10 000 000 titres	Jouissance en dividende	1 ^{ER} JANVIER 2006
Flottant	30%	Date de détachement du dividende 2006	1 ^{ER} JUILLET 2007
Capitalisation boursière	25,5 MDT	Période de souscription	5 JUIN – 13 JUIN 2007
Prix proposé	2,550 DT	Date de première cotation sur le NSC	22 JUIN 2007

POINTS CLEFS

FAMILLE TAHAR EL MATERI	34,2%
FAMILLE MONCEF EL MATERI	34,2%
AUTRES	1,6%
FLOTTANT	30%

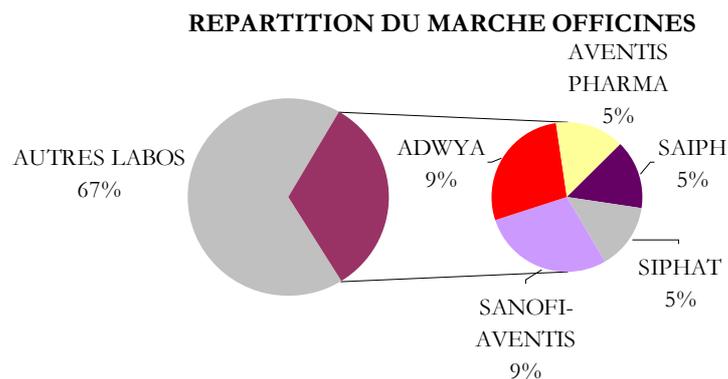
- ADWYA produit des médicaments à usage humain depuis la fin des années 1980
- Producteur sous licence pour de nombreux géants mondiaux du secteur dont principalement Glaxo Smithkline
- Acteur important d'un marché fortement atomisé où les importations continuent de représenter près de la moitié des besoins
- Une diversification dans le générique entamée en 2003 et qui devrait s'accélérer dans les années à venir, tant mieux pour les marges
- Forte croissance des bénéfices attendue pour 2007
- ADWYA fait partie d'un secteur défensif, mais la société affiche individuellement un caractère de croissance
- Un acteur bien positionné pour tirer profit des indispensables alliances et concentrations attendues dans le secteur tunisien
- Un prix proposé attractif : P/E 2007^E de 7,3x, Yield 2007^E de 5,5%
- Le dividende 2006 est attaché à l'action : détachement le 1^{er} juillet 2007
- Nous recommandons de souscrire à l'OPV

Principales caractéristiques de l'opération :

- Nature : OPV de 3 000 320 actions à 2.550Dt
- Mise sur le marché de 30% du capital donnant droit au minimum d'impôt à la société pendant 5 ans
- Période de souscription : 5 juin - 13 juin 2007 inclus
- Jouissance en dividende : 1^{er} janvier 2006 (0.070Dt/action prévu)
- Attribution gratuite : 1 pour 10 détachement le 22 juin 2007
- Dividende 2006 : 0,070DT/action détachement le 1^{er} juillet 2007
- Contrat de liquidité portant sur une enveloppe de 500 mille DT pour une durée de 1 an

Description de l'activité :

- ADWYA est l'un des principaux acteurs de l'industrie pharmaceutique en Tunisie. Initiée par des promoteurs privés tunisiens (famille El Materi) la société s'est développée depuis la fin des années 1980 dans un contexte où les pouvoirs publics ont encouragé la création de producteurs locaux de médicaments en mettant en place des incitations réglementaires et fiscales.
- Les besoins du marché local en médicaments dépasseraient les 700MDT alimentés quasiment à parts égales entre les importations et la production locale. La structure du marché du médicament est fortement atomisée et aucun acteur ne se démarque nettement en matière de parts de marchés. Pour ce qui est des ventes aux officines (pharmacies) 5 laboratoires se partagent le tiers du marché.

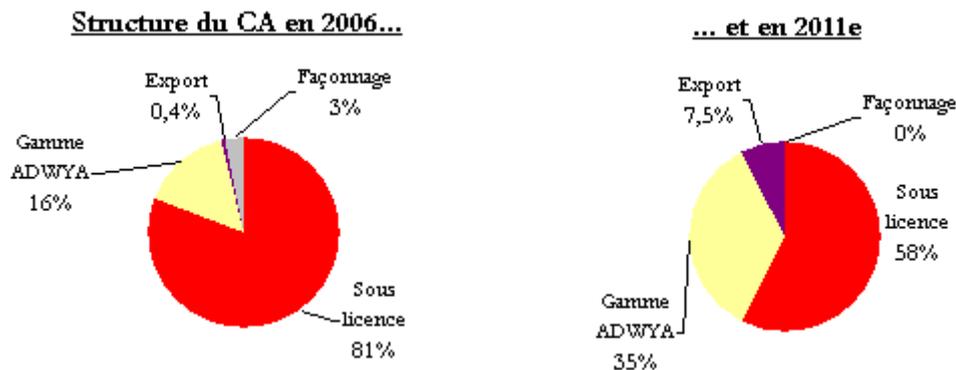


- La production locale de médicaments est assurée par une trentaine d'opérateurs que l'on peut subdiviser en trois catégories : (1) une entreprise publique : la SIPHAT qui est cotée à la BVMT depuis 2001, (2) les filiales de grands laboratoires étrangers : Sanofi-Aventis ; Pierre Fabre ; BMS-UPSA ; Pfizer & Baxter et (3) les laboratoires à capitaux privés tunisiens catégorie dont fait partie ADWYA.
- Compte tenu de la taille du marché local et du challenge que représente l'exportation de médicaments : compétition face à des géants mondiaux, autorisations, contraintes administratives, coûts, délais...; il est probable que la catégorie des opérateurs privés tunisiens enregistre des opérations de concentration et de partenariats renforcés à l'avenir.
- Le médicament est un produit particulier soumis à un cadre réglementaire très précis et contraignant. Le rôle des pouvoirs publics dans ce marché est central et se manifeste à plusieurs niveaux :
 - Par la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT), organisme public qui centralise les importations de médicaments afin d'optimiser le pouvoir de négociation dans l'approvisionnement du pays (Centrale d'achat)
 - Par le Ministère de la Santé Publique qui délivre les Autorisations de Mise sur le Marché (AMM) : « sésame » indispensable à la commercialisation de tout produit pharmaceutique
 - Par l'homologation des prix de vente des médicaments et ce à différents niveaux : importation, fabrication, distribution
 - Par le système d'assurance maladie qui fixe les modalités et les niveaux de prises en charge des médicaments par les caisses d'assurance maladie
 - Enfin, et jusqu'à récemment par l'instauration du système dit de « corrélation » qui protège les producteurs locaux de médicaments en restreignant les importations de molécules déjà produites localement. Ce système a été supprimé en 2007 afin de se conformer avec les règles du commerce international édictées par l'OMC.

- La suppression de ce mécanisme de corrélation ; n'est toutefois pas totale dans le sens où cette disparition n'a pas d'effet rétroactif. Par conséquent les molécules produites localement déjà protégées le resteront.
- La production locale de médicament peut être subdivisée en deux modèles :
 - (1) la production sous-licence de « princeps » : fabrication pour le compte des grands laboratoires de leur produit avec deux contraintes principales → approvisionnement en principes actifs captif auprès du bailleur de licence à des prix peu attractifs → production destinée au marché local sans possibilité de miser sur l'exportation.
 - (2) la production de génériques : qui consiste à fabriquer sa propre gamme de produits avec possibilité d'en maîtriser l'approvisionnement en principes actifs (qui sont également importés puisqu'il n'y a aucun producteur de principes actifs en Tunisie) et de gérer la stratégie de commercialisation de ces produits à l'export.
- Les laboratoires tunisiens sont soit des producteurs de princeps sous licence, soit des « génériqueurs » ; soit des producteurs mixtes qui fabriquent à la fois sous licence pour le compte de laboratoires étrangers tout en développant leur propre gamme de produits génériques. ADWYA fait partie de cette dernière catégorie.

L'activité de ADWYA :

- A ce jour, la majeure partie du chiffre d'affaires de ADWYA est constitué de ventes de produits sous licence (plus de 80%) pour le compte de différents laboratoires étrangers. Depuis 2003, la société a néanmoins entamé une diversification dans le générique qui constituera une orientation stratégique majeure pour ADWYA dans les années à venir.



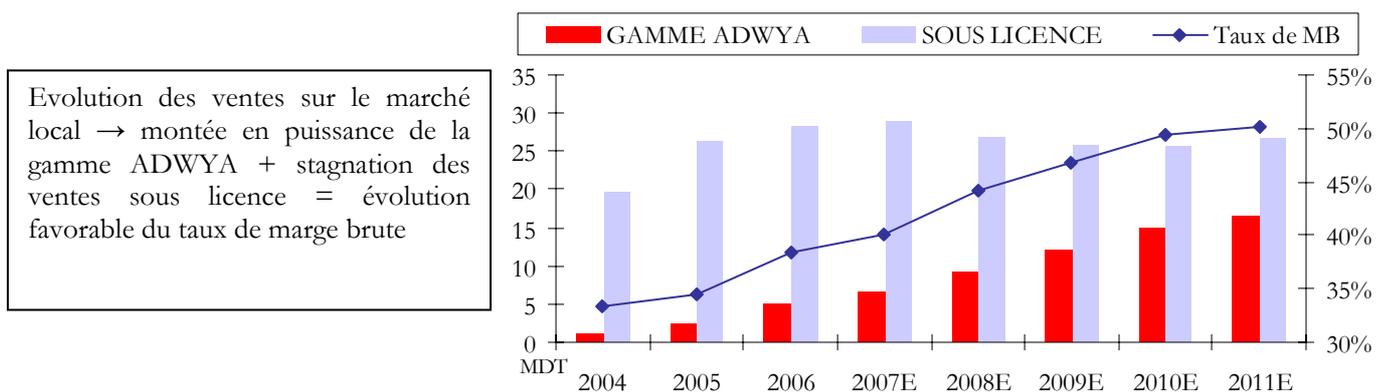
- A l'image de la plupart des producteurs locaux, les exportations de médicaments ne représentent qu'une faible part de l'activité de ADWYA : à peine 0,4% du CA en 2006 soit 131 mille DT. Le défi de l'exportation est difficile à relever dans ce domaine où l'on se trouve en compétition avec des géants mondiaux même sur le segment des génériques où il faut faire face à de gros producteurs chinois et indiens notamment.
- Ce défi de l'export, ADWYA a pour ambition de le relever, puisque dès 2007 la société prévoit de multiplier par 4 environ son CA export qui devrait atteindre 500 mille DT. La société s'oriente

naturellement vers les marchés limitrophes (Lybie et surtout Algérie) mais vise également à plus long terme de réussir à pénétrer le marché Européen. Un processus long, exigeant mais qui a déjà été réussi par des producteurs tunisiens (ex : le génériqueur UNIMED).

- Pour l'heure ADWYA travaille essentiellement dans la production de médicaments sous licence pour le compte des principaux grands laboratoires étrangers et en particulier pour Glaxo Smithkline (GSK) qui représente 60% de ses ventes sous licence.
- La stratégie de ADWYA de développer sa propre gamme de produits génériques ne semble pas contradictoire avec la poursuite de ses partenariats avec les grands laboratoires internationaux. Le contrat avec GSK s'étale en effet jusqu'à 2013 et ADWYA poursuivra la production sous licence de certains principes tout en fabricant en parallèle des versions génériques de ces mêmes molécules pour son propre compte.

Les perspectives de ADWYA :

- Selon les prévisions de la société, le profil de l'activité de ADWYA connaîtra un changement de fond sur les 5 prochaines années. Changement mesuré en terme de volume d'activité puisque le CA devrait avoisiner les 46,8MDT en 2011 contre 35MDT en 2006 (+6% par an en moyenne) mais surtout changement dans la structure de ce CA : montée en puissance de la gamme ADWYA génériques → 35% des ventes et percée des exportations qui devraient atteindre 3,5MDT soit 7,5% du total des ventes en 2011.



- Une stratégie cohérente compte tenu de l'évolution du cadre réglementaire : le régime de prise en charge des médicaments par la CNAM qui débutera en 2007 incitera à la consommation de produits génériques.
- Cette stratégie devrait impacter positivement la rentabilité de la société compte tenu de la meilleure marge pratiquée sur les produits génériques comparativement à la production sous licence pour le compte des laboratoires étrangers. Une structure des ventes plus favorable qui permettrait à ADWYA de dégager une marge nette de plus de 14% en 2011 contre 5,4% en 2006.
- Dès 2007, la rentabilité est attendue en nette amélioration. Le bénéfice prévu pour l'année en cours devrait s'inscrire en hausse de +86% à 3,5MDT. Une forte progression alimentée principalement par la réduction des charges d'exploitation : charges de personnel → -16% ; dotations aux amortissements & provisions → -25% et par la baisse des charges financières → -36%.
- La société subit une exposition au risque de change relativement importante qui ne lui a pas été favorable ces deux dernières années (pertes de 450 mille DT/an en moyenne sur les 2 derniers

exercices). Un risque qui découle de la forte dépendance aux importations des principes actifs valable également pour les produits génériques (aucun producteur de principe actif en Tunisie) couplée à une incapacité de répercuter ces coûts compte tenu de l'homologation des prix de ventes. Les prix de vente au public connaissent généralement une hausse de +5% tous les cinq ans.

Quelques chiffres :

- Sur les 3 dernières années, ADWYA a enregistré une évolution de +9% par de son chiffre d'affaires pour un bénéfice en progression de 17% par an sur la même période.
- La société affiche une structure financière saine avec un niveau d'endettement raisonnable : 5,6MDT de dette nette pour des fonds propres de 13,6MDT soit un Gearing de 41% compte tenu de l'escompte (réintégration à la dette).
- L'activité de ADWYA génère un BFR (ajusté de l'escompte) significatif : 10,7MDT en 2006.
- La rentabilité des fonds propre a dépassé les 16% en 2006 et devrait connaître dans les années à venir une amélioration significative compte tenu de la forte hausse attendue des bénéfices sans recours prévu au marché (stabilité du capital). Fin 2011, le ROE devrait atteindre 28%.

Le titre ADWYA :

- La valorisation de ADWYA qui a été effectuée selon 4 méthodes aboutit à une valeur de 35,3MDT pour 100% du capital. Le prix d'introduction correspond donc à une décote de 28% ce qui valorise ADWYA à 25,5MDT.
- La comparaison avec la seule société du secteur pharmaceutique cotée sur notre marché se révèle en faveur de ADWYA si l'on se réfère aux multiples de bénéfices ou au Rendement en dividende 2007.

	P/E 06	P/E 07E	YIELD 06	YIELD 07E	P/B 06
ADWYA	13,6	7,3	2,7%	5,5%	2,0
SIPHAT	15,4	12,5	3,4%	3,6%	1,1
MARCHE	14,9	13,2	3,2%	4,7%	1,5

- A titre indicatif, si l'on se réfère à une autre société du secteur cotée cette fois sur le marché marocain (SOTHEMA) et en raisonnant en pourcentage relatif à la valorisation de chacun des deux marchés on voit là encore que la valorisation de ADWYA est décotée à l'exception du P/B.

	P/E 06	P/E 07E	YIELD 06	YIELD 07E	P/B 06
ADWYA	91%	55%	85%	117%	130%
SOTHEMA	79%	76%	171%	215%	64%

- Dès son introduction en bourse, le titre ADWYA fera l'objet de deux OST (opération sur titre), (1) tout d'abord dès le 22/6 le détachement du droit d'attribution relatif à une distribution d'actions gratuites (pour des raisons d'optimisation fiscales) selon la parité 1 pour 10 et (2) le 1^{er} juillet sera détaché le dividende 2006 auquel ont droit les nouveaux actionnaires et qui s'élève à 0,070DT/action. Cette opération ramènera le prix réel de souscription à l'OPV à 2,480/action rendant encore plus attractive l'opération.
- Nous nous appuyons sur cette valorisation attractive d'une société qui dispose déjà d'un bon positionnement sur un secteur relativement défensif, tout en gardant à l'esprit que les défis à relever par la société sont ambitieux pour recommander de **Souscrire à l'OPV**.

KDT	Industry / Pharmaceuticals	2008e	2007e	2006	2005	2004
Produits d'exploitation						
+ Revenus		38 309	36 756	35 003	30 805	22 618
+ Autres produits d'exploitation				145	173	152
Total		38 309	36 756	35 148	30 977	22 770
- Variation des stocks PF et encours		0	0	616	600	-2 475
- Achats de marchandises consommés		19 630	20 264	19 213	17 859	15 849
- Achats d'approvisionnements consommés		1 772	1 737	1 719	1 747	1 707
- Charges de personnel		3 587	3 417	4 060	3 648	3 241
- Dotations aux provisions et aux amortissements		1 474	1 568	2 084	1 749	1 528
- Autres charges d'exploitation		5 988	4 712	3 520	2 705	2 167
Total		32 451	31 697	31 211	28 306	22 017
Résultat d'exploitation		5 859	5 059	3 937	2 671	753
- Charges financières nettes		811	834	1 308	692	1 370
+ Produits des placements		35	35	36	46	1 156
Résultat courant avant IS		5 082	4 260	2 665	2 025	539
+ Autres gains ordinaires		90	90	50	71	929
- Autres pertes ordinaires		12	12	118	246	323
Résultat avant réinvestissement et IS		5 160	4 338	2 598	1 850	1 145
- IS		975	856	721	549	295
Résultat net		4 185	3 482	1 877	1 302	850

	Ratios	2008e	2007e	2006	2005	2004	
RATIOS	EBIT	5 859	5 059	3 937	2 671	753	
	EBITDA	7 332	6 627	6 021	4 461	2 281	
	Résultat financier	-776	-799	-1 272	-646	-213	
	Cash Flow	5 659	5 050	3 961	3 050	2 377	
	Marges						
	Marge brute	16 907	14 755	13 456	10 600	7 536	
	Taux de MB	44%	40%	38%	34%	33%	
	Marge op. ou Marge d'EBIT	15,3%	13,8%	11,2%	8,6%	3,3%	
	Marge d'EBITDA	19,1%	18,0%	17,1%	14,4%	10,0%	
	Marge nette	10,9%	9,5%	5,3%	4,2%	3,7%	
	Taux d'IS	19%	20%	28%	30%	26%	
	Frais de perso / CA	9%	9%	12%	12%	14%	
	Actif Net	17 368	14 857	12 860	11 646	10 957	
	Dette nette (ajustée de l'escompte)*	4 419	5 896	5 596	5 886	nd	
	GEARING	23,1%	36,1%	41,2%	47,6%	nd	
	FR	11 555	9 537	6 821	5 499	4 709	
	BFR	8 566	7 507	4 727	5 691	5 890	
	Trésorerie	2 989	2 030	2 094	-192	-1 181	
	BFR ajusté de l'escompte	14 536	13 477	10 697	9 153	nd	
	Capitaux employés (Immos nettes + BFR)	17 450	16 135	13 159	14 682	15 264	
ROE	28,0%	27,1%	16,1%	11,8%	7,9%		
ROCE	27,2%	25,2%	21,6%	12,8%	3,7%		
ROA	12,9%	11,4%	7,1%	4,6%	3,0%		

*hypothèse de maintien de l'escompte à son niveau de 2006 en 2007 & 2008

	Market cap (KDT) 25 500	2008e	2007e	2 006	2 005	2 004
VALORISATION	Valeur d'Entreprise (VE)	29 919	31 396	31 096	31 386	32 338
	VE/CA	0,8	0,9	0,9	1,0	1,4
	VE/EBIT	5,1	6,2	7,9	11,8	43,0
	VE/EBITDA	4,1	4,7	5,2	7,0	14,2
	P/E	6,1	7,3	13,6	19,6	30,0
	P/B	1,5	1,7	2,0	2,2	2,3
	P/CF	4,5	5,0	6,4	8,4	10,7
	YIELD	6,6%	5,5%	2,7%	2,5%	2,0%
	Pay out	40%	40%	37%	50%	59%

N.B. : Les Etats financiers prévisionnels sont issus du prospectus d'émission de ADWYA