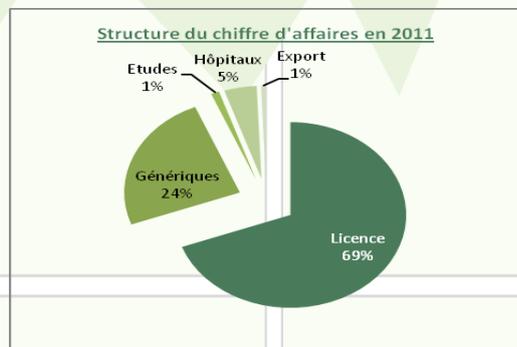


Actionnariat	
Famille Tahar EL MATRI (25,03%)	
Famille Moncef EL MATRI (34,20%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	11 000 000
Capitalisation boursière (MD)	93,6
Cours	
Clôture	8,510
31/12/2011	7,080
Variation	
Début 2012	20,2%
Année 2011	41,3%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2010	4,5
Bénéfice 2011	1,2
Bénéfice 2012	3,8
Capitaux propres	19,9
Dividende	
Montant	0,000
Div Yield	0,0%
Valorisation	
PE 2010	20,8
PE 2011	78,0
PE 2012e	24,6
P/BV	4,7



(en MD)	2009	2010	2011
Chiffre d'affaires	51,1	53,7	55,1
Marge Brute	18,2	21,1	20,7
<b>Taux de marge brute</b>	<b>35,6%</b>	<b>39,2%</b>	<b>37,5%</b>
EBITDA	7,9	8,9	7,9
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>15,6%</b>	<b>16,5%</b>	<b>14,3%</b>
Résultat d'exploitation	6,5	6,7	2,7
<b>Marge opérationnelle</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>4,9%</b>
Bénéfice net	4,4	4,5	1,2
<b>Marge nette</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>2,1%</b>

\*Suite à l'épidémie de grippe porcine qu'ont connu certains pays, le gouvernement a obligé la société à importer une quantité importante d'ADYFLU pour faire face à une éventuelle épidémie, qui a finalement eu lieu mais pas avec l'ampleur attendue.

### L'année 2011 :

La société ADWYA a enregistré en 2011 une croissance de son chiffre d'affaires de 2,6% à 55,1MD. une performance imputable essentiellement à la hausse des ventes sous licence (+2,5MD) d'une part et des ventes destinés aux hôpitaux (+0,1MD) d'autre part. En revanche, les ventes destinées à l'export se sont contractées et ne représentent que 361,8mD en 2011 contre 836mD en 2010 affectées par les évènements en Lybie et au Yémen.

Cette baisse s'est accompagnée par un effritement de la marge brute de 170pb à 37,5% et une détérioration de la marge opérationnelle de 7 points à 4,9%. En effet, le résultat d'exploitation est passé de 6,7MD en 2010 à 2,7MD en 2011, plombé par la progression des dotations aux amortissements et aux provisions +3MD dont 1,6MD de provisions constituées sur dépréciation de stocks de produits finis essentiellement ADYFLU\*. L'activité a été pénalisée aussi par l'augmentation de la masse salariale de +1,7MD.

La société clôture l'année 2011 avec un résultat net de 1,2MD, soit -73,8% par rapport à 2010. Retraité de la provision sur stocks non récurrente, le bénéfice de 2011 aurait dû se situer aux alentours de 2,8MD, soit -39%.

En matière d'investissements, une enveloppe de 2,4MD a été allouée en 2011 contre 4,9MD en 2010. Ce montant a servi au renouvellement de l'outil industriel de la société ainsi que l'extension des unités de fabrication.

En 2011, la structure financière de la société s'est légèrement dégradée. La société s'est endettée pour financer ses investissements et surtout financer l'augmentation de son BFR (+3,4MD en une année). Désormais, la société affiche une dette nette positive de 3,4MD alors qu'elle était négative durant les dernières années. Elle ne représente que 17% des capitaux propres de la société : la société dispose encore d'une marge de manœuvre très importante lui permettant de financer sa croissance future.

### L'année 2012 :

Le premier trimestre de l'année en cours a été marqué par une croissance du chiffre d'affaires de 49,5% par rapport à 2010 pour s'établir à 14,7MD à fin mars 2012. Par rapport à la même période de 2010, la croissance du chiffre d'affaires est de 11,1%. Durant ces trois premiers mois, la société a lancé un nouveau produit « VIATEC » (produit générique du VIAGRA) ayant eu un très grand succès.

Pour l'année 2012 dans son ensemble, le management de la société table sur un chiffre d'affaires de 58,4MD, soit +6% et

(en mD)	mars-12	mars-11	mars-10	Var mars 12/11	Var mars 12/10
Gamme sous licence	10,2	7,1	9	42,6%	16,9%
Générique Adwya	4,3	2,2	4	100,0%	11,3%
Façonnage	0,1	0,2	0,2	-33,4%	-49,9%
Modèle Hospitalier	0,1	0,4	0	-85,5%	-74,3%
<b>Ventes locales</b>	<b>14,7</b>	<b>9,8</b>	<b>13</b>	<b>49,5%</b>	<b>12,8%</b>
Export			0,2		
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>14,7</b>	<b>9,8</b>	<b>13</b>	<b>49,5%</b>	<b>11,1%</b>

un triplement du résultat net à 3,8MD : des prévisions que nous jugeons très accessibles surtout que l'exercice 2011 a été pénalisé par une provision sur stocks de 2,4MD non récurrente.

De plus, ces prévisions ne tiennent pas compte du marché potentiel avec le ministère de la santé publique pour un montant de 5MD.

Par ailleurs, les prévisions des ventes des médicaments sous licence avec GSK sont déjà signées et devront continuer à produire leurs effets jusqu'à 2013, ce qui garantirait une certaine stabilité des revenus de la société.

Toutefois, il ya lieu de signaler qu'à partir de cette année, la société ne bénéficie plus de l'avantage fiscal qu'elle a eu en 2007 suite à son introduction en bourse. Désormais, la société sera soumise à un taux d'imposition de 30% au lieu de 20% précédemment.

Lors de la dernière AGO, le management a présenté son business plan allant de 2012 à 2016 visant à atteindre un chiffre d'affaires de 85MD et un bénéfice net de 11,4MD au termes du plan.

### Aspect boursier :

Sur le volet boursier, le titre Adwya a enregistré une hausse de 20,2% depuis le début de l'année et ce en dépit des mauvaises performances de la société au cours de l'année 2011. Cette performance est due essentiellement à l'annonce d'une augmentation de capital de 2,2MD par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites à raison d'une action nouvelle pour 5 détenues : Opération très prisée par les investisseurs et qui devra compenser l'absence des dividendes pour cette année en raison de la baisse substantielle de l'activité.

La dernière AGE du 31/05/2012 a délégué au PDG le pouvoir de réaliser ladite augmentation et d'accomplir toutes les formalités juridiques.

Actuellement, le titre affiche un P/E de 24,6 fois les bénéfices estimés pour 2012 : un niveau que nous jugeons peu élevé par rapport à l'ensemble du marché.

Compte tenu de tous ses éléments, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.

