

Prix d'introduction : 4,560D
Nombre d'actions offertes : 3 760 000 actions
Jouissance des actions : 1er Janvier 2016
Capitalisation boursière après OPF : 56,5 MD
Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Groupe ABDENNADHER	72,2%	50,3%
<i>dont AB Corporation</i>	60,4%	42,1%
ATD SICAR	27,8%	19,4%
Public	-	30,3%
Total	100%	100%

Ratios boursiers

	2014	2015	2016e	2017e
PE	35,7	18,8	17,7	12,1
VE/CA	3,2	3,0	1,7	1,4
VE/EBITDA	19,4	14,3	6,9	5,3
P/BV	5,3	4,1	1,6	1,5
Div Yield	-	-	1,7%	4,1%

Données par action (D)

	2014	2015	2016e	2017e
Bénéfice	0,128	0,243	0,258	0,378
Dividende	-	-	0,077	0,189
Actif net	0,865	1,108	2,784	3,080

Compte de résultat (MD)

	2014	2015	2016e	2017e
CA	24,0	28,7	36,5	40,9
EBITDA	4,0	6,0	8,9	10,6
Résultat net	1,6	3,0	3,2	4,7

Données financières

	2014	2015	2016e	2017e
Marge nette	6,6%	10,5%	8,8%	11,5%
ROE	14,7%	21,9%	9,3%	12,3%
Gearing	189,2%	212,1%	13,6%	-2,0%

But de l'introduction en bourse :

- Financer le programme de développement de la société ;
- Diversifier les sources de financement ;
- Renforcer la notoriété de l'entreprise auprès des clients locaux et étrangers, ainsi que l'ensemble des partenaires ;
- Bénéficiaire de l'avantage fiscal avec un taux d'imposition réduit de 20% suite à l'ouverture de plus de 30% du capital.

Eléments clés :

- Acteur de référence dans l'industrie des articles sanitaires avec une part de marché de 40,7% ;
- Adossement à un groupe de taille (Groupe ABDENNADHER) avec des synergies importantes à travers les sociétés du même secteur ;
- Une croissance soutenue du chiffre d'affaires durant 2013-2015 de 10% ;
- Des investissements de plus de 30MD permettant une extension de l'usine, un outil de production plus performant et offrant des produits répondant aux standards internationaux ;
- Une structure financière très déséquilibrée avec un gearing de plus de 200% et qui devrait être assainie moyennant l'actuelle augmentation de capital avec l'injection de plus de 17MD dans les caisses de l'entreprise ;
- Un business plan réaliste avec une croissance à deux chiffres des revenus et des bénéfices ;
- Une valorisation correcte par rapport au marché, avec une première distribution des dividendes à partir de 2017.

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 3 760 000 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation du capital en numéraire représentant 30,3% du capital de la société après augmentation.

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles: 4,560D, soit une valeur nominale de 1 dinar et une prime d'émission de 3,560D

Montant de l'opération : 17,1MD

Période de souscription : du 05/12/2016 au 16/12/2016 inclus

Jouissance des actions : Les actions portent jouissance à partir du 1^{er} janvier 2016

Offre proposée : Les 3 760 000 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

1- Offre à Prix Ferme

Une Offre à Prix Ferme de 376 000 actions offertes représentant 3% du capital et réparties comme suit :

Catégories	Part de l'offre	Nombre d'actions	Montant (en Dinars)
Institutionnels tunisiens et/ou étrangers et personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, sollicitant au moins 500 actions et au maximum 62 000 actions pour les non institutionnels et 376 000 actions pour les institutionnels.	10%	376 000	1 714 560

Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation de chaque catégorie, déterminé par le rapport quantité offerte/ quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement.

2- Placement Global

Dans le cadre du Placement Global, 1 880 000 actions représentant 15,2% du capital de la société après augmentation seront offertes à des investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum pour un montant de 250mD.

Les donneurs d'ordre dans le cadre de ce placement s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente. Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres,
- Après information préalable du CMF,
- Et en respectant la réglementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage, ci-dessus fixées, préalablement au vendeur et ce, pour la période restante.

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 54 824 actions soit l'équivalent à un montant minimum de 250mD, ni supérieur à 620 000 actions pour les institutionnels et à 62 000 actions pour les non institutionnels.

En outre, les demandes d'acquisition par les OPCVM ne doivent pas porter sur plus de 10% des actifs nets ayant servi pour le calcul de la dernière valeur liquidative publiée, précédant la date de la demande d'acquisition.

Les investisseurs dans le cadre du Placement Global n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et du Placement Privé et inversement.

Les demandes d'acquisition seront centralisées auprès d'un syndicat de placement composé par AFC et Maxula Bourse et dirigé par AFC désigné comme établissement chef de file.

3- Placement Privé

Dans le cadre du Placement Global, 1 504 000 actions représentant 12,1% du capital de la société après augmentation seront offertes.

Les donneurs d'ordre dans le cadre de ce placement s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente. Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres,
- Après information préalable du CMF,
- Et en respectant la réglementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage, ci-dessus fixées, préalablement au vendeur et ce, pour la période restante.

Les investisseurs dans le cadre du Placement Privé n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et du Placement Global et inversement.

Contrat de liquidité :

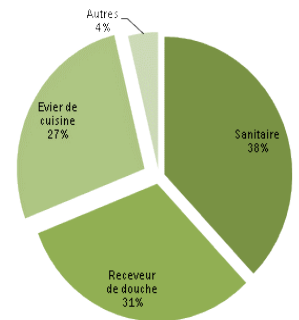
Un contrat de liquidité pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions de la société SANIMED a été établi entre Maxula Bourse, intermédiaire en Bourse et AB Corporation, l'actionnaire de référence de la société SANIMED, portant sur un montant de 800mD et 176 000 actions.

La société SANIMED a été fondée en 1998 par le groupe ABDENNADHER à hauteur de 50% et 20% revenant aux fondateurs d'un groupe italien « GSI », leader dans le domaine de l'industrie des articles sanitaires. Ce partenariat était aussi bien financier que technologique et a accompagné la société dans son développement lui permettant d'acquérir un savoir faire et ce jusqu'à décembre 2009, date à laquelle ce partenaire a cédé sa participation au profit du groupe ABDENNADHER.

La société est implantée à Sfax sur un terrain de 64 000m². Elle société opère dans le secteur des industries des Matériaux de construction et Céramique et est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'articles sanitaires en porcelaine vitrifié et grès fin pour les salles de bain et cuisines.

SANIMED produit des séries sanitaires (lavabo, cuvette, réservoir à eau et bidet) représentant plus de 38% du chiffres d'affaires alors que les receveurs de douche accaparent 31% de l'activité. Quant aux éviers de cuisine, ils représentant 27% du volume d'affaires de la société.

Avec 40,7% de part de marché, SANIMED compte parmi les opérateurs de référence dans le domaine de l'industrie des articles sanitaires. Elle se place 2^{ème} dans son secteur d'activité tout juste après son principal concurrent IDEAL SANITAIRE accaparrant 41%.



Actuellement, le capital social de la société SANIMED s'élève à 8,6MD détenu principalement (72%) par le groupe ABDENNADHER et le reste par ATD SICAR moyennant une convention de portage.

Depuis 2007, SANIMED est certifiée ISO 9001 et en 2012, elle obtenu la certification NF de plusieurs receveurs de douche.

En 2013, la société a entamé un nouveau plan d'investissement de 30MD pour l'agrandissement et le développement de son usine lui permettant d'augmenter la capacité de production de 630 000 pièces à 1 000 000 pièces. SANIMED dispose ainsi d'un outil industriel de haute technologie en ligne avec les standards internationaux.

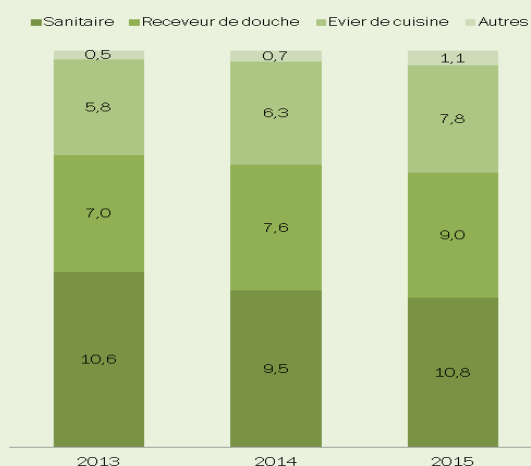
Le secteur de l'industrie des articles sanitaires en Tunisie

Durant les dernières années, la production nationale des articles sanitaires n'a cessé de croître pour s'établir à 36 199 tonnes en 2015 contre une consommation de 29 362 tonnes.

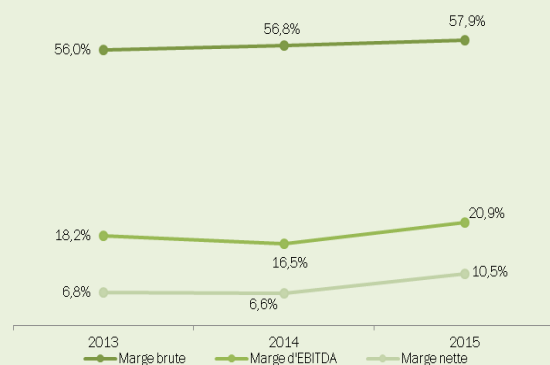
En Tunisie, 7 opérateurs sont présents sur le secteur et la société SANIMED occupe une position de challenger avec une capacité totale de 630 000 pièces, soit 23,6% de la capacité sectorielle.

Pour la prochaine période, la demande des articles sanitaires évoluera compte tenu des principales orientations du secteur de l'habitat et de la construction en Tunisie avec un taux de croissance annuel moyen de 10%.

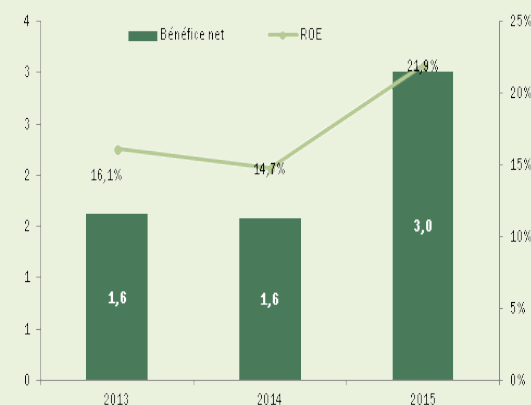
Evolution du chiffre d'affaires de SANIMED



Les marges de SANIMED



Evolution du bénéfice net



Les revenus de la SANIMED ont cru suivant un rythme de 10% par an sur la période 2013-2015, passant de 23,9MD en 2013 à 28,7MD en 2015. L'essentiel du chiffre d'affaires (78%) est réalisé sur le marché national et le reste à l'export avec comme principale destination les pays limitrophes (Algérie et Libye).

Les séries sanitaires représentent la locomotive des ventes de la société avec une part de 38% de l'ensemble des facturations, une part que ne cesse de diminuer d'une année à une autre au profit des receveurs de douche qui accaparent désormais 31% du volume d'affaires contre 29% il y a tout juste deux ans.

Pour la marge brute, elle a connu une croissance soutenue pour s'établir à 57,9% en 2015 contre 56% en 2013. Malgré que la société est fortement exposée à la volatilité du prix des intrants, elle a concentré tous ses efforts pour améliorer sa productivité et ainsi ses marges.

Idem pour la marge d'EBITDA qui est en constante évolution depuis 2013 et a atteint 20,9% en 2015.

La marge nette de la société s'établit à 10,5%, un niveau jugé très respectable.

En revanche, la structure financière de la société est très déséquilibrée avec un BFR très important par rapport au fonds de roulement, ce qui explique l'importance des crédits court terme pour financer le cycle d'exploitation. La dette nette s'élève à plus de 29MD soit un gearing de 212,1%. L'actuelle augmentation de capital (objet de l'introduction en bourse) permettra de convertir ses crédits court terme en des crédits long terme réduira les charges financières en conséquence.

Pour des capitaux propres de plus de 13,7MD, la SANIMED dégage une rentabilité financière de l'ordre de 21,9%, jugée très confortable.

Structure financière

(mD)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
FR	-1 480	-1 006	1 330	14 466	17 442	19 898	22 967	26 860
BFR	3 232	3 921	6 554	4 944	5 304	5 757	6 267	6 816
TN	-4 712	-4 927	-5 224	9 522	12 137	14 141	16 699	20 044

Compte d'Exploitation

(mD)	2 013	2 014	2 015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TCAM 2016-2020
Chiffre d'affaires	23 908	24 001	28 706	36 453	40 934	44 106	47 471	51 069	
<i>Evolution</i>		0,4%	19,6%	27,0%	12,3%	7,7%	7,6%	7,6%	12,4%
Local	17 708	19 139	22 215	26 203	28 408	29 504	30 561	31 685	
<i>Evolution</i>		8,1%	16,1%	18,0%	8,4%	3,9%	3,6%	3,7%	7,5%
Export	6 200	4 862	6 491	10 250	12 527	14 603	16 910	19 384	
<i>Evolution</i>		-21,6%	33,5%	57,9%	22,2%	16,6%	15,8%	14,6%	25,4%
- Achats consommés	10 531	10 366	12 074	15 813	17 682	19 285	20 959	22 780	
= Marge Brute	13 377	13 634	16 631	20 641	23 252	24 821	26 512	28 289	
<i>Evolution</i>		1,9%	22,0%	24,1%	12,7%	6,7%	6,8%	6,7%	11,4%
Taux de marge brute	56,0%	56,8%	57,9%	56,6%	56,8%	56,3%	55,8%	55,4%	
- Autres charges d'exploitation	3 076	3 125	3 382	3 761	4 223	4 551	4 898	5 269	
- Charges de personnel	6 143	6 659	7 359	7 956	8 433	8 939	9 476	10 044	
+ Autres produits d'exploitation	194	113	109						
= EBITDA	4 352	3 963	6 000	8 923	10 595	11 331	12 138	12 976	
<i>Evolution</i>		-8,9%	51,4%	48,7%	18,7%	6,9%	7,1%	6,9%	17,7%
Marge d'EBITDA	18,2%	16,5%	20,9%	24,5%	25,9%	25,7%	25,6%	25,4%	
Frais de personnel / CA	25,7%	27,7%	25,6%	21,8%	20,6%	20,3%	20,0%	19,7%	
- Dot. Amort. et Prov.	1 181	1 284	1 573	3 169	3 196	3 124	3 056	2 984	
= Résultat d'exploitation	3 170	2 679	4 427	5 754	7 399	8 208	9 082	9 992	
<i>Evolution</i>		-15,5%	65,2%	30,0%	28,6%	10,9%	10,7%	10,0%	18,0%
Marge opérationnelle	13,3%	11,2%	15,4%	15,8%	18,1%	18,6%	19,1%	19,6%	
- Charges financières nettes	1 056	610	946	1 953	1 813	1 646	1 483	1 348	
+/- Autres Eléments ordinaires	12	4	41	61	61	61	61	61	
= Résultat courant avant impôt	2 126	2 073	3 522	3 862	5 647	6 623	7 659	8 705	
<i>Evolution</i>		-2,5%	69,9%	9,7%	46,2%	17,3%	15,7%	13,7%	20,5%
- Impôts sur les bénéfices	507	491	507	664	957	1 105	1 259	1 411	
= Résultat net	1 619	1 582	3 014	3 198	4 690	5 517	6 400	7 295	
<i>Evolution</i>		-2,3%	90,5%	6,1%	46,6%	17,6%	16,0%	14,0%	20,1%
Marge nette	6,8%	6,6%	10,5%	8,8%	11,5%	12,5%	13,5%	14,3%	

Ratios Financiers

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Marge brute	56,0%	56,8%	57,9%	56,6%	56,8%	56,3%	55,8%	55,4%
Marge d'EBITDA	18,2%	16,5%	20,9%	24,5%	25,9%	25,7%	25,6%	25,4%
Marge d'exploitation	13,3%	11,2%	15,4%	15,8%	18,1%	18,6%	19,1%	19,6%
Marge nette	6,8%	6,6%	10,5%	8,8%	11,5%	12,5%	13,5%	14,3%
ROE	16,1%	14,7%	21,9%	9,3%	12,3%	13,4%	14,3%	14,9%
Gearing	130,2%	189,2%	212,1%	13,6%	-2,0%	-13,0%	-22,8%	-31,4%

En 2013, la société SANIMED a entamé un plan d'investissement de 30MD permettant :

- L'augmentation de la capacité de production de 630 000 pièces à 1 000 000 pièces ;
- L'utilisation de nouvelles technologies de production permettant l'optimisation de la production
- L'élargissement de la gamme de produits ;

Depuis janvier 2016, tous les investissements ont été réalisés et les équipements industriels sont entrés en production. Ainsi, SANIMED dispose d'un outil de production de haute technologie en ligne avec les standards internationaux en matière d'industrie des articles sanitaires.

Durant le prochain quinquennat, SANIMED axera sa stratégie de croissance sur les exportations avec la prospection de nouveaux marchés à fort potentiel de croissance.

Le business plan du groupe pour la période 2016-2020, affiche un objectif de croissance du chiffre d'affaires de 12,4% appuyé essentiellement par les ventes à l'export qui devront accaparer 38% du total des ventes à l'horizon 2020 contre 22,6% en 2015. En effet, les investissements réalisés permettront à la société d'être beaucoup plus compétitive avec des produits de qualité.

Le chiffre d'affaires de la société passera de 28,7MD en 2015 à 51,1MD à l'horizon de 2020.

Du côté des marges, la société affichera un taux de marge brute aux alentours de 56% tout au long de la période prévisionnelle.

Le renflouement des caisses de la société à travers l'actuelle augmentation de capital permettra de rééquilibrer la structure financière avec une trésorerie désormais positive et le BFR sera maintenu à son niveau actuel, soit 6MD et ce malgré l'évolution de l'activité.

Au niveau du bottom line, la société table sur un bénéfice net de 3,2MD pour 2016 avec une croissance annuelle moyenne de 20,1% pour arriver à 7,3MD à l'horizon de 2020.

Valorisation de SANIMED et Recommandation

L'évaluation de la société SANIMED a été réalisée par MAXULA CAPITAL sur la base du business plan pour une période allant de 2016 à 2020.

L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF) ;
- La méthode de l'Economic Value Added (EVA) ;
- La méthode des comparables boursiers.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 6,79% ;
- Une prime de risque du marché des actions de 7,8% ;
- Un bêta désendetté de 1.

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

La synthèse des trois méthodes est présentée dans le tableau suivant :

(mD)	Valeur des fonds propres
DCF	47 383
EVA	41 378
Comparables	41 125
Moyenne	43 295
Prix par action	5,011
Décote	-9,0%

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une capitalisation de 43,4MD soit une valeur par action de 5,011 dinars, offrant ainsi une décote de 9% par rapport au prix d'émission.

Avec un prix de souscription de 4,560, le titre SANIMED sera valorisé à 17,7x les bénéfices estimés de 2016 et 12,1x, ceux de 2017. L'action sera cotée à 1,6x les fonds propres de 2016. Le premier flux de dividende prévu par le business plan de la société est pour l'année 2017 au titre de l'exercice 2016, avec un Div Yield de 1,7%.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF