

NOTE D'INTRODUCTION EN BOURSE

Souscrire dans une optique de
placement à moyen et long terme

Décembre 2016



SANIMED

Bourse :

Tunis

Secteur :

Industrie des Matériaux de Construction,
de la Céramique et du Verre (IMCCV)

Branche :

Céramique

SANIMED

SOUSCRIRE

Nature de l'opération :

Cession de titres à prix ferme

Prix de l'opération : 4,560 DT

Période de souscription :

Du 05/12/2016 au 16/12/2016 inclus.

Montant de l'opération : 17 145 600 DT

Titres à émettre : 3 760 000 actions

Valeur Nominale : 1DT

Jouissance des actions : 1er Janvier 2016

Flottant : 30,32%

Capitalisation Boursière : 32 832 000 DT*

*Après OPF

Investment Highlight

*La SANIMED a pour principale activité la conception, la fabrication et la commercialisation des articles sanitaires en porcelaine vitrifiée et grés fin pour les salles de bain et cuisine. Elle opère sur le secteur des IMCCV. Elle occupe au termes de 2015 le rang du 2^{ème} producteur national d'articles sanitaires avec une part de marché de 38,27%.

*Filiale du groupe « ABDENNADHER » : un acteur de renom dans l'industrie des articles sanitaires, la SANIMED bénéficie de la synergie existante entre les sociétés du groupe, pour consolider sa position sur les marchés déjà intégrés par les autres filiales du groupe et se positionner sur de nouveaux marchés.

*En Tunisie, l'industrie des matériaux de construction, de céramique et de verre (IMCCV) est oligopolistique.

*La société affiche des indicateurs au beau fixe qui augurent d'une performance financière appréciable, matérialisée par des revenus en perpétuelle croissance s'établissant à 28 706 mDT à fin 2015, soit un TCAM ⁽²⁰¹⁰⁻²⁰¹⁵⁾ de 9,8%.

Actionnariat

Actionnaires	Avant l'offre	Après l'offre
Société AB Corporation	60,36%	42,06%
ATD SICAR	27,78%	19,35%
M. Lotfi Abdennadher	11,80%	8,23%
Autres	0,06%	0,04%
Public	-	30,32%

*Depuis 2013, la SANIMED s'est engagée dans un plan de développement totalisant une enveloppe d'investissement de 30 MDT, lui permettant d'augmenter sa capacité de production de 630 000 pièces/an à 1 000 000 pièces/an. Ces investissements entrepris permettront à la société de renforcer sa compétitivité, tant sur le marché local qu'à l'export, et de consolider en conséquence, ses revenus.

*La société table sur une croissance annuelle moyenne de ses revenus de 12,2%, pour s'établir à 51 069 mDT in fine. Sur la même lignée, le résultat net de la SANIMED passera à 7 295 mDT à l'horizon de 2020.

*À partir de l'exercice 2016, la société projette de distribuer des dividendes à hauteur de 30% son résultat net 2016_E et à hauteur de 50% son résultat net prévisionnel pour les prochains exercices. Le titre présentera un rendement de dividende prévisionnel à 5,7% à l'horizon de 2020.

Recommandation

En dépit du contexte actuel caractérisé par une croissance économique morose, la SANIMED se dote d'une situation financière saine. La société tient bien ses marges et arrive à réaliser des niveaux de rentabilité confortables .

Par ailleurs, la société vise la diversification de ses marchés, notamment la France, l'Italie, la Russie et certains pays de l'Afrique. En effet, les améliorations technologiques et les efforts déployés en recherches et développement ont permis à la SANIMED de développer de nouvelles gammes de produits de qualité qui répondent aux standards internationaux à des prix compétitifs.

Selon le Business Plan de la société, la situation financière de la SANIMED « post augmentation » va s'améliorer davantage. En effet, la société table sur un résultat net de 7 295 mDT à l'horizon de 2020.

Sur la base d'un prix d'introduction de 4,560 DT, la valeur de la SANIMED est de 1,21_x et 4,9_x le chiffre d'affaires et l'EBITDA, respectivement en 2016e. En termes de bénéfices, le titre se transige à 12,32_x et à 12,06_x les résultats nets estimés de 2016 et 2017, respectivement.

Par rapport aux fonds propres, le titre est offert à 1,14_x et à 1,48_x ses capitaux propres respectifs en 2016e et 2017p.

Par conséquent, et au vu de cette valorisation attrayante, nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen et long terme.

Tableau de Bord Boursier

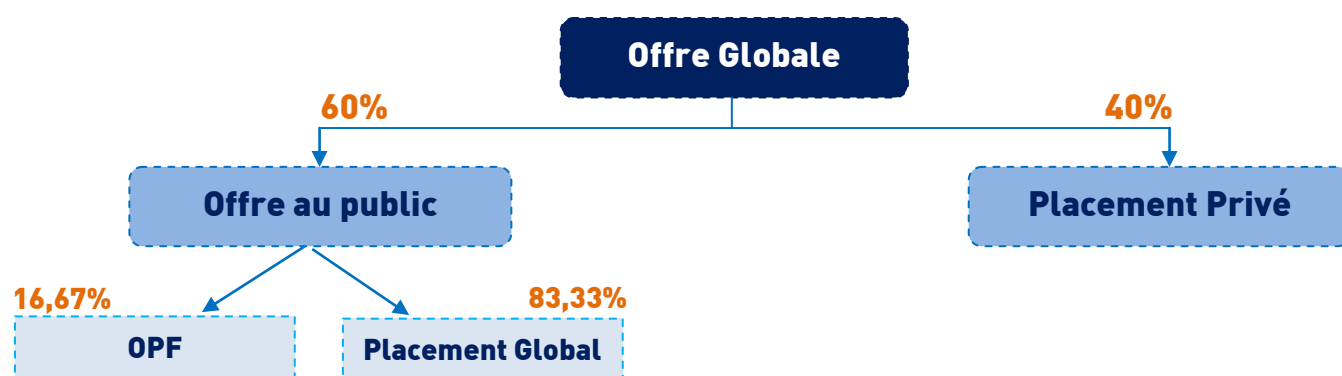
En mDT	Revenus	EBITDA	RN	ROE	ROA	BPA	PER _x *	PBK _x *	VE/EBITDA	VE/CA
2020P	51 069	12 976	7 295	14,90%	10,10%	0,59	7,75 _x	1,16 _x	3,2	0,81
2019P	47 471	12 138	6 400	14,30%	9,30%	0,52	8,83 _x	1,26 _x	3,8	0,98
2018P	44 106	11 331	5 517	13,40%	8,20%	0,44	10,25 _x	1,37 _x	4,5	1,16
2017P	40 934	10 595	4 690	12,30%	7,10%	0,38	12,06 _x	1,48 _x	5,3	1,34
2016E**	36 453	8 923	3 198	9,30%	5,00%	0,37	12,32 _x	1,14 _x	4,9	1,21
2015R	28 706	6 000	3 014	21,90%	5,50%	0,24	-	-	4,9	1,01

*Calculé selon le prix d'introduction de 4,560 DT.

** Sur la base d'un pré-money de 39,398 MDT.

Caractéristiques de l'opération :

L'introduction de la société SANIMED au Marché alternatif de la cote de la Bourse s'effectuera par la mise sur le marché, dans le cadre d'une augmentation de capital par voie de souscription publique de 3 760 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 DT chacune, représentant 30,32% du capital après augmentation.



L'introduction en Bourse sera effectuée de la manière suivante :

Opération	Nombre d'actions	% de l'offre	% du capital
Un Placement Privé de 1 504 000 actions représentant 40% de l'émission globale.	1 504 000	40%	12,13% du capital après augmentation.
Un Placement Global de 1 880 000 actions nouvelles, représentant 50% de l'offre globale, auprès d'investisseurs institutionnels ou autres qu'institutionnels tunisiens et/ou étrangers désirant acquérir au minimum pour un montant de 250 000 DT.	1 880 000	50%	15,16% du capital après augmentation.
Une Offre à Prix Ferme (OPF)	376 000	10%	3,03% du capital après augmentation centralisée auprès de la BVMT.
TOTAL	3 760 000	100%	30,32%

- *Le Placement Global sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'Offre à Prix Ferme.*
- *Les souscripteurs dans le cadre du Placement Privé n'auront pas le droit de souscrire dans le cadre de l'OPF et dans le cadre du Placement Global et inversement.*

Les actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront regroupées en une seule catégorie :

Catégorie	Nombre d'actions	Montant en DT	Répartition en % de l'OPF	Répartition en % du Capital
Les 376 000 actions offertes dans le cadre de l'OPF seront réservées aux Institutionnels tunisiens et/ou étrangers et personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, sollicitant au minimum 500 actions et au maximum :	376 000	1 714 560	10%	3,03%
❖ 62 000 actions pour les non institutionnels soit un maximum de 0,5% du capital social après augmentation ;				
❖ 376 000 actions pour les institutionnels.				

ÉVALUATION

L'évaluation de la société **SANIMED** a été effectuée sur la base d'un Business Plan prévisionnel de cinq ans et selon trois méthodes soit :

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF),
- La méthode d'Economic Value Added (EVA),
- La Méthode des multiples boursiers.

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après :

Méthodes d'évaluation	Valorisation mDT	Prix / Action
Méthode des DCF	47 383	5,480
Méthode EVA	41 378	4,790
Méthode Multiples	41 125	4,760
Nombre d'actions	8 640 000	
Valeur moyenne des fonds propres	43 295	
<i>Prix par action*</i>		4,560

*Après une décote de 9%

La valeur des capitaux propres de la société **SANIMED** ressort à 43 295 mDT ce qui correspond à une valeur par action de 4,560 DT.

Ce prix unitaire correspond à une capitalisation boursière de la SANIMED de 32 832 mDT.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 4,560 DT, le titre SANIMED se transige à 13,07_x ses bénéfices nets réalisés de 2015, et 12,32_x ses bénéfices nets estimés de 2016 et à 1,15_x ses fonds propres estimés de 2016.

Présentation du secteur d'activité de la société

Le secteur des Industries des Matériaux de Construction, de la Céramique et du Verre (IMCCV) comporte plusieurs branches d'activité.

Les sociétés de ce secteur exercent une activité d'industrie manufacturière régie par le Code d'Incitation aux Investissements (CII) promulgué par la loi 93-120 du 27 décembre 1993 et modifié par les textes subséquents ainsi que par la loi 2007-69 du 27 décembre 2007 relative à l'initiative économique.

Le secteur des IMCCV compte, 455 entreprises employant 10 personnes et plus, dont 54 entreprises à participation étrangère, parmi lesquelles 13 totalement exportatrices. L'effectif total de ces entreprises est de 30 555 personnes, soit 5,95% de l'effectif total du secteur industriel tunisien.

Les investissements engagés par les entreprises du secteur IMCCV, représentent 12,79% du total du secteur de l'industrie en Tunisie. Soit une contribution de (+2,15%) dans les exportations totales du tissu industriel Tunisien.

Quoique ce secteur ait affiché une baisse entre 2014 et 2015 très significative au niveau des investissements de (-22,53%) passant de 395,8 MDT à 510,9 MDT, il a tout de même réussi à augmenter le niveau de ses exportations à hauteur de 9,10 % en 2015. Ces dernières ont évolué de 591,9 MDT contre 542,5 MDT une année auparavant.

Il est à rappeler que les exportations de l'IMCCV représentent 2,29% des exportations industrielles tunisiennes.

Quant aux importations du secteur (IMCCV), elles ont accusé une légère dégradation de (-0,023%) en 2015 par rapport à l'année 2014 pour s'établir à 426,1 MDT contre 426,2 MDT.

De ce fait, le solde commercial du secteur des IMCCV s'affiche positif de 116,4 MDT en 2015, contre 65,6 MDT une année auparavant.

Le secteur des IMCCV est composé de 5 principales branches à savoir :

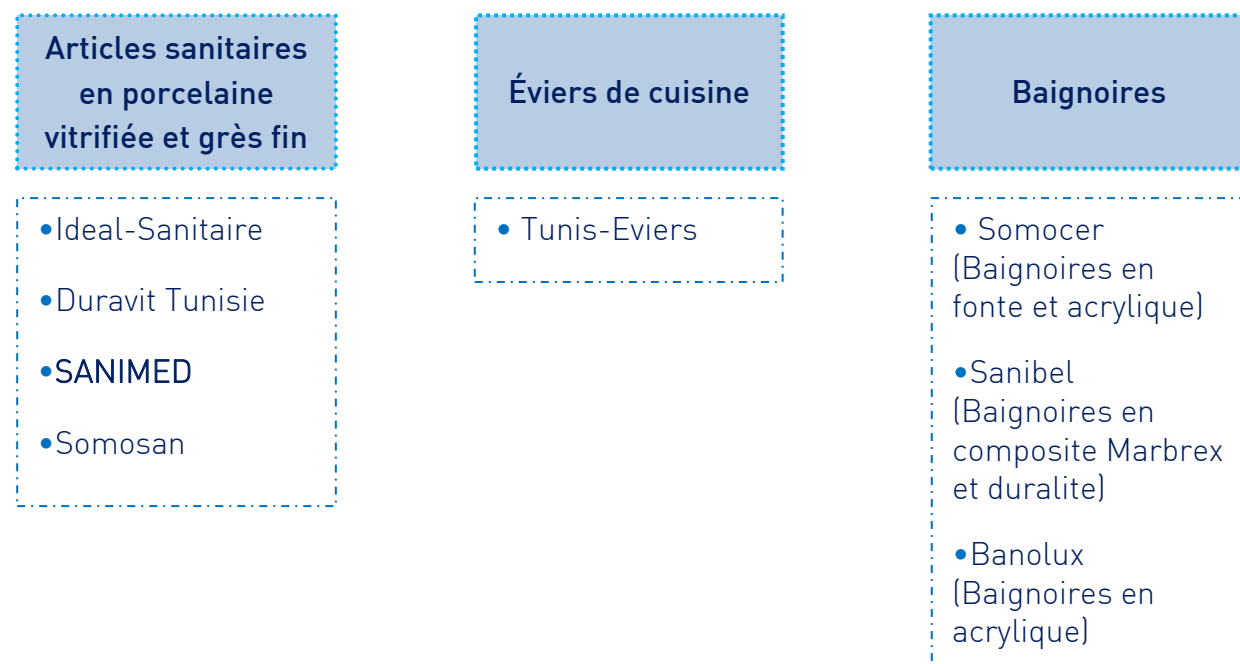
- Les liants,
- Les dérivés de ciment,
- Les produits en céramique,
- Le verre,
- Les produits de carrière.

La branche céramique contribue à hauteur de 28,7% de la valeur totale de la production du secteur des IMCCV en 2015. Elle est répartie en 5 sous branches dont les articles sanitaires qui représentent 8,4% de la production totale de la branche et 2,4% des IMCCV.

Le secteur des articles sanitaires en Tunisie

Le marché tunisien des articles sanitaires englobe 7 unités industrielles d'un effectif total de 1 216 personnes en 2014. Les principaux produits fabriqués par ces unités sont les baignoires, lavabos, bidets, cuvettes, éviers, receveurs de douche, meubles de salle de bain, etc.

La répartition du secteur par type de produit fait ressortir différentes unités spécifiques. Ainsi, on peut distinguer :



Capacité installée en tonnes et en pièces en 2015

Société	Capacité installée en tonnes	Capacité installée en pièces	Capacité installée en pièces [%]	Articles sanitaires pour salle de bain et cuisines	
				Cuisines	Articles sanitaires pour salle de bain
Ideal-Sanitaire	21 000	1 000 000	37,5%	x	x
SANIMED	14 000	630 000	23,6%	x	x
Somosan	10 500	500 000	18,7%	x	x
Duravit Tunisie	8 400	400 000	15,1%	x	x
Les Céramiques de Carthage	830	39 524	1,5%		x
Tunis-Eviers	1 100	52 381	2,0%	x	
Autres (El Baraka, SGS, etc.)	900	42 857	1,6%		x
Total	56 730	2 664 762	100,0%		

Source : Ministère du Commerce, INS

Avec une capacité actuelle installée de 1 000 000 pièces/an. La part de marché de la SANIMED s'est hissée à 32% contre 23,6% en 2015

▪ La production nationale des articles sanitaires

Entre 2010 et 2015, la valeur de la production nationale des articles sanitaires a connu un TCAM de 2,7%, pour s'établir à 70,5 MDT à fin 2015. La production en pièces, est, quant à elle, passée de 1 588 333 à 1 723 846 pièces, soit une évolution annuelle moyenne de 1,7% sur la même période.

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TCAM 10/15
Production (en MDT)	61,7	58,9	60,7	62,8	64,7	70,5	2,7%
Évolution en %		-4,5%	3,0%	3,5%	3,0%	9,0%	
Production (en Tonnes)	33 355	31 854	32 810	33 958	34 975	36 199	1,6%
Évolution en %		-4,5%	3,0%	3,5%	3,0%	3,5%	
Production (en pièces)	1 588 333	1 516 857	1 562 381	1 617 047	1 665 558	1 723 846	1,7%
Évolution en %		-4,5%	3,0%	3,5%	3,0%	3,5%	

Source : Ministère du Commerce, INS

Sur la même période, la production nationale est partagée essentiellement entre les trois principaux acteurs de cette industrie, à savoir ; Idéal-Sanitaire, SANIMED et Duravit Tunisie.

Production nationale des articles sanitaires

Société	Année					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Idéal Sanitaire	15 800	14 715	14 398	13 809	14 792	14 846
SANIMED	10 090	10 098	10 907	11 940	11 683	13 853
Duravit Tunisie (Ex : MTC)	5 000	5 000	6 000	5 000	5 500	5 700
SOMOSAN	-	-	109	1 899	1 500	-
Autres	2 465	2 041	1 396	1 310	1 500	1 800
Total (tonnes)	33 355	31 854	32 810	33 958	34 975	36 199

Source : Ministère du Commerce, INS

■ Les importations

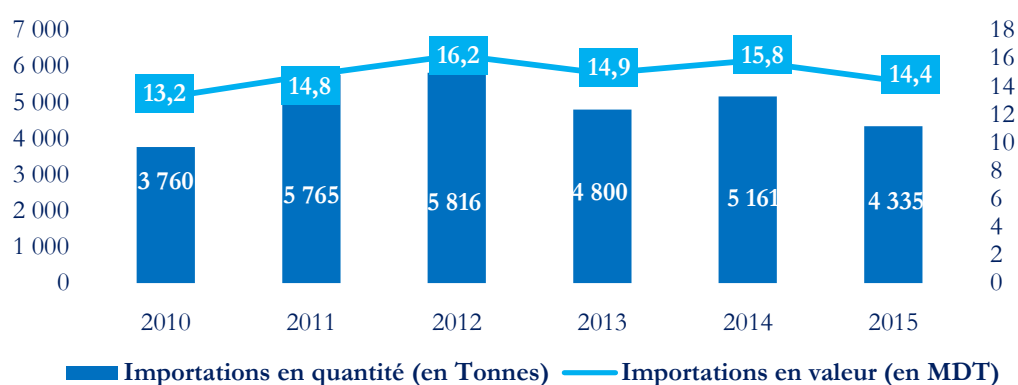
Les importations des articles sanitaires sont réparties entre deux principales catégories :

- Les importations des articles en porcelaine,
- Les importations des articles en matière céramique.

Les articles les plus importés sont les éviers de cuisine, les lavabos, les colonnes de lavabos, les bidets et les cuvettes d'aisance, baignoires en porcelaine et en matière céramique, réservoirs de chasses, urinoirs et appareils fixes similaires pour usages sanitaires. Tous ces articles sont importés aussi bien en porcelaine qu'en matière céramique.

L'évolution des importations des articles sanitaires 2010-2015 est récapitulée dans le graphique suivant :

Évolution des importations des articles sanitaires en Tunisie



Source : Ministère du Commerce, INS

La valeur des importations en 2015 a diminué de 8,8% comparé à celle de 2014 passant de 15,8 MDT à 14,4 MDT.

En volume, les importations ont baissé de 16% sur la même période, ce qui traduit une hausse des prix des produits importés en 2015.

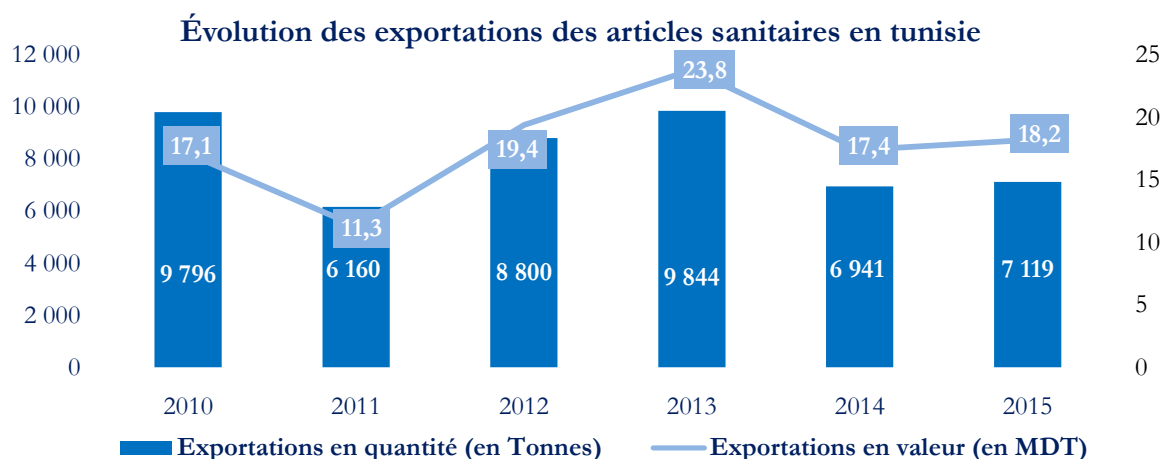
La Tunisie importe les articles sanitaires de plus de 15 pays différents appartenant à l'Europe, au Nord Afrique et à quelques pays d'Orient. L'Egypte, la Turquie, le Portugal, et l'Espagne sont les principaux fournisseurs avec une part de 62,5% des importations d'articles sanitaires en 2015. Ces importations ont affecté significativement le secteur et les producteurs d'articles sanitaires en Tunisie puisque certains produits importés d'Egypte et de Turquie ont un prix attractif mais sont de moindre qualité.

Pour faire face à cette situation, le Ministère du Commerce a arrêté une liste d'importateurs autorisés à importer les produits sanitaires. Cette nouvelle mesure contribuera à limiter les importations des articles sanitaires. De même, il a été décidé que cette nouvelle mesure soit revue chaque six mois au sein du Ministère du Commerce.

■ Les exportations

Les exportations des articles sanitaires concernent essentiellement les articles suivants :

Eviers, lavabos, colonnes de lavabos, bidets et cuvettes d'aisance, baignoires ; réservoirs de chasses, urinoirs et appareils fixes similaires pour usages sanitaires, en porcelaine et en matière céramique. L'évolution des exportations des articles sanitaires entre 2010-2015 est synthétisée dans le graphique suivant :



Source : Ministère du Commerce, INS

En 2015, la valeur des exportations s'est améliorée de 4,6% comparée à celle de 2014, elle demeure plus importante que celle des importations. En effet, les exportations représentent 18,2 MDT dépassant ainsi les importations, qui s'élèvent à 14,4 MDT. Les principaux clients à l'export sont la Libye, l'Algérie, l'Allemagne et la France. Ces derniers accaparent 79,1% des exportations totales de la Tunisie.

Les exportations vers la Libye sont passées de 7,9 MDT en 2014 à 7 MDT en 2015, soit une diminution de 11%.

■ La consommation locale

L'évolution de la consommation locale des articles sanitaires entre 2010-2015 est récapitulée dans le tableau suivant :

(En tonnes)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Var 15/14	TCAM 10/15
Production	33 355	31 854	32 810	33 958	34 975	36 199	3,50%	1,6%
Importation	3 760	5 765	5 816	4 800	5 161	4 335	-16,00%	2,90%
Offre Totale	37 115	37 619	38 626	38 758	40 136	40 534	1,00%	1,80%
Variation de stock ($\pm 10\%$)	3 712	3 762	3 863	3 876	4 014	4 053	1,00%	1,80%
Exportation	9 796	6 160	8 800	9 844	6 941	7 119	2,60%	-6,20%
Consommation Nationale	23 608	27 697	25 963	25 038	29 181	29 362	0,60%	4,50%

Source : Ministère du Commerce, INS

En 2015, la consommation nationale est estimée à 29 362 tonnes contre 29 181 tonnes en 2014, soit une légère augmentation de 0,6%. Le TCAM (2010-2015) de la consommation nationale est de 4,5%.

Présentation de la société Sanimed

La SANIMED a été créée en 1998 et elle a commencé à produire en 2000. La société opère dans le secteur de l'industrie des Matériaux de Construction, de la Céramique et du Verre (IMCCV). Elle a pour activité la conception, la fabrication et la commercialisation (en Tunisie et à l'étranger) des articles sanitaires en porcelaine vitrifiée et grés fin pour les salles de bain et cuisine.

Pour se conformer aux normes internationales, la SANIMED s'est engagée depuis 2002 dans un premier programme de mise à niveau, visant des investissements matériels et immatériels pour une enveloppe de 7 389 mDT. Ces derniers ont permis à la société d'accroître sa capacité de production pour dépasser en 2009 une capacité de production d'environ 400 000 pièces sanitaires par an.

Bien plus que la quantité, ces investissements ont assuré à la SANIMED une qualité de produit meilleure, lui permettant d'être plus compétitive sur le marché local et à l'export.

Face à la croissance de la demande et aux exigences de sa clientèle, le management de la société a élaboré un deuxième plan de développement visant des travaux d'extension de l'usine initiale de la SANIMED par la mise en place de nouvelles lignes de production et de cuisson, dans le but d'augmenter davantage sa capacité de production à 1 000 000 pièce/an. Ces investissements ont été entamés au cours de l'exercice 2013 et se sont achevés au mois de Décembre 2015, pour une enveloppe totale de 29 195 mDT. Outre l'augmentation de la capacité de production, ces investissements ont porté sur le développement de nouveaux produits et l'intégration

de nouvelles technologies dans le processus de production, offrant une productivité meilleure à la société.

De ce fait, la production de la SANIMED s'est hissée à 615 149 pièces en 2015 et les revenus ont cru de 19,10% entre 2013-2015, pour s'établir à 28 706 mDT, in fine.

Par ailleurs, la société est certifiée ISO 9001 (V2000) depuis Août 2007 et a obtenu début 2011 la certification « NF » (Norme Française) pour les receveurs de douche.

Dates clefs et développement de la SANIMED

1998	Création de la société SANIMED sous la forme d'une SARL par le groupe Abdennadher.
2000	Transformation de la société en Société Anonyme et entrée en production de l'usine.
2002	Adhésion au premier programme de mise à niveau
2007	Certification ISO 9001 (V2000).
2009	Adhésion au deuxième Programme de mise à niveau pour atteindre une capacité de production de 400 000 pièces/an.
2012	Certification « NF » pour les receveurs de douche par la CSTB France attestant de la conformité du produit à des exigences de sécurité et de qualité européennes.
2013	Renouvellement Certification au référentiel ISO 9001 (version 2008) en novembre 2013
2015	Actualisation du 2ème Programme de mise à niveau Achèvement des travaux d'extension.
2016	Entrée en exploitation de la nouvelle unité de production en janvier 2016. Reconduction de la certification NF pour les Receveurs de Douche par le CSTB France (Certificat en cours).

Source : SANIMED

Aperçu sur l'activité de la société

La SANIMED a développé une large gamme de produits, alliant qualité, fonctionnalité et facilité d'installation et d'entretien. Le portefeuille produit de la société comporte quatre familles d'articles :

- Éviers de cuisine,
- Séries sanitaires,

- Receveurs de douches,
- Autres : lave mains, vasques et consoles.

Les investissements réalisés par la société au cours de ces dernières années lui ont permis d'élargir encore plus sa gamme et d'offrir des articles sanitaires conformes aux normes européennes.

La société propose désormais des éviers de cuisine réversibles sous différentes dimensions, des lavabos consoles mono trou, vasque à encastrer par le haut, cuvette suspendue, etc.

Les principaux clients de la SANIMED sont les négociants grossistes (36%), les revendeurs importants (31%), les entrepreneurs (5%), les hôteliers (3%), les promoteurs (2%), et les exportateurs (23%).

La société écoule également sa production à travers plusieurs points de vente appartenant à l'ensemble du Groupe Abdennadher.

Sur le marché local, la SANIMED réalise la plus grande partie de ses ventes sur le Grand Tunis (Tunis, Ariana, Ben Arous et Manouba) et le Nord (Bizerte, Béja, Jendouba, le Kef et Séliana) représentant respectivement, 49% et 41% de son chiffre d'affaires local en 2015.

A l'étranger, les principales destinations des produits de la SANIMED sont la Libye et l'Algérie en Afrique et la France et l'Italie en Europe. A partir de 2014, le chiffre d'affaires vers la Libye a connu une baisse attribuée aux perturbations politiques et sociales dans ce pays. En revanche, la société est parvenue à pénétrer dans de nouveaux marchés, notamment la Jordanie et Burkina Faso.

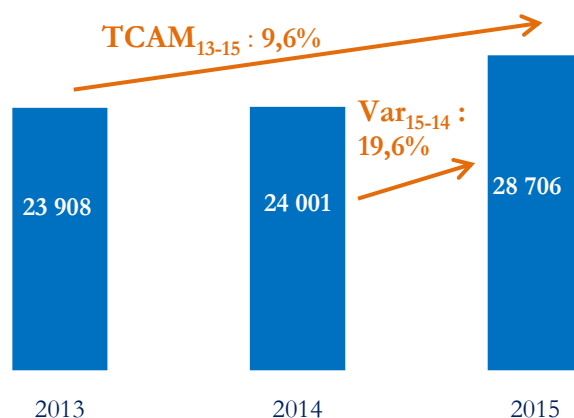
Analyse financière :

Evolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de la société SANIMED a attesté d'une évolution notable à fin 2015 (+19,6%), s'établissant à 28 706 mDT contre 24 001 mDT une année auparavant. Cette hausse est redevable à l'amélioration de la capacité de production d'une part et à l'existence d'un marché potentiel notamment à l'export, d'autre part.

Sur les 3 dernières années, SANIMED a affiché un TCAM (2013-2015) de 9,6%.

Évolution du Chiffre d'affaires en mDT

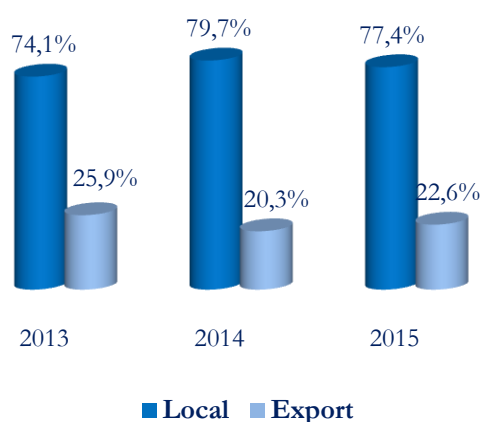


Structure du chiffre d'affaires par produit

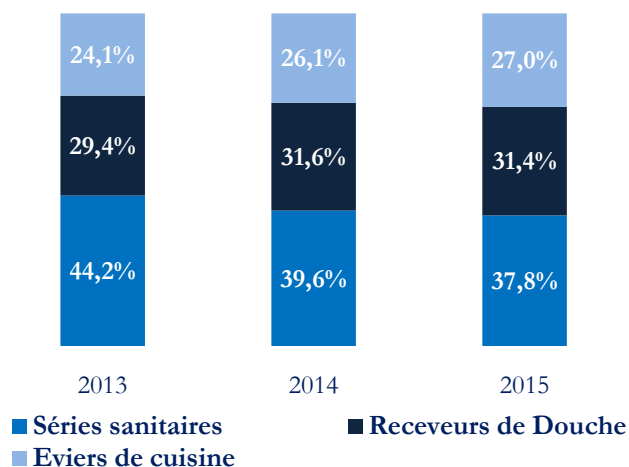
Les ventes de SANIMED sont réparties en trois familles de produits : séries sanitaires, éviers de cuisine et receveurs de douche.

En 2015, les séries sanitaires occupent la 1^{ère} place au niveau des ventes réalisées avec une part de 38% du total du chiffre d'affaires, suivies des receveurs de douche avec une contribution de 31% du total des produits d'exploitation.

Ventilation du chiffre d'affaires par destination



Structure du chiffre d'affaires par produit



L'évolution du chiffre d'affaires est expliquée par l'effet conjugué de :

- ❖ L'amélioration des ventes à l'exportation de 33,5% s'établissant à 6 491 mDT contre 4 862 mDT à fin 2014.
- ❖ La progression des ventes locales de 16,1% passant de 19 138 mDT à 22 215 mDT courant la période 2014-2015.

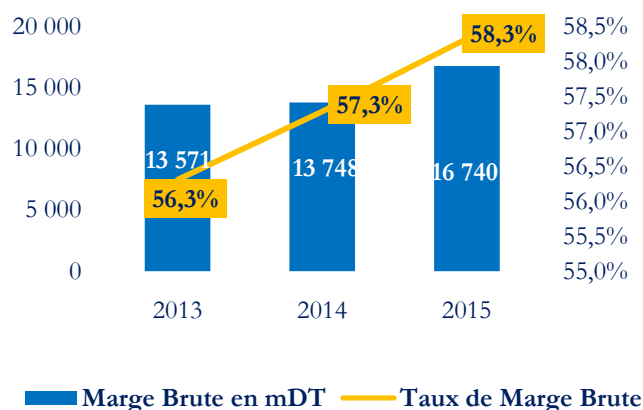
En 2015, les ventes à l'exportation représentent 22,6% du chiffre d'affaires de la société SANIMED contre 20% en 2014. Les principales destinations à l'export sont : la Lybie (39%), l'Algérie (35%) et la France (20%).

Evolution de la marge brute

La marge brute de la société SANIMED s'est élevée à 16 740 mDT au titre de l'exercice 2015 contre 13 748 mDT une année auparavant et 13 571 mDT à fin 2013. La croissance annuelle moyenne courant la période 2013-2015 est de l'ordre de 11,1%.

Le taux de marge brute a connu une progression sur la période 2013-2015 s'élevant à 55% en moyenne.

Évolution de la marge brute



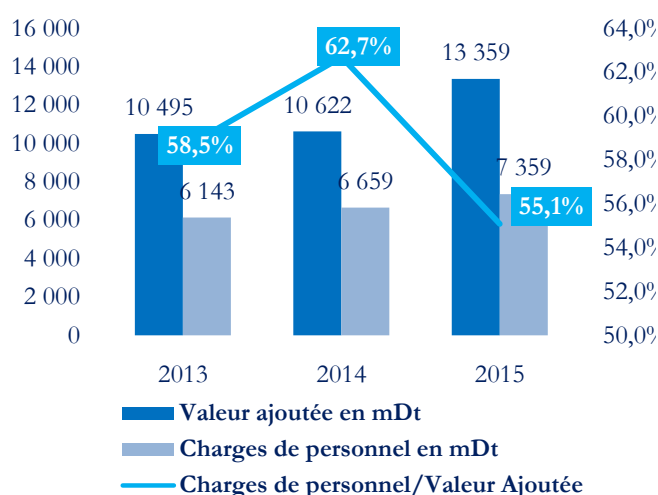
Valeur Ajoutée

Du côté des charges de personnel, une hausse annuelle de 9,5% a été enregistrée entre 2013 et 2015 pour s'établir à 7 359 mDT in fine. Au 31-12-2015, l'effectif de la société SANIMED s'est établi à 501 employés contre 450 au 31-12-2014, soit une hausse de 11.3%.

Durant cette même période, la hausse de la valeur ajoutée a été plus prononcée que celle des charges de personnel. Par suite, le ratio charges de personnel / Valeur ajoutée a enregistré une baisse à 55%.

Tout de même, ce ratio demeure élevé. En effet, les charges de personnel ont absorbé 55,1% de la valeur ajoutée de la société SANIMED.

Charges de personnel et Valeur Ajoutée



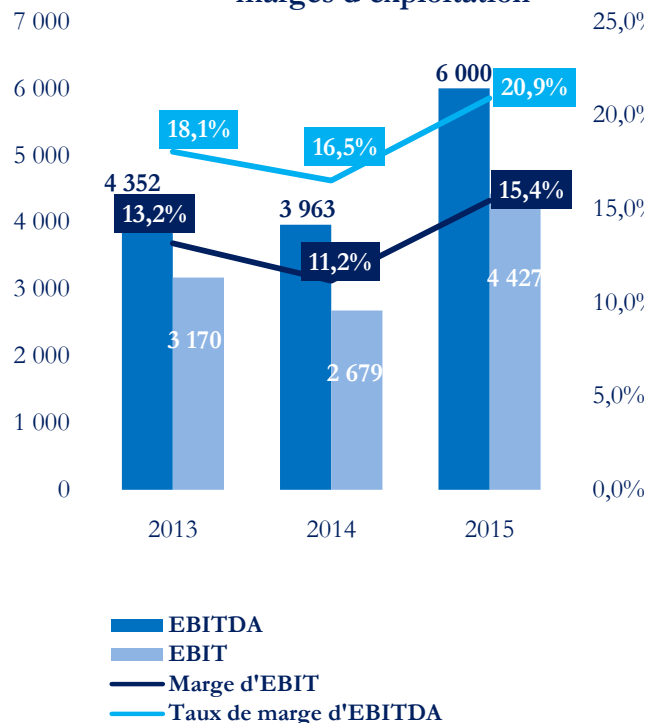
Excédent brut d'exploitation et résultat d'exploitation

L'EBITDA de la société SANIMED s'est établi à des niveaux confortables, soit 6 000 mDT à fin 2015. La SANIMED dégage des niveaux de rentabilité confortables. En effet, la marge d'EBITDA se situe en moyenne, entre 2013 et 2015, à 15,5%.

Ce taux a augmenté entre 2014 et 2015 de 16,5% à 20,9%, une amélioration qui trouve son origine dans l'accélération de la valeur ajoutée durant cette période.

Sur la même lignée, l'EBIT a suivi une tendance haussière durant cette période pour clore l'exercice 2015 à 4 427 mDT. Ainsi, le taux de marge d'EBIT a gagné des points en évoluant de 11,2% à 15,4%.

Evolution des résultats (mDT) et des marges d'exploitation



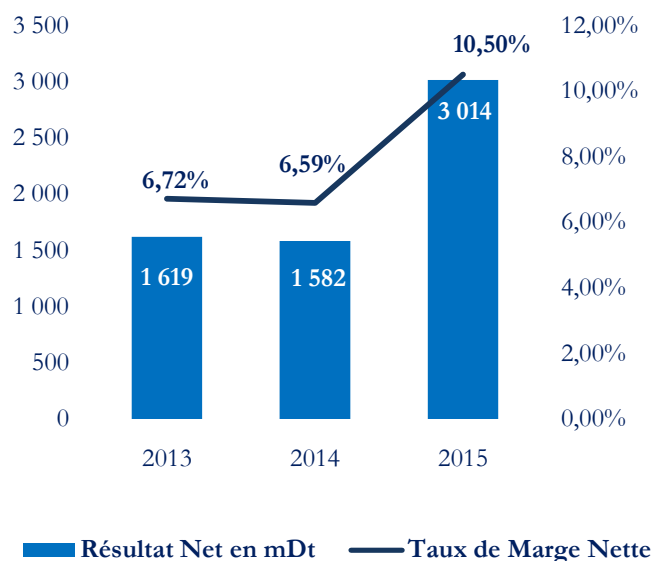
Résultat Net

La SANIMED a affiché une bonne résistance face à la conjoncture délicate qui a caractérisé le pays depuis fin 2010.

En effet, le résultat net de cette dernière a évolué au vert et sur une courbe haussière en passant de 1 619 mDT en 2013 à 3 014 mDT en 2015, soit une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 36,4%.

Suivant la même tendance, la marge nette de la société a connu une hausse de 378 points de base à 10,5% sur la même période. Ce niveau dégagé demeure confortable permettant à l'entreprise de jouir d'une dynamique de croissance importante.

Évolution de la marge bénéficiaire



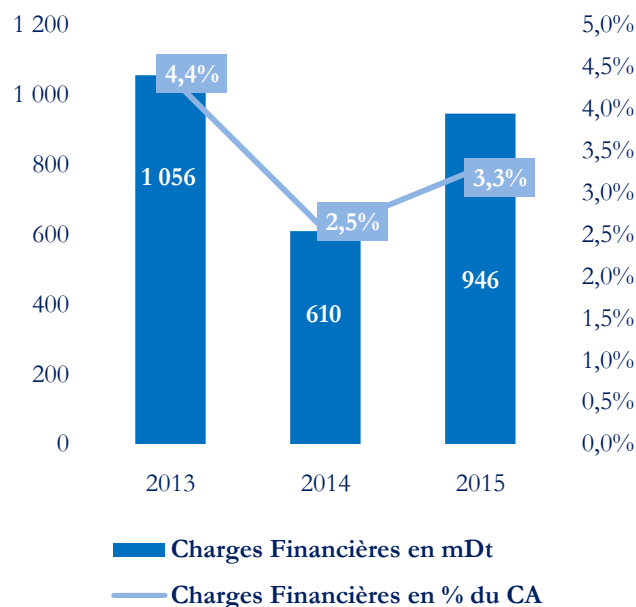
Charges Financières

Sur la période 2013-2015, les charges financières ont représenté en moyenne 3,4% du chiffre d'affaires de la société SANIMED.

La hausse de ces charges enregistrée en 2013 est attribuée aux nouveaux emprunts contractés par la société pour le financement de ses projets d'extension. Le ratio de couverture, (EBIT/Charges Financières), s'est inscrit à un niveau confortable (4,68), traduisant la capacité de la SANIMED à honorer ses engagements financiers.

Il est à rappeler que les charges financières ne représentent que 3,3% du chiffre d'affaires à fin 2015.

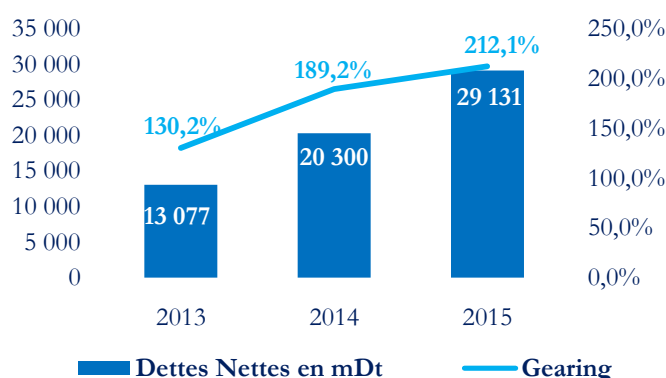
Évolution de la charge financière



Endettement Net

A partir de 2013, les dettes nettes ont connu une augmentation importante pour s'établir à 29 131 mDT à fin 2015, en raison de l'ascension des dettes bancaires de court et de long terme contractées par la société pour le financement de son plan de développement.

Endettement Net



En ce qui concerne la structure d'endettement de la société, une tendance baissière des dettes de court terme par rapport à la dette totale a été observée sur la période 2013-2015.

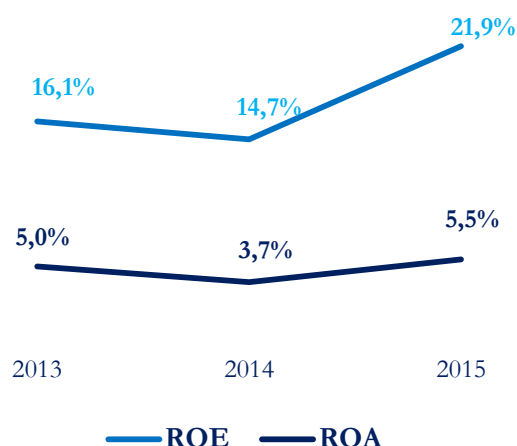
En effet, les dettes à court terme ont représenté 24,8% de la dette totale à fin 2015 contre 42,5% à fin 2013.

Rentabilité de la société

Courant la période [2012-2014], les niveaux de rendements des actifs et des capitaux propres de la Sanimed ont connu une baisse, couplée à une quasi-stagnation des revenus enregistrés au cours de la même période. Ceci à plaider en faveur la mise en place d'un plan d'investissement, visant à accroître la capacité de production de la société et en conséquent, l'amélioration de sa rentabilité économique et financière.

En 2015, des investissements réalisés ont engendré une ascension importante des réalisations commerciales et des bénéfices nets de la société.

Évolution de la rentabilité



Ceci s'est traduit par l'augmentation des rendements de l'actif et des capitaux propres à 5,5% et 21,9%, respectivement, permettant de constater la hausse de la productivité de la SANIMED, profitant du retour immédiat sur les investissements opérés.

Équilibre financier

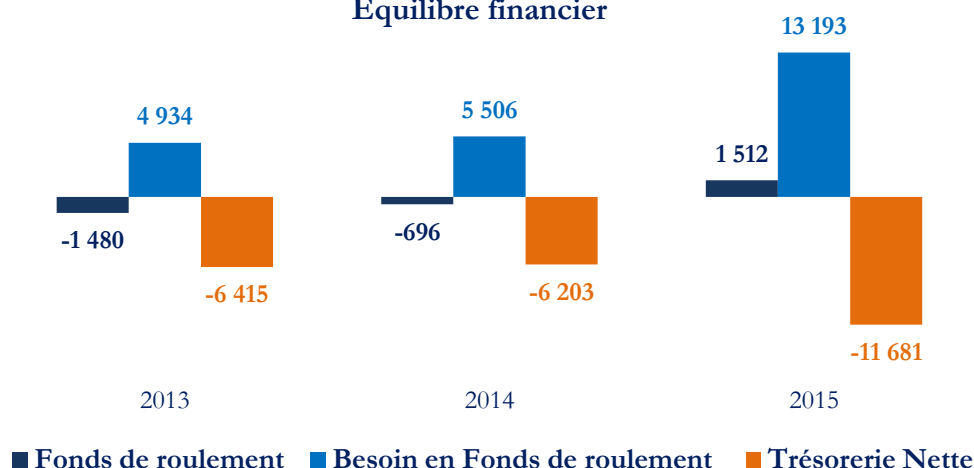
Du côté de l'équilibre financier, le besoin en fonds de roulement s'est élargi sur la période 2013-2015 de 82,1% pour s'établir à 11 681 mDT. Cette augmentation est essentiellement attribuée à l'importance des stocks et des créances clients.

Sur la même période, le fond de roulement s'est inscrit en amélioration significative de (+167,4%)%. Bien qu'il ait connu des niveaux négatifs en 2013 et 2014, en raison des investissements réalisés et la hausse des actifs immobilisés qui s'en est suivie, il retrouve en 2015 ses niveaux positifs pour s'établir à 1 512 mDT.

Ceci revient à l'accroissement des capitaux permanents engendré par une ascension des emprunts de long terme qui ont servi au financement de ses investissements.

Toutefois, tous ces travaux d'extension entrepris par la société lui ont privé de profiter de ses trésoreries d'exploitation positives dégagées à la fin de chaque exercice, et qui ont été toujours allouées au financement d'une partie de ses investissements. C'est ainsi que la trésorerie net ressort négative sur toute la période étudiée.

Équilibre financier

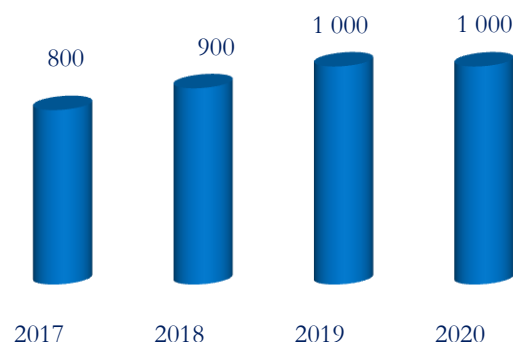


Perspectives d'avenir

Investissements futurs

Afin d'entretenir ses installations industrielles, la société SANIMED envisage d'entreprendre, courant la période 2017-2020), des travaux de maintenance préventive, indispensables pour leur durée de vie et leur bon fonctionnement, ce qui impacte directement les coûts de production. Les investissements de la période prévisionnelle seront financés en totalité par les fonds propres.

Investissements matériels de maintien

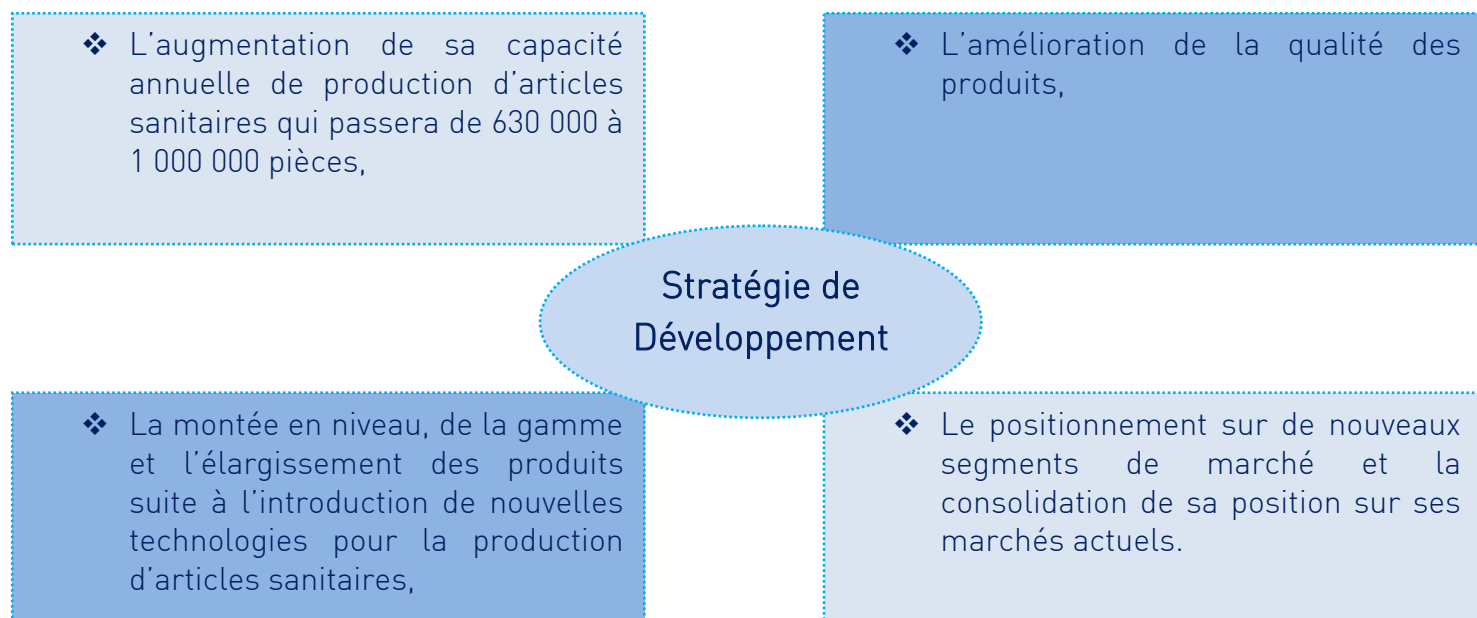


Objectifs de l'opération d'introduction en bourse

L'introduction en Bourse de la société SANIMED s'inscrit dans la vision stratégique permettant à la dite société d'atteindre les objectifs suivants :

- Accroître ses ressources propres et lever les fonds nécessaires pour financer son programme de développement,
- Renforcer sa notoriété auprès de ses clients locaux et étrangers et de l'ensemble de ses partenaires.

Afin de réaliser ses prévisions, SANIMED va adopter une stratégie de développement, axée sur :



Résultats prévisionnels et dividendes

En mDT	2015R	2016E	2017P	2018P	2019P	2020P
Revenus	28 706	36 453	40 934	44 106	47 471	51 069
<i>Progression</i>		27,0%	12,3%	7,7%	7,6%	7,6%
Marge Brute	16 740	20 641	23 252	24 821	26 512	28 289
Taux de Marge Brute	58,3%	56,6%	56,8%	56,3%	55,8%	55,4%
EBITDA	6 000	8 923	10 595	11 331	12 128	12 976
<i>Progression</i>	-	48,7%	18,7%	6,9%	7,0%	7,0%
Taux de marge d'EBITDA	-	24,5%	25,9%	25,7%	25,5%	25,4%
EBIT	4 427	5 754	7 399	8 208	9 082	9 992
<i>Progression</i>		30,0%	28,6%	10,9%	10,6%	10,0%
Taux de marge d'EBIT	15,4%	15,8%	18,1%	18,6%	19,1%	19,6%
Résultat Net	3 014	3 198	4 690	5 517	6 400	7 295
<i>Progression</i>		6,1%	46,7%	17,6%	16,0%	14,0%
Taux de marge nette	10,5%	8,8%	11,5%	12,5%	13,5%	14,3%
Dividendes			959	2 345	2 759	3 200
<i>Progression</i>	-	-	-	144,5%	17,6%	16,0%
Dividend Yield (année de distribution)	-	-	1,7%	4,1%	4,9%	5,7%
Pay-Out	-	-	30%	50%	50%	50%

Source: Business Plan de SANIMED

Recommandation

La société SANIMED jouit d'une expérience de plus de 16 ans dans le domaine de l'industrie des matériaux de construction, de la céramique et du Verre (IMCCV). Elle est classée 2^{ème} en termes de capacité installée en pièces et en tonnes en Tunisie.

Suite aux investissements réalisés, la SANIMED bénéficiera d'un avantage concurrentiel notoire puisqu'elle sera en mesure de proposer une offre de produits de qualité répondant aux standards internationaux avec des prix compétitifs. En effet, il y a lieu de constater ces dernières années, dans le contexte de la mondialisation de l'économie, un mouvement de délocalisation de l'industrie des articles sanitaires des pays développés à la recherche d'une compression des coûts de production.

De ce fait, d'importantes opportunités d'exportation s'offrent à SANIMED de par sa maîtrise technologique du processus de production d'une part, et des avantages de compétitivité relatifs aux coûts de production, dont la main d'œuvre spécialisée, d'autre part.

En dépit de la conjoncture actuelle, SANIMED tient bien ses marges et arrive à réaliser des niveaux confortables de marges brutes qui dépassent les 50%. Egalement, la société est dotée d'une structure financière saine et compte offrir une politique généreuse de dividendes avec un payout estimé de 50% en 2018.

Par ailleurs, les ratios de rentabilité de la société sont satisfaisants et se comparent favorablement par rapport à la concurrence. En effet, la (ROE) relative à l'année 2015 est de 21,9% et la (ROA) est de 5,5%.

Selon le Business Plan de la société, la situation financière de la SANIMED « post augmentation » va s'améliorer davantage. En effet, la société table sur un résultat net de 7 295 mDT à l'horizon de 2020.

Sur la base d'un prix d'introduction de 4,560 DT, la valeur de la SANIMED est de 1,21_x et de 4,9_x le chiffre d'affaires et l'EBITDA respectivement en 2016 estimé. En termes de bénéfices, le titre se transige à 12,32_x et à 12,06_x les bénéfices estimés de 2016 et de 2017 respectivement. Quant aux fonds propres, le titre est offert à 1,14_x et à 1,48_x ses capitaux propres respectivement en 2016_E et 2017_P.

Par conséquent, et au vu de cette valorisation attrayante, nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen et long terme.

MAXULA BOURSE

Département
Recherches & Analyses

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053
Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292
Fax: (+216) 71 960 565,

research@maxulabourse.com.tn
www.maxulabourse.com.tn