



Dénomination	SANIMED
Siège social	Route de Gremda Km10.5 - BP 68 Markez Sahnoun -3012 Sfax Tunisie
Tel /Fax	74 658 777/ 74 658 822
Site Web	www.sanimed.com.tn
E-mail	info@sanimed.com.tn
Forme juridique	SA
Législation Applicable	loi 93-120 du 27 décembre 1993, portant promulgation du code d'incitations aux investissements
Date de création	27/04/1998
Objet social	Fabrication des matériaux de construction et principalement les articles sanitaires de tous genres.
Registre de commerce	B149791998
Matricule fiscal	620514Y/A/M/000
Capital social	8 640 000 dinars
Nombre d'actions	8 640 000 actions ordinaires de nominal 1 dinar entièrement libérées
Staff	501 salariés dont 78% des ouvriers

Ses produits sont classés principalement en 3 familles :

- Les séries sanitaires,
- Les receveurs de douche,
- Les éviers de cuisines et autres.



Présentation de la société et de son activité

SANIMED est une SA créée en 1998 par le groupe ABDENNADHER avec un capital initial de 1,2 MDT. Son capital actuel est de 8,640 MDT.

La société opère dans le secteur des Industries des Matériaux de Construction, de la Céramique et du Verre (IMCCV) qui compte principalement cinq branches d'activité dont la **branche Céramique**. Cette dernière est répartie en 5 sous branches dont **les articles sanitaires** dans le cadre de laquelle la société exerce.

L'activité principale de SANIMED est la conception, la production et la commercialisation d'articles sanitaires en porcelaine vitrifié et grès fin pour les salles de bain et cuisines.

Présentation du secteur en Tunisie et dans le monde

Le secteur des IMCCV compte à fin décembre 2015, 450 entreprises employant 10 personnes et plus. L'effectif total de ces entreprises est de 30 272 personnes, soit 6% de l'effectif total du secteur industriel tunisien.

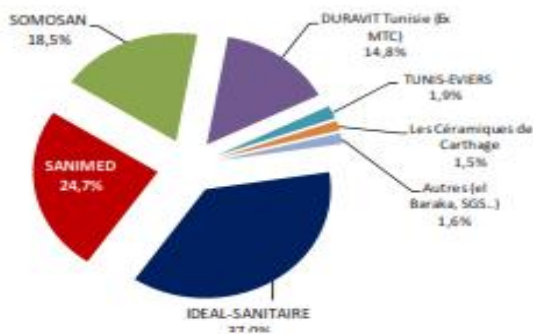
A fin décembre 2015, les investissements engagés par ces entreprises représentent 14,7% du total du secteur de l'industrie en Tunisie. Ces entreprises contribuent à hauteur de 2,4% dans les exportations de l'ensemble du tissu industriel en Tunisie.

La branche céramique contribue à hauteur de 28,7% dans la valeur totale de la production du secteur des IMCCV en 2015. Les articles sanitaires représentent 8,4% de la production totale de la branche et 2,4% des IMCCV en Tunisie.

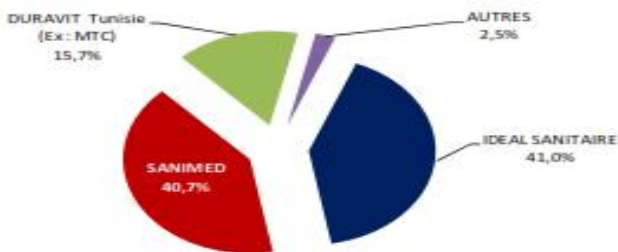
Au cours de la décennie 2004-2014, la production mondiale des articles sanitaires est passée de 216,6 à 349,3 millions de pièces, soit une progression de 61,3%, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de +4,9%.

L'Asie est la plus grande zone de production au monde avec 172 millions de pièces produites en 2014.

Positionnement des sociétés en terme de capacité installée en tonnes en 2015

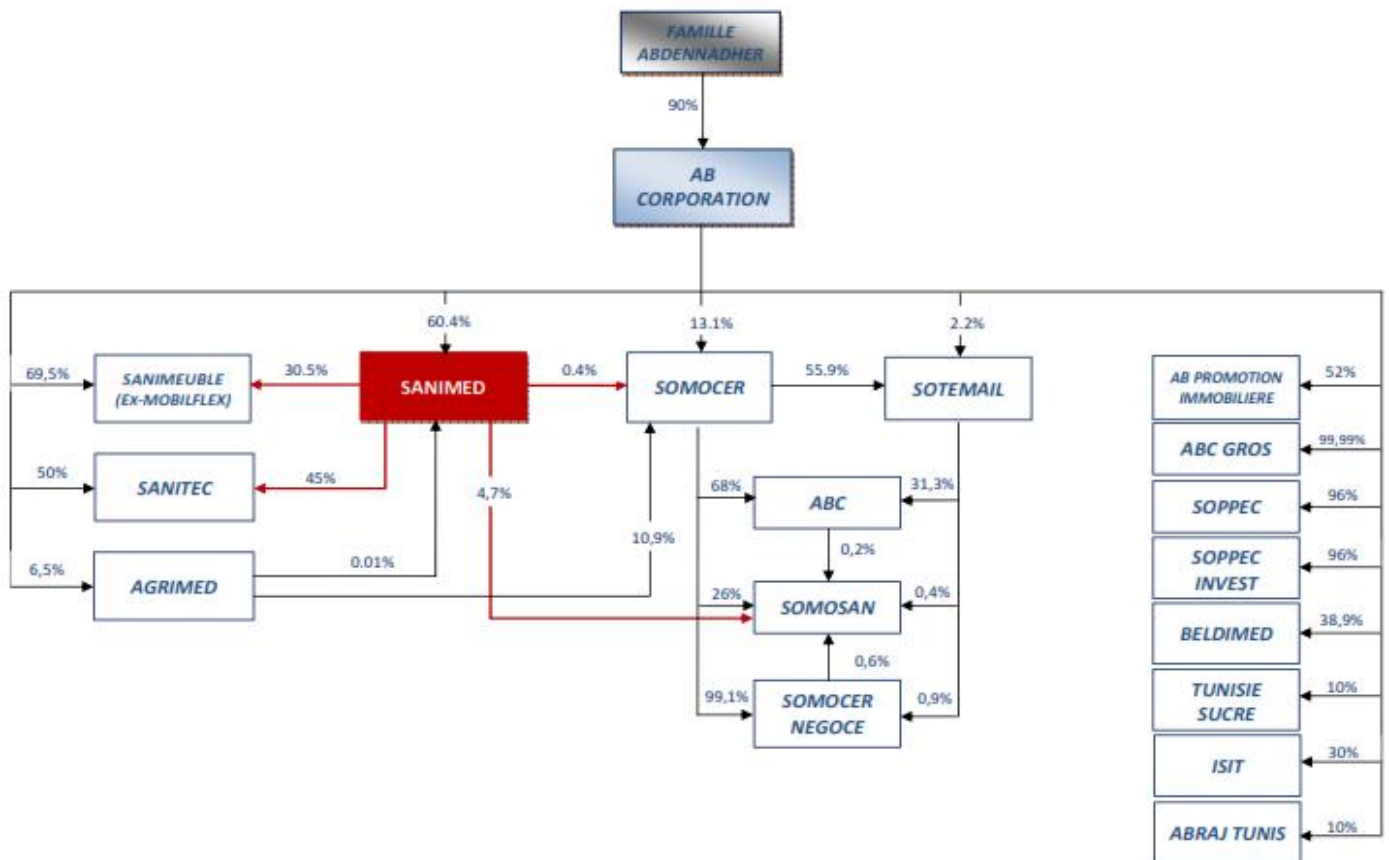


Part de marché en 2015



- La Tunisie importe les articles sanitaires de l'Europe principalement du Portugal et d'Espagne, de l'Afrique du Nord et de quelques pays d'orient tels que l'Egypte et la Turquie. Ces importations ont perturbé considérablement le secteur et les producteurs d'articles sanitaires en Tunisie.
- En 2015, les exportations en valeur ont progressé de 4,6% comparées à celles de 2014 et restent plus importantes que les importations.
- En 2015, le prix à l'importation a dépassé le prix de vente à l'export de 30,3%.

2016	<ul style="list-style-type: none"> • Entrée en exploitation de la nouvelle unité de production en janvier 2016 et augmentation de la capacité de production de 630 000 à 1 000 000 pièces. • Reconstitution de la certification NF pour les receveurs de douche par le CSTB France (en cours) • Finalisation en cours du projet d'introduction des titres de SANIMED sur le marché alternatif de la BVMT.
2015	<ul style="list-style-type: none"> • Actualisation du 2ème programme de mise à niveau portant sur un investissement présenté de 17 MDT. • Fin des travaux d'extension des unités de production.
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Reconstitution de la certification NF pour les receveurs de douche par le CSTB France
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Recadrage du programme d'investissement et début des travaux d'extension des unités de production visant la modernisation de l'outil industriel et l'augmentation de la capacité de production. • Coût de l'investissement actualisé : 31,2 MDT. • Renouvellement de la certification au référentiel ISO 9001 (version 2008) en novembre 2013.
2012	<ul style="list-style-type: none"> • Certification NF de plusieurs références de receveurs de douche par le CSTB France. • Décision de la réalisation d'une extension des unités de production afin d'augmenter la capacité annuelle
2010	<ul style="list-style-type: none"> • Augmentation de la capacité annuelle de production passant de 400 000 à 630 000 pièces.
2009	<ul style="list-style-type: none"> • Adhésion au deuxième programme de mise à niveau. Coût de l'investissement: 1,6 MDT. Plan réactualisé en 2015.
2007	<ul style="list-style-type: none"> • Certification au référentiel ISO 9001 (version 2000) en août 2007.
2002	<ul style="list-style-type: none"> • Adhésion au premier programme de mise à niveau. Coût de l'investissement : 7,4 MDT.
2000	<ul style="list-style-type: none"> • Changement de la forme juridique de la société en Société Anonyme. • Démarrage de la production en mars 2000.
1998	<ul style="list-style-type: none"> • Création de la société SANIMED, SARL avec un capital initial de 1,2 MDT, détenu à 50% par des personnes morales et physiques du groupe ABDENNADHER et 20% des fondateurs du groupe Italien GSI.



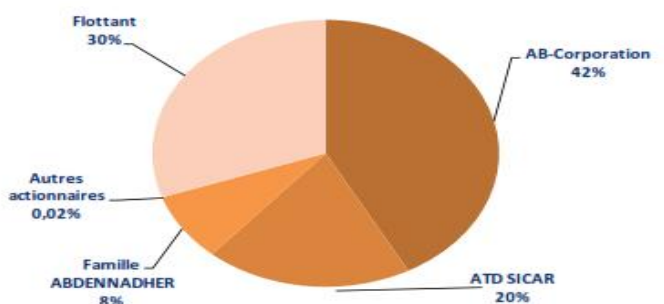
NB : Le groupe ABDENNADHER est constitué actuellement de 18 sociétés réalisant un chiffre d'affaires global de 312 414 mDT en 2015 et dont l'effectif avoisine les 2 500 employés. Le portefeuille d'activité du groupe peut être scindé en 5 pôles répartis comme suit :

- Industrie de la céramique et des articles sanitaires et industrie connexe : 6 sociétés ;
- Industrie agroalimentaire : 3 sociétés ;
- Commerce et distribution : 6 sociétés ;
- Promotion immobilière : 2 sociétés ;
- Société de gestion : 1 société.

Capital social avant introduction en Bourse



Capital social après introduction en Bourse



*** Les anciens actionnaires ont renoncé à leurs droits préférentiels de souscription à l'augmentation de capital, au profit des nouveaux souscripteurs. Cette renonciation se traduit par la suppression du droit préférentiel de souscription pour la totalité de l'augmentation du capital



Objectifs de l'introduction de SANIMED en Bourse

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

Avantage fiscal

SANIMED adhère à son deuxième programme de mise à niveau, le comité de pilotage du programme de mise à niveau COPIL a donc décidé lors de sa réunion du 29 avril 2016 conformément au Décret-loi n° 2011-100 du 21 octobre 2011, l'attribution d'une prime de mise à niveau de 975 000 dinars

Caractéristiques de l'introduction en Bourse

- **Nombre d'actions offertes :** 3 760 000 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 30,32% du capital social après augmentation
- **Valeur nominale:** 1 DT
- **Forme des actions:** Nominative
- **Catégorie:** Actions ordinaires
- **Période de souscription:** 05/12/16 - 16/12/16

Structure de l'Offre :

L'émission se fera comme suit:

	% de l'offre	Nombre d'actions offertes	Montant (DT)	% capital après augmentation
Offre à Prix Ferme	10,00%	376 000	1 714 560	3,03 %
Placement Global	50,00%	1 880 000	8 572 800	15,16%
Placement Privé	40,00%	1 504 000	6 858 240	12,13%
Total	100,00%	3 760 000	17 145 600	30,32%

NB : Les souscripteurs dans ce placement s'engagent à ne pas céder un titre en Bourse pendant 6 moi. A l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente.

1 seule Catégorie pour l'OPF	Nombre de titres	Montant (DT)	% du capital social	% de l'offre
Personnes physiques et/ou morales, tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 500 actions et au maximum 62 000 actions pour les non institutionnels et 376 000 actions pour les institutionnels,	376 000	1 714 560	3,03%	10,00%

Modalité de satisfaction des demandes de souscriptions :

Les demandes de souscriptions seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation, déterminé par le rapport quantité offerte / quantité demandée et retenue.

Le reliquat non servi sera reparti par la commission de dépouillement, sans que la part de chaque souscripteur ne dépasse 62 000 actions pour les non Institutionnels.

Pour l'OPF, en cas d'excédent de titres offerts non demandés, le reliquat sera affecté au Placement Global.

Les actions non souscrites dans le cadre du Placement Global pourraient être affectées à l'OPF et inversement.

Les titres non acquis dans le cadre du Placement Privé pourraient être affectés au Placement Global.

Contrat de liquidité

L'actionnaire de référence AB-CORPORATION s'est engagé à alimenter un contrat de liquidité pour une période d'une année à partir de la date d'introduction en Bourse des actions de SANIMED et qui se présente comme suit:

- Une somme en numéraire de 800 000 DT
- Un total de 176 000 actions.

Analyse SWOT

Forces

- Société certifiée ISO 9001 (V2008) et Certification «NF» des Receveurs de douche
- Haut niveau de savoir-faire et de qualification professionnelle de tout le personnel
- Expérience consolidée à travers des contacts internationaux avec les constructeurs de technologie, les fournisseurs d'émaux et de services;
- Unité de production à technologie moderne
- Importante capacité de production;
- Positionnement privilégié sur certains marchés à l'exportation;
- Part de marché importante (40,7% sur le marché local des articles sanitaires en céramiques);
- Adossement à un groupe de taille avec de fortes synergies entre les sociétés du même secteur en amont et en aval du processus de production;

Faiblesses

- Concentration des exportations sur quelques marchés
- Absence de certification « NF » pour les cuvettes, lavabos, bidets et éviers;
- Gamme de produits peu diversifiée;
- Effectif important traduisant le poids significatif de la masse salariale dans les charges d'exploitation.

Opportunités

- Secteur en croissance en tenant compte des projets Nationaux de construction programmés à partir de 2016;
- Limitation du marché parallèle et structuration du secteur par les pouvoirs publics;
- Exploration de nouveaux marchés;
- Atouts et potentiel de développement importants à l'export, essentiellement vers le Maghreb Arabe, l'Europe et les pays d'Afrique

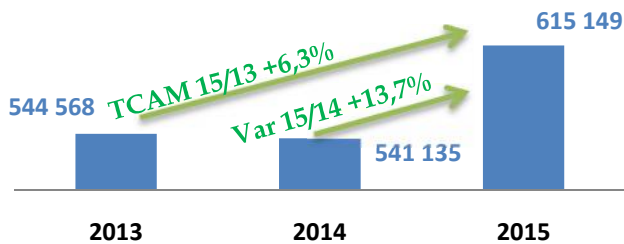
Menaces

- Secteur d'activité concurrentiel;
- Importations et concurrence informelle par les produits sanitaires provenant de l'Egypte et de la Turquie à des prix souvent très inférieurs aux coûts locaux de fabrication (dumping);
- Dévaluation du dinar par rapport à l'euro;
- Tendance à la hausse des prix de certaines matières premières.

Analyse financière de la société

Réalisations historiques

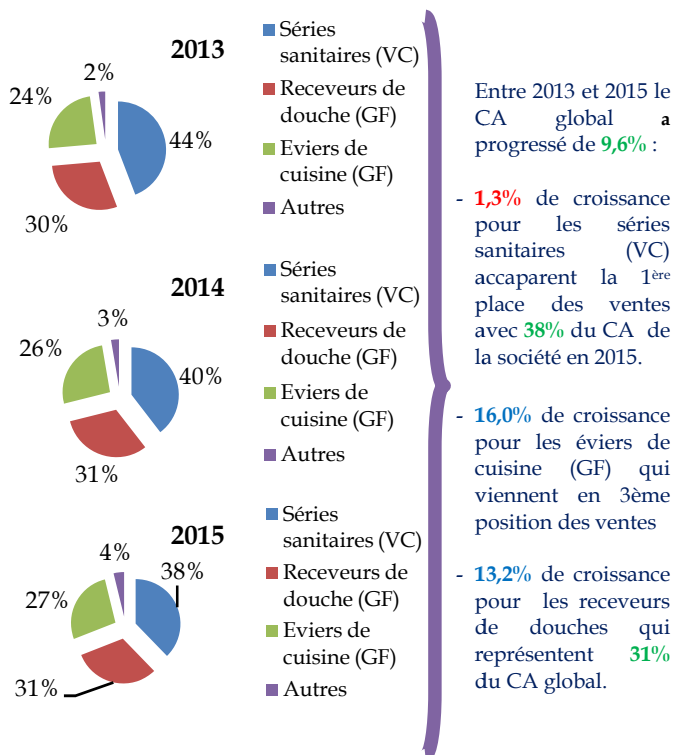
- Evolution de la production en pièces entre 2013 et 2015



Les investissements entrepris par la société depuis 2013, ont permis l'évolution de la production sur la période [2013-2015] à un TCAM de 6,3%.

NB: La ligne des pièces sanitaires en porcelaine désignée « Vitreous China » dépasse la ligne des pièces sanitaires en grès fin et reste la famille phare de la société avec 50% de contribution à la production en nombre de pièces.

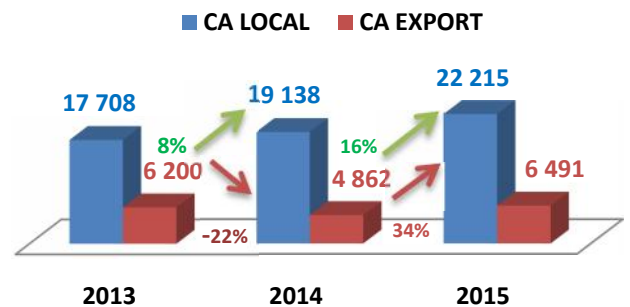
- Ventilation du CA par produit entre 2013 et 2015



NB : Sur le marché local, le principal concurrent de SANIMED est la société IDEAL SANITAIRE qui possède une capacité installée de production supérieure à celle de SANIMED et dispose d'une offre de produits plus étendue.

Les séries sanitaires confirment leur 1^{ère} place des ventes sur les 3 années consécutives mais avec un taux de croissance toutefois faible.

- Evolution du CA en m DT par marché entre 2013 et 2015

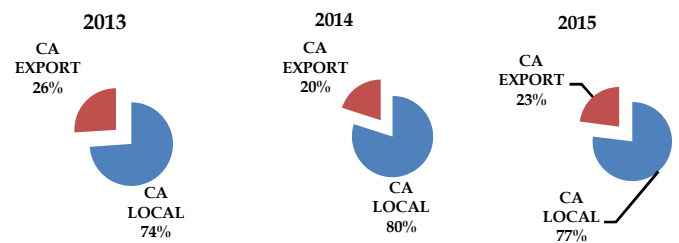


Les exportations de SANIMED sont destinées en particulier vers la Libye, l'Algérie, la France et l'Italie.

Malgré la baisse du CA vers la Libye (sa contribution dans les ventes à l'export sont passés de 62,9% en 2013 à 39,1 en 2015) elle reste la 1^{ère} destination à l'export de la société.

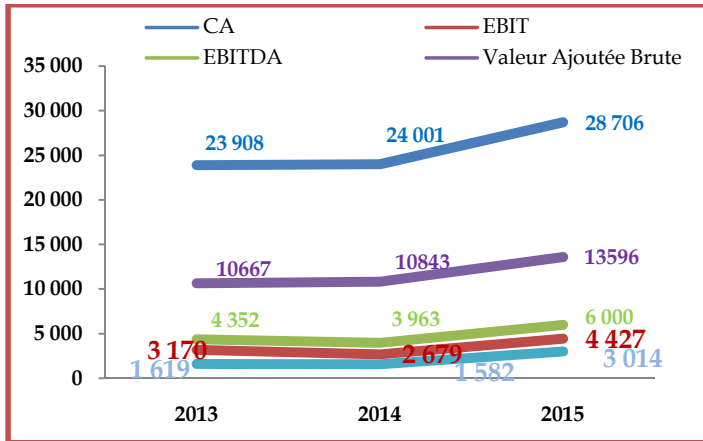
Les ventes en Algérie ont depuis 2013 affiché une croissance à deux chiffres et viennent en 2^{ème} position avec 35% en 2015.

La France est le 3^{ème} importateur de SANIMED avec 20% de contribution dans son CA global.



L'export représente 23% du CA de SANIMED en 2015. En 2015, 75% du CA à l'export revient à la vente des receveurs de douches.

▪ Evolution des marges et des indicateurs de gestion



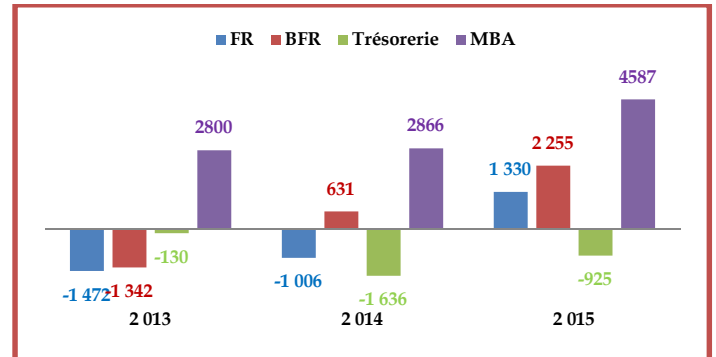
En 2015 l'activité de SANIMED dégage des marges positives et en croissance.

Indicateurs en Mdt	2013	2014	2015	Evol 13/15
Stocks	6 185	7 333	8 709	19%
Créances clients	4 134	3 998	6 145	25%
Fournisseurs	6 857	8 195	7 710	7%
Passifs non courants	8 364	15 373	23 907	70%
Actifs courants	12 775	15 336	18 577	21%
Passifs courants	14 255	16 341	17 247	10%
Ratio de liquidité générale	89,6%	93,8%	107,7%	10%
Ratio de solvabilité	69,1%	48,8%	43,2%	-20%
Charges de personnel	6 143	6 659	7 359	9%
Gearing	130,2%	231,8%	260,4%	45%

SANIMED a un réel problème de croissance continue de ses créances clients (leur TCAM entre 2013 et 2015 est de 25%).

Elle est ainsi confrontée à l'obligation de contracter des DCT pour financer son cycle d'exploitation ainsi que des DLMT qui évoluent à un TCAM de 70% : Son gearing s'est vu de ce fait devenir très élevé et croître à un TCAM de 45%.

▪ Evolution de la structure financière entre 2013 et 2015



Malgré que La marge brute d'autofinancement de SANIMED est positive et a fortement évolué entre 2014 et 2015 à 60%, et malgré que le FR ne cesse de s'améliorer sur la période avec une moyenne de 132%, le BFR croît au rythme de 200% sur la période et la trésorerie demeure négative et font apparaître de ce fait, une structure financière fragile et très vulnérable.

▪ Evolution de la rentabilité entre 2013 et 2015

	2013	2014	2015	VAR° 13/15
<i>Marge EBIT</i>	13,3%	11,2%	15,4%	11%
<i>Marge EBITDA</i>	18,2%	16,5%	20,9%	9%
<i>Marge Brute</i>	56,8%	57,3%	58,3%	1%
Taux de marge industrielle	40,8%	36,6%	44,1%	5%
<i>Taux de marge nette</i>	6,8%	6,6%	10,5%	28%
<i>Résultat Net en MDT*</i>	1.62	1.58	3.014*	88%
ROA (%)	4,42%	3,73%	5,49%	16%
ROE (%)	19,22%	17,29%	28,12%	26%

*dont 1,440 MDT au titre d'un dégrèvement physique

L'activité de la société dégage un niveau appréciable de marge nette de 8% en moyenne sur les 3 ans et des niveaux de rentabilité satisfaisants (ROE moyen = 21,5% et ROA moyen=4,55%) entre 2013 et 2015

Stratégie de développement et perspectives d'avenir

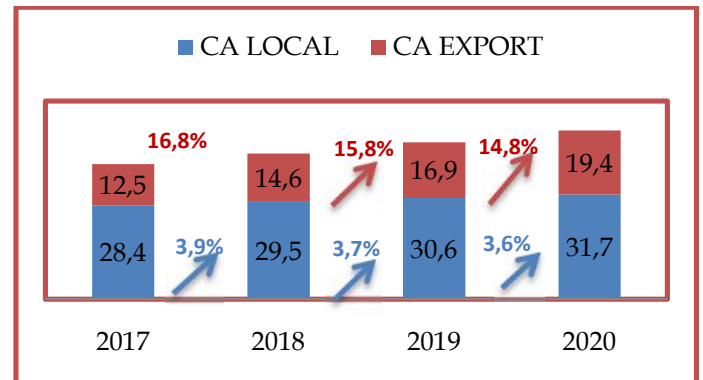
En 2013, SANIMED a entamé la réalisation de son plan d'investissement d'environ 30 millions de dinars pour l'agrandissement et le développement de son usine. (Nouvelles chaînes de production avec des équipements pour la préparation de la pâte, le coulage, le séchage, l'émaillage robotisé, la cuisson).

En janvier 2016, tous les investissements projetés ont été réalisés et les équipements industriels sont entrés en production. Les investissements, prévus au cours de la période prévisionnelle, seront financés en totalité par les fonds propres et se présentent ainsi:

Désignation/année	en Mdt			
	2017	2018	2019	2020
<i>Investissements matériels de maintien</i>	800	900	1 000	1 000
<i>Investissements immatériels</i>	0	0	0	-
Total investissements	800	900	1000	1000

La stratégie future de la société s'orientera durant la période [2016-2020] autour ces principaux axes :

- Une production équivalente, en 2016, à 73% de la capacité technique installée et qui évolue progressivement pour atteindre les 92% en 2020.
- Une évolution des quantités produites avec une progression de 18% en 2016, de 9% en 2017 et de 5% entre 2018 et 2020.
- Les quantités vendues représentent 99% de la production au cours de la période 2016-2020 et évoluant de 18% en 2016 puis de 9% en 2017 et se stabilisera à 5% jusqu'à 2020. Ainsi, les stocks de produits finis seront augmentés chaque année de la période prévisionnelle, de 1% de la production de l'année.
- Ainsi, les revenus prévisionnels enregistreront une augmentation significative de (+27%) en 2016 par rapport à 2015 et la structure des ventes sera comme suit :



NB : La part des Revenus provenant des ventes sur le marché local passe de 72% des revenus totaux en 2016 à 62% en 2020.

- La société s'approvisionne en argile, chamottes kaolins, plâtre et colorant essentiellement auprès des fournisseurs étrangers (la Turquie, l'Espagne, l'Angleterre, et le Portugal). Les achats de matières premières importées sur la période du BP, effectuées généralement en euro, tiennent compte de la dévaluation du dinar et son impact sur la hausse des prix des importations et évolueront au taux moyen de 13% sur la période.
- Le taux de la marge brute est en moyenne de 56% au cours de la période prévisionnelle
- Le taux de la marge nette passe de 11% en 2015 à 14% en 2020 suite à la baisse relative du poids des dotations aux amortissements et des charges financières :

Désignation/année	2016	2017	2018	2019	2020
<i>Résultat net</i>	3,198	4,690	5,517	6,400	7,295
<i>Taux de marge nette (%)</i>	9%	11%	13%	13%	14%

- Suite à la baisse du délai moyen de rotation des stocks (qui passe à 91 jours) et du délai moyen de paiement clients, le BFR est en moyenne de 28 jours du CA hors taxes sur la période prévisionnelle.
- Une politique de distribution des dividendes de 30% du résultat de l'exercice 2016 et 50% du résultat de l'exercice 2017 à 2019

Evaluation

Méthodes retenues

<ul style="list-style-type: none"> • VE: 83,138 • V FP: 47,383 • Prix action: 5,48 • Pondération: 30% 	<ul style="list-style-type: none"> • VE: 77,133 • V FP: 41,378 • Prix action: 4,79 • Pondération: 30% 	<ul style="list-style-type: none"> • V FP: 41,124 • Prix action: 4,76 • Pondération: 30%
DCF	EVA	MULTIPLES

Prix proposé

La synthèse des travaux d'évaluation de la société SANIMED, selon les trois méthodes d'évaluation retenues, fait ressortir une valeur des FP de 43,295 MDT, soit une valeur par action de 4,56 DT après attribution d'une décote de 9%.

Le prix par action proposé de 4,560 DT, correspond aux multiples suivants pour les exercices 2015 et 2016 (sur la base d'une capitalisation de 39,4MDT) :

VE/EBITDA 2015	11,42
VE/EBITDA 2016	7,68
VE/EBIT 2015	15,48
VE/EBIT 2016	11,91
PER 2015	13,07
PER 2016	12,32
PBK 2015	2,87
PBK 2016	1,15

Remarques TSI :

- Un sérieux problème de recouvrement des créances clients d'un montant de 1,398 MDT dont 0,980 MDT en phase d'exécution avec des jugements définitifs.
- SANIMED a fait l'objet d'une vérification fiscale approfondie sur la période [2004-2012] et a touché: IS /TCL /FODEC/FOPROLOS/TFP/RS et TVA → Son risque fiscal s'élève alors à 231 KTND au titre de 2014 et à 386 KTD pour 2015.

- Un niveau d'endettement élevé du fait d'un recours important aux crédits d'investissements et de gestion pour financer ses activités → risque élevé d'alourdissement des charges financières induit par une augmentation des taux d'intérêts.
- Les travaux de Due Diligence ont fait apparaître :
 - La non constatation par la société d'une provision de 0,575 MDT sur les titres de participation de SANIMED dans le capital de SOMOSAN qui connaît des difficultés d'exploitation depuis quelques années
 - La somme de 3,689 MDT relative à des effets escomptés et chèques affacturés, est suivie en hors bilan

Recommandation

Dans le cadre de l'IPO, la valorisation retenue a pris en considération les ajustements mis en valeur par les travaux de Due Diligence.

Toutefois, le taux de croissance retenue pour la période du BP nous paraît optimiste bien qu'il s'est basé sur les prévisions du plan quinquennal de développement pour la période [2016-2020] : sa réalisation nous semble tributaire de plusieurs facteurs exogènes (sécuritaire, économiques...) en Tunisie et à l'international (Libye).

Les fondamentaux et les niveaux de rentabilité de la société sont appréciables quoique son gearing et son BFR soient élevés.

Son adossement au Groupe Abdennadher (grâce à la synergie de groupe) en plus des investissements déjà entrepris (elle est à présent bien outillée en matériel et en technologie avancée) ne peuvent que se répercuter positivement sur ses performances futures.

En plus, la société s'est engagée à distribuer 30% de son résultat au titre de l'exercice 2016 avec un Yield de 1,6% et 50% sur la période [2017-2020] : un point positif pour une société cotée sur le marché alternatif.

Au vu de tous ces faits, et réconforté par un PER₂₀₁₆ après IPO de 17,7x en ligne avec celui du marché alternatif, nous recommandons de souscrire au titre SANIMED dans une optique de placement à moyen terme.