

Souscrire (Sc)

Cap sur une croissance pérenne

La société SANIMED, filiale du « groupe » ABDENNADHER et acteur clé dans l'industrie des matériaux de construction fait son entrée sur le marché alternatif.

Couronnement de deux décennies d'expérience dans la fabrication des articles sanitaires, l'ouverture du capital au public permettra à la société de lever 17MDt sur le marché pour rééquilibrer sa structure financière.

Grâce à son ancienneté et à sa position dominante sur le marché, la société affiche de bons fondamentaux et des niveaux de rentabilité appréciables.

Les investissements étant finalisés, SANIMED est aujourd'hui bien outillée pour renforcer sa compétitivité et atteindre de nouveaux paliers de croissance.

SANIMED s'introduit sur la base d'un P/E 2017^e de 12.1x, un niveau de valorisation attrayant mais qui reste fortement tributaire du respect du business plan. Nous voyons dans le titre une bonne opportunité d'investissement, une valeur de croissance adossée à un groupe intégré. Nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme.

Prix 4.560 DT

Capitalisation Boursière post IPO :
56.5 MDT

Période de souscription

Du 5 au 16 décembre 2016 inclus

	SANIMED/Marché	
PER 2017e	12,1x	12,3x
P/B 2016e	1,6x	1,7x
Yield 2016e	1,7%	3,6%
ROE 2016e	14,2%	-

■ Présentation de la société :

Fondée en 1998, SANIMED est une société spécialisée dans la production d'articles sanitaires pour les salles de bain et cuisine. La société appartient à la famille ABDENNADHER, qui est essentiellement présente dans l'industrie des matériaux de construction (avec deux sociétés cotées en Bourse: Somocer et Sotemail), mais également dans l'industrie agroalimentaire.

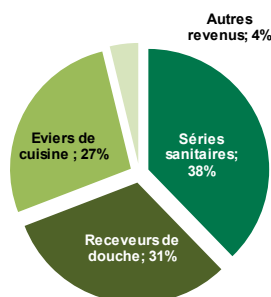
Actionnariat post IPO :

Famille ABDENNADHER:	50%
ATD SICAR:	20%
Flottant :	30%

Forte d'une expérience de 20 ans sur le marché, SANIMED possède à son actif une large gamme de produits qui lui permet de s'adapter à la demande évolutive des clients. Les produits SANIMED peuvent être regroupés en quatre principales familles : (1) les séries sanitaires (lavabo, cuvettes, réservoirs à eau et bidet), qui représentent le produit phare de la société avec une part de 38% dans le CA, (2) les receveurs de douche, (3) les éviers de cuisine (4) et les produits complémentaires (vasques, bols et consoles et accessoires).

SANIMED est substantiellement resté un « Brand name » local. La société réalise la majeure partie de ses ventes sur le marché local (77% des ventes) ; marché sur lequel elle se classe 1^{ère} ex-aequo avec le fabricant « Ideal Sanitaire » avec une part de marché de 41%. SANIMED assure la couverture du territoire tunisien, grâce à un réseau de distribution composé, essentiellement, de grossistes et de revendeurs.

Répartition des revenus par famille de produits



Depuis sa création, la société s'est engagée dans une démarche de certification qui lui a ouvert les portes de l'export. Contribuant à hauteur de 23% dans le chiffre d'affaires total, l'activité export est peu diversifiée. Elle reste fortement exposée aux marchés voisins, à savoir la Libye (39% des exports) et l'Algérie (35% des exports).

Consciente de l'enjeu concurrentiel, la société a entrepris deux programmes de mise à niveau successifs. S'achevant en 2015, le dernier programme a consacré une enveloppe de 30MDt à la modernisation des équipements, à l'extension de l'usine actuelle et à l'augmentation des capacités de production à 1 million de pièces par an. Cette politique d'investissement soutenue a augmenté le niveau d'endettement du groupe, ce à quoi a répondu la société en opérant une augmentation de capital, objet de la présente introduction en Bourse.

■ Répartition de l'offre :

L'introduction de la société SANIMED sur le marché alternatif se fera via une levée de fonds de 17MDt, représentant 30.32% du capital post augmentation. Le prix l'action a été fixé à 4.560Dt, soit une capitalisation boursière post augmentation de 56,5MDt.

L'offre sera répartie comme suit :

- 1,7MDt dans le cadre d'une offre au public (10% de l'offre),
- 8,6MDt dans le cadre d'un placement global auprès d'institutionnels* (50% de l'offre) désirant acquérir un montant minimum de 250 000Dt,
- 6,9MDt dans le cadre d'un placement privé* (40% de l'offre), réservé aux investisseurs désirant acquérir un montant minimum de 250 000Dt.

Placement auprès du public	Nombre d'actions	Montant
Institutionnels tunisiens et/ou étrangers et personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, sollicitant au minimum 500 actions (2,4KDt) et au maximum 62 000 actions (283KDt) pour les non institutionnels et 376 000 actions pour les institutionnels (1,7MDt).	376 000	1 714 560

*: En 2016, SANIMED a adhéré à son deuxième programme de mise à niveau agréé par les autorités compétentes. Cette adhésion permet d'inscrire l'augmentation de capital de la société dans le champ d'intervention des SICAR et des FCPR au sens du décret-loi n° 2011-100 du 21 octobre 2011 portant sur l'adaptation des avantages fiscaux relatifs au réinvestissement dans le capital risque.

■ Analyse financière historique

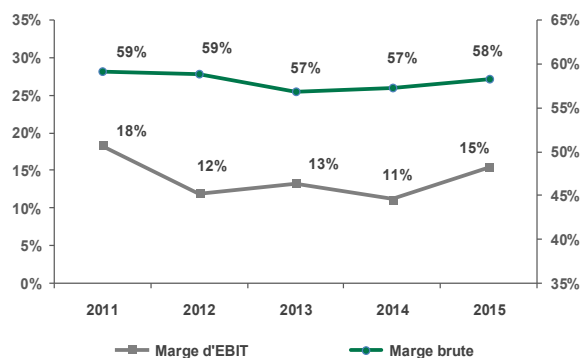
Sur les cinq dernières années SANIMED a affiché une résistance salutaire face à une conjoncture morose. Profitant de l'extension des capacités de production et d'une montée en gamme progressive, la société a réalisé une croissance de ses ventes de 11% à 29MDt, en 2015. Cette performance été alimentée tant par le marché local (+10%) que par l'export (+13%).

SANIMED s'approvisionne majoritairement à l'étranger. Elle est, de ce fait, confrontée à la volatilité des prix des matières importées (quartz, argile, kaolin) mais également au glissement du Dinar par rapport à l'Euro et au Dollar. Par ailleurs et du fait de la nature énergivore de l'activité, la facture énergétique représente une part non négligeable des coûts supportés par la société (23% des achats).

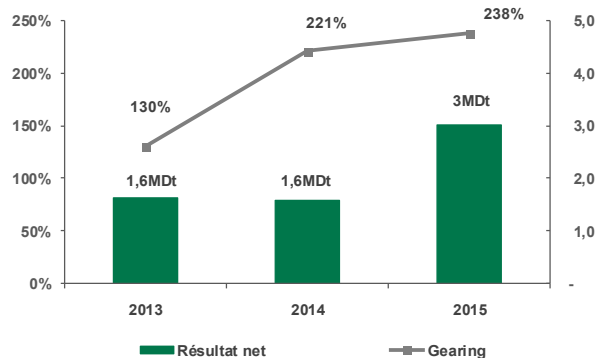
Face à cette situation, SANIMED a focalisé ses efforts sur l'amélioration de la productivité ce qui lui a permis de défendre globalement ses marges. Sur l'intervalle 2011-2015, le fabricant des articles sanitaires a affiché une marge brute moyenne de 58%. Un niveau respectable si l'on compare aux deux filiales cotées du groupe ABDENNADHER: SOMOCER (48% de marge brute moyenne sur le même intervalle) et SOTEMAIL (une moyenne de 37% sur la période).

SANIMED a beau exercer une activité fortement consommatrice de main d'œuvre, elle a pu maintenir une bonne rentabilité opérationnelle. Les investissements engagés dans la technologie et la modernisation des « process » de production, ont permis à la firme de maîtriser les dépenses salariales dans un climat social tendu. Ainsi, le résultat d'exploitation a crû de 6% en moyenne, sur la période 2011-2015, à 4,4MDt, soit une marge d'exploitation de 15,4%.

Evolution de la marge brute et de la marge d'EBIT sur la période 2011-2015



Evolution du résultat net et du gearing de la société SANIMED



Du côté de la rentabilité, la résistance a été encore plus salutaire. L'adossement de la société au groupe ABDENNADHER lui permet d'obtenir des financements à des conditions privilégiées et de ménager au passage sa capacité bénéficiaire. Avec une marge nette de 7,6%, SANIMED affiche une rentabilité stable dans le temps.

Certes, les programmes d'investissement successifs ont permis à SANIMED de développer son activité et d'atteindre de nouveaux paliers de rentabilité, il n'en demeure pas moins qu'ils ont altéré sa structure financière. A fin 2015, la société affiche une dette nette de 33MDt ; un niveau supérieur à 2x ses fonds propres qui devrait revenir à des niveaux gérables dans la foulée de l'augmentation de capital (Gearing 2016^e de 14%).

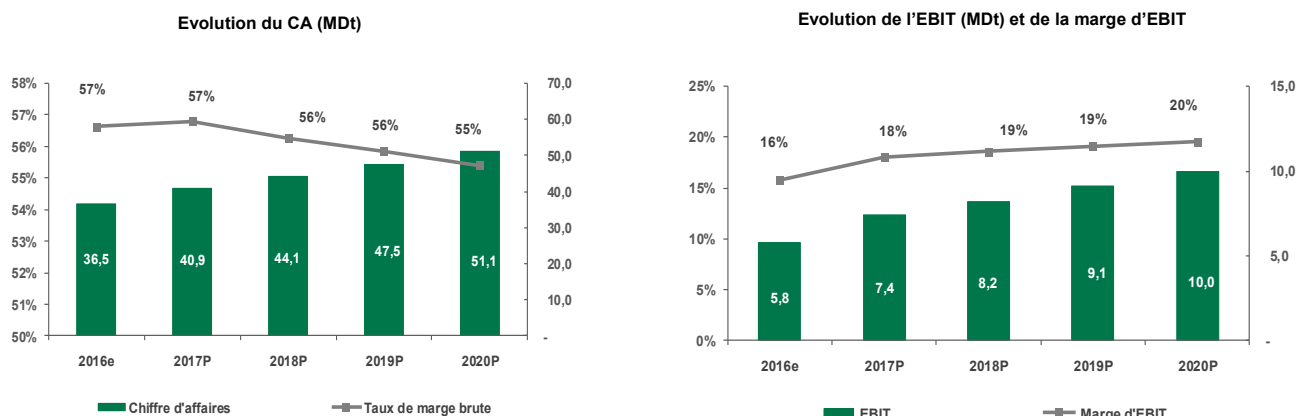
Un deuxième bémol caractérise les comptes de SANIMED. C'est l'importance de son BFR. Supportant de longs délais de paiement (allant jusqu'à à 120 jours) et un important stock de sécurité, la société se trouve contrainte de mobiliser des crédits bancaires à court terme pour financer son cycle d'exploitation.

■ Perspectives de développement :

L'investissement majeur opéré, la société SANIMED aborde une nouvelle étape de son développement placée sous le signe de la croissance organique. Une croissance plus saine qui profiterait de :

- L'entrée en production de la nouvelle extension de l'usine, depuis janvier 2016, dotant SANIMED d'une capacité de production similaire à son concurrent Ideal Sanitaire,
- L'utilisation de nouvelles technologies de production, permettant de monter en gamme, d'optimiser la productivité et d'être plus compétitive à l'export.

Sur la base du business plan qui s'étale sur la période 2015-2020, le chiffre d'affaires devrait enregistrer une progression moyenne de 12% pour atteindre 51MDt à l'horizon 2020. Cette expansion serait plus soutenue par les exportations (+24%) que par les ventes locales (+7%). Futur relais de croissance pour SANIMED, l'export générerait 38% des revenus de la firme d'ici 2020 (contre une contribution de 23% à fin 2015).



La marge brute devrait suivre la même tendance évoluant de 11%, en moyenne, à 28MDt. Ce rythme nous semble dans les cordes de la société puisqu'il correspond à un taux de marge moyen de 56%, inférieur à la moyenne historique (58% sur la période 2011-2015).

L'amélioration de la marge brute couplée à la maîtrise des charges de personnel devraient permettre à SANIMED de booster sa rentabilité opérationnelle. La marge d'EBIT s'établirait, en moyenne, à 18% sur les cinq prochaines années (contre une moyenne de 14%, sur la période 2011-2015). La croissance de l'activité couplée au rebond des marges se matérialiserait, in fine, par un bénéfice net supérieur à 4MDt à partir de 2017.

Parallèlement, les équilibres financiers de la société SANIMED devraient s'améliorer à travers cette introduction en bourse. Le renforcement des fonds propres, couplé à une optimisation du BFR ne manquerait pas de soulager la trésorerie de la société. Celle-ci devrait permettre de financer les investissements de maintien et de rémunérer les actionnaires (un payout de 30% en 2017 qui sera porté à 50% à partir de 2018).

■ Valorisation et opinion de Tunisie Valeurs :

La valorisation de la société de SANIMED a été réalisée sur la base de 3 méthodes d'évaluation. Après décote, les travaux d'évaluation ont abouti à une valorisation preMoney de 39.4MDt. Compte tenu de la levée de fonds propres (17MDt), la valorisation de la société sera portée à 56.5MDt, correspondant à un PER2017e de 12.1x. Outre sa valorisation intéressante, SANIMED présente des atouts qui justifient un positionnement sur le titre : un acteur incontournable dans l'industrie des articles sanitaires, un potentiel de croissance important à moyen terme, une entreprise adossée à un groupe de renom et une situation financière post augmentation assainie.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF en veillant au respect du business plan.

Business plan de la société SANIMED (en Dt)

	2014	2015	2016e	2017P	2018P	2019P	2020P
Revenus	24 000 692	28 705 893	36 453 248	40 934 443	44 106 290	47 470 977	51 069 486
<i>Progression</i>	0%	20%	27%	12%	8%	8%	8%
Marge brute	13 747 420	16 740 308	20 640 695	23 252 139	24 821 459	26 511 788	28 289 379
<i>Progression</i>	1%	22%	23%	13%	7%	7%	7%
Taux de marge brute	57%	58%	57%	57%	56%	56%	55%
Charges de personnel	6 659 115	7 358 833	7 956 058	8 433 422	8 939 427	9 475 793	10 044 340
<i>Progression</i>	8%	11%	8%	6%	6%	6%	6%
Autres charges d'exploitation	3 125 129	3 381 707	3 761 138	4 223 495	4 550 756	4 897 915	5 269 198
<i>Progression</i>	2%	8%	11%	12%	8%	8%	8%
EBITDA	3 963 176	5 999 768	8 923 499	10 595 222	11 331 276	12 138 080	12 975 841
<i>Progression</i>	-9%	51%	49%	19%	7%	7%	7%
Marge d'EBITDA	17%	21%	24%	26%	26%	26%	25%
Dotations aux amortissements et provisions	1 284 212	1 572 888	3 169 192	3 196 222	3 123 610	3 055 939	2 983 750
<i>Progression</i>	9%	22%	101%	1%	-2%	-2%	-2%
Résultat d'exploitation	2 678 964	4 426 880	5 754 307	7 399 000	8 207 666	9 082 141	9 992 091
<i>Progression</i>	-15%	65%	30%	29%	11%	11%	10%
Marge d'EBIT	11%	15%	16%	18%	19%	19%	20%
Résultat Net	1 581 963	3 014 371	3 198 238	4 689 999	5 517 441	6 400 354	7 294 470
<i>Progression</i>	-2%	91%	6%	47%	18%	16%	14%
Marge nette	7%	11%	9%	11%	13%	13%	14%

Source : Document de référence de la société SANIMED.

Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU
Lilia KAMOUN TURKI
Hamza BEN TAARIT
Asma BEN SALAH

Mail : recherche@tunisievaleurs.com