

## Informations boursières :

Secteur: Industrie céramique

Prix: **4,560 dinars**

Valeur Nominal: 1 dinars

Capital social : 8 640 000 dinars

Nombre d'actions offertes: 3 760 000 actions

Montant de l'offre : 17 145 600 dinars.

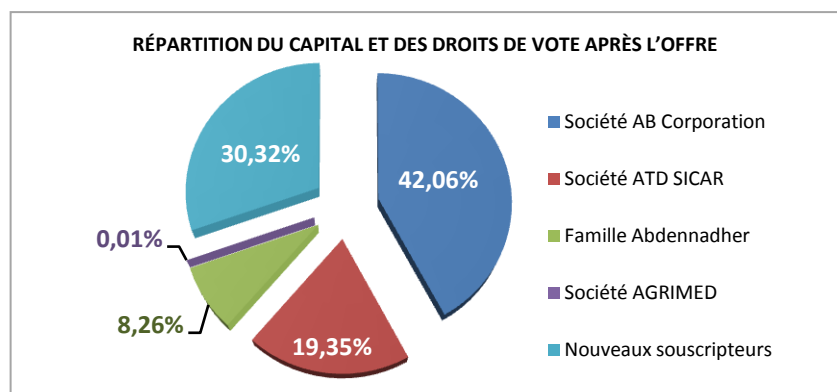
Jouissance des actions : 1<sup>er</sup> janvier 2016.

Période de l'offre : 05 Décembre au 16 Décembre 2016 inclus.

Capitalisation boursière après introduction : 56 544 000 dinars.

## Actionnariat :

Actionnaires	% du capital	
	Avant Offre	Après Offre
Société AB Corporation	<b>60,36%</b>	<b>42,06%</b>
Société ATD SICAR	27,78%	19,35%
Famille Abdennadher	11,84%	8,26%
Société AGRIMED	0,01%	0,01%
Nouveaux souscripteurs		<b>30,32%</b>
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>



## Objet social :

SANIMED, société tunisienne anonyme dont le capital social s'élève à 7 200 000 TND. Créée en 1998, elle a pour activité la conception, la fabrication et la commercialisation des articles sanitaires en porcelaine vitrifiée et grés fin pour les salles de bain et cuisines.

## Points Forts / Opportunités:

- Société certifiée ISO 9001 (V2008);
- Certification « NF » des Receveurs de douche;
- Expérience consolidée à travers notamment des contacts internationaux avec les constructeurs de technologie, les fournisseurs d'émaux et de services;
- Part de marché importante (40,7% sur le marché des articles sanitaires en céramiques);
- Atouts et potentiel de développement importants à l'export, essentiellement vers le Maghreb Arabe, l'Europe et les pays d'Afrique ;

## Points Faibles / Menaces :

- Concentration des exportations sur quelques marchés;
- Absence de certification « NF » pour les cuvettes, lavabos, bidets et éviers;
- Secteur d'activité concurrentiel ;
- Importations et concurrence déloyale particulièrement 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;

## Objectifs de l'introduction en bourse :

L'introduction de SANIMED sur le marché alternatif de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis permettra d'atteindre les objectifs suivants :

- Accroître les ressources propres de la société et lever les fonds nécessaires pour financer l'investissement réalisé de 30MD;
- Renforcer la notoriété de l'entreprise auprès de ses clients locaux et étrangers et de l'ensemble de ses partenaires.

**Ratios Boursiers :**

	2015	2016p
P/E	13,07	12,32
VE/CA	2,39	1,21
VE/EBITDA	11,42	4,94
VE/EBIT	15,48	7,66

**Données Financières :**

	2015	2016p
BPA	0,349	0,258
DPA	-	0,077
ROE	28,12%	10,21%
ROA	5,49%	5,05%
Gearing	212,12%	13,55%
Div yield	0,00%	1,70%

**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'émission se fera par le moyen d'une OPF répartie comme suit :

**1. Une Offre à Prix Ferme** de 376 000 actions nouvelles à émettre en numéraire, et seront offertes à une seule catégorie :

Catégories	Nombre d'actions	% de l'Offre	% du capital social
Institutionnels tunisiens et/ou étrangers et Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, sollicitant au minimum 500 actions et au maximum 62 000 actions pour les non institutionnels et 376 000 actions pour les institutionnels	376 000	10%	3,03%
<b>Total</b>	<b>376 000</b>	<b>10,00%</b>	<b>3,03%</b>

**Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante**

Les demandes de souscriptions seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation, déterminé par le rapport quantité offerte / quantité demandée. 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. Dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme, en cas d'excédent de titres offerts non demandés, le reliquat sera affecté au Placement Global.

**2. Un Placement Global**

Dans le cadre du Placement Global, 1 880 000 actions nouvelles, émises à l'occasion de l'augmentation de capital, soit 15,16% du capital après réalisation de l'augmentation seront offertes à des investisseurs institutionnels ou autres qu'institutionnels tunisiens et/ou étrangers désirant souscrire au minimum pour un montant de 250 000 DT.

Les demandes de souscription seront centralisées auprès d'un syndicat de placement composé par les intermédiaires en bourse AFC et MAXULA BOURSE et dirigé par AFC désigné comme établissement chef de file. La demande de souscription doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 54 824 actions, soit l'équivalent d'un montant minimum de 250 000 DT ni supérieur à 620 000 actions pour les institutionnels et à 62 000 actions pour les non institutionnels.

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

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 citées ci-dessus fixées préalablement au vendeur et ce pour la période restante.

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

### 3. Un Placement Privé

Dans le cadre du Placement Privé, 1 504 000 actions nouvelles représentant 12,13% du capital de la société après augmentation seront offertes. 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. Toutefois, les titres non acquis dans le cadre du Placement Privé pourraient être affectés au Placement Global. Il est à préciser que les membres du syndicat de placement doivent transmettre quotidiennement au chef de file les quantités demandées et les identités des donneurs d'ordre.

Les donneurs d'ordre dans le cadre du Placement Privé s'engagent à ne

céder aucun titre en Bourse pendant les **6 mois** qui suivent la date de première cotation en Bourse puis à l'issue de cette période et pendant les six 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.

Cotation des titres : La date de démarrage de la cotation des titres sur le marché alternatif de la cote de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis fera l'objet d'un avis qui sera publié au bulletin officiel de la BVMT.

### Contrat de liquidité :

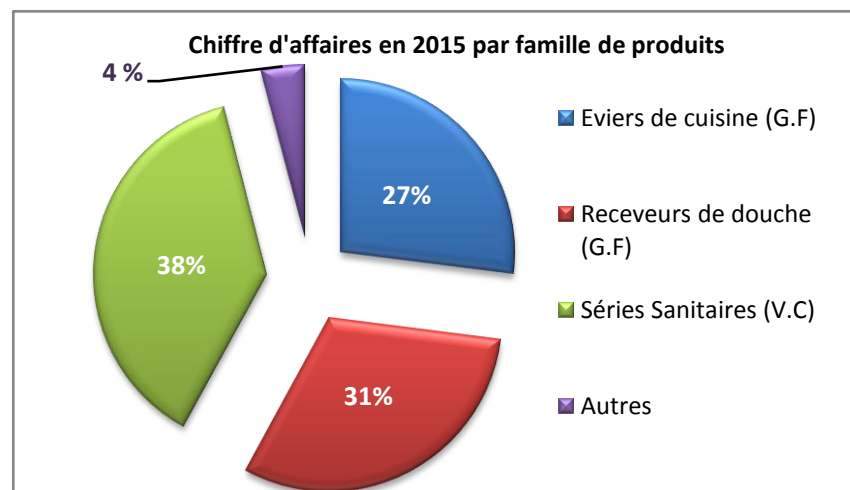
L'actionnaire de référence AB-CORPORATION s'est engagé à alimenter un contrat de liquidité pour une période d'une année à partir de la date d'introduction en Bourse des actions de SANIMED pour une somme en numéraire de 800 000 DT et 176 000 actions. Ce contrat a été confié à MAXULA Bourse, intermédiaire en bourse.

### Présentation de la société SANIMED et de son activité :

SANIMED est une société anonyme créée en 1998 par « le groupe ABDENNADHER » avec un capital initial de 1,2 MD. 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. Les produits fabriqués par SANIMED sont classés principalement en trois familles.

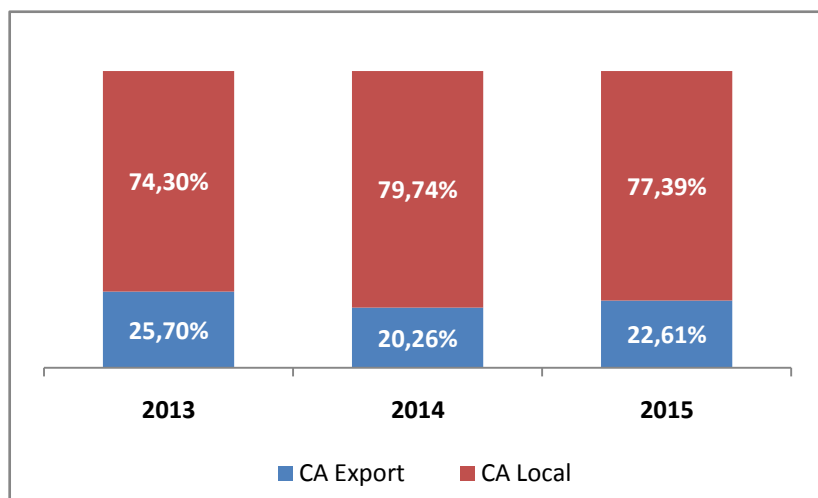
- **Les séries sanitaires** : elles regroupent quatre éléments: le lavabo, la cuvette (WC), le réservoir à eau et le bidet. Elles représentent la locomotive des ventes de SANIMED avec une contribution dans les revenus de l'ordre de 38% en 2015.
- **receveurs de douche** : ils sont fabriqués sous plusieurs dimensions et modèles.
- **Les éviers de cuisines** : ils sont fabriqués sous plusieurs dimensions, formes et finitions.
- **Autres** : SANIMED regroupe une variété de produits complémentaires dont certains sont fabriqués dans ses usines et d'autres qu'elle achète localement et revend (des abattants de cuvettes WC, des accessoires pour article sanitaires...).



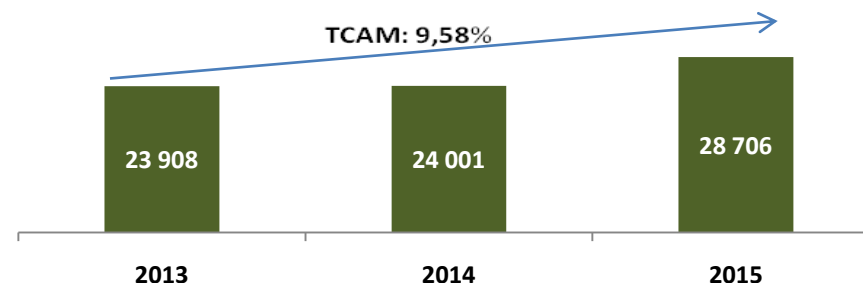
### Analyse Financière de la société :

<i>en mD</i>	2013	2014	2015	TCAM 2013-2015
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>23 908</b>	<b>24 001</b>	<b>28 706</b>	<b>9,58%</b>
<i>CA Export</i>	6 144	4 862	6 491	2,78%
<i>CA Local</i>	17 764	19 138	22 215	11,83%
Coût d'achat des marchandises vendues	11 492	11 434	13 793	9,55%
<b>Marge Brute</b>	<b>13 571</b>	<b>13 747</b>	<b>16 740</b>	<b>11,07%</b>
<i>Taux de marge brute</i>	<i>56,76%</i>	<i>57,28%</i>	<i>58,32%</i>	
Autres charges d'exploitation	3 076	3 125	3 382	4,85%
<b>Valeur Ajoutée</b>	<b>10 495</b>	<b>10 622</b>	<b>13 359</b>	<b>12,82%</b>
Charges du personnel	6 143	6 659	7 359	9,45%
Charges du personnel / C.A	25,70%	27,75%	25,64%	
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>4 352</b>	<b>3 963</b>	<b>6 000</b>	<b>17,42%</b>
<i>Marge d'EBE</i>	<i>18,20%</i>	<i>16,51%</i>	<i>20,90%</i>	
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>3 170</b>	<b>2 678</b>	<b>4 427</b>	<b>18,17%</b>
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>13,26%</i>	<i>11,16%</i>	<i>15,42%</i>	
Charges financières nettes	-1 056	-610	-946	-5,37%
Produits des placements	0	10	47	
(+/-) Autres Eléments ordinaires	12	-5	-6	
Résultat des activités ordinaires avant impôt	2 126	2 072	3 522	28,71%
Impôt sur les sociétés	-507	-491	-507	<b>0,07%</b>
<b>Résultat net</b>	<b>1 619</b>	<b>1 581</b>	<b>3 014</b>	<b>36,45%</b>
<i>Marge nette</i>	<i>6,77%</i>	<i>6,59%</i>	<i>10,50%</i>	

- Le chiffre d'affaires de la société SANIMED a réalisé une évolution positive de 9,58% sur les trois dernières années pour s'établir à 28 706 mD en 2015. Cette croissance est à l'origine d'un bon positionnement de la société sur le marché local qui a évolué de 11,83% entre 2013 et 2015 à 22 215 mD. La société occupe le deuxième rang après « IDEAL SANITAIRE » en terme de capacité de production (38,3% de la production du secteur) et de chiffre d'affaires (40,7%).
- Les exportations ont marqué une faible évolution de 2,78% sur la période étudiée pour s'élever à 6 491 mD. La société exporte principalement vers La libye (39% du CA export), l'Algérie (35%) et la France (20%). Les trois principales destinations contribuent à hauteur de 94,30% du chiffre d'affaire à l'export en 2015.



Evolution du chiffre d'affaires 2013-2015 en m D



- Concernant les marges de la société, le taux de marge brute est passé de 56,76% en 2013 à 58,32% en 2015, enregistrant ainsi une hausse de 156 points de bases.
- Suivant la même tendance la valeur ajoutée a connu une ascension respectable de 12,82% à 13 359 m D en 2015. Pour ce qui est des charges de personnel la SANIMED a connu un renforcement de son effectif qui est passé de 435 employé en 2013 à 501 employés en 2015. Ce niveau de charge a atteint 7 359 mD en 2015 et représente 25,64% de son chiffre d'affaires, un ratio assez élevé et contraignant pour la société. D'ailleurs un des objectifs des investissements opérés par la Sanimed en en 2013 dans le cadre de la mise en place de nouvelles lignes de production est d'optimiser ses charges de personnel et d'accroître leurs productivités.
- De même L'EBITDA a affiché une hausse de 17,42% sur la période étudiée passant de 4 532m D en 2013 à 6 000 en 2015. Cette performance a été réalisée grâce à la croissance plus importante de l'activité que celles des charges d'exploitation. Le ratio EBITDA en pourcentage du chiffre d'affaires s'établi ainsi à 20,90% en 2015 contre 18,20% en 2013.

- Le résultat d'exploitation a affiché une hausse de (18,17%) entre 2013 et 2015 à 4 427 m D traduisant l'évolution positive du volume d'activité conjugué à la bonne tenue des marges de la société. La Marge opérationnelle s'est établie ainsi en 2015 à 15,42% contre 13,26% en 2013.
- Le résultat net de la société a atteint 3 014 mD en 2015 affichant ainsi un TCAM de 36,45% sur la période d'analyse et une hausse de 90,63% par rapport à l'année 2014. La marge nette de la société s'est ainsi appréciée considérablement pour atteindre 10,50% en 2015.

Indicateurs (en mD)	30/09/2015	30/09/2016	Var
<b>CA total</b>	<b>21 549</b>	<b>24 988</b>	<b>15,96%</b>
CA local	16 725	18 519	10,72%
CA export	4 824	6 470	34,12%
<b>Production</b>	<b>15 240</b>	<b>19 123</b>	<b>25,47%</b>

Pour ce qui est de l'année 2016, les revenus de la société au 30/09/2016 ont atteint 24 988 mD ce qui représente 68,55% des revenus prévisionnels au titre de l'exercice 2016. La production a réalisé une croissance de 25,47% par rapport à la même période 2015 et ceci suite à l'exploitation des nouvelles chaînes de production à partir de janvier 2016.

#### Les investissements récents ou en cours de réalisation sur la période 2013-2016:

Désignation/ année (en mD)	2013	2014	2015	2016p
Investissements incorporels	6	19	11	200
Investissements corporels	8 805	9 360	10 594	700
<b>Total Investissement</b>	<b>8 811</b>	<b>9379</b>	<b>10 605</b>	<b>900</b>

Les investissements engagés sur la période 2013-2015 concernent les 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 la capacité de production de 630 000 à 1 000 000 pièces/an. Ces investissements totalisent une enveloppe d'environ 30 000 mD et ont été achevés à la fin de l'année 2015.

#### Les hypothèses retenues par la société « SANIMED » pour élaborer son business plan :

- ✓ Le chiffre d'affaires de la société augmente en moyenne de 12,21% sur la période 2015-2020 pour atteindre 51 069 mD en 2020 ;
- ✓ Les Achats consommés du groupe progresseront à un TCAM de 10,90 % passant de 13 793 mD en 2015 à 23 143 mD en 2020. Le taux de marge brute s'établira ainsi à 55,39% en 2020 contre 58,32% en 2015 ;
- ✓ Les charges de personnel augmentent en moyenne de 6,42% pour s'établir à 10 044 mD en 2020. Sur la période prévisionnelle, la SANIMED prévoit le recrutement de 10 personnes uniquement, et compte tirer profit de l'importance de son personnel actuel afin d'améliorer sa productivité ;
- ✓ l'EBITDA connaîtra une ascension entre 2015 et 2020, pour s'établir à environ 12 975 mD, en 2020. Cette dernière profitera de l'accroissement de la productivité de la société ;
- ✓ L'EBIT de la société SANIMED enregistrera une évolution de 17,68 % pour s'établir à 9 992 mD à fin 2020 contre 4 427 mD en 2015 ;
- ✓ A l'horizon de 2020, le résultat net de la SANIMED s'établira à 7 295 mD, enregistrant ainsi un TCAM 2015-2020p de 19,33%. La marge nette passera de 10,50% en 2015 à 14,28% en 2020.

<i>en mD</i>	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	TCAM 2015-2020
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>28 706</b>	<b>36 453</b>	<b>40 935</b>	<b>44 107</b>	<b>47 471</b>	<b>51 069</b>	<b>12,21%</b>
<i>Variation</i>		26,99%	12,30%	7,75%	7,63%	7,58%	
CA Export	6 491	10 250	12 527	14 603	16 910	19 384	24,46%
CA Local	22 215	26 203	28 408	29 504	30 561	31 685	7,36%
Coût d'achat des marchandises vendues	13 793	16 083	17 979	19 602	21 298	23 143	10,90%
<b>Marge Brute</b>	<b>16 740</b>	<b>20 640</b>	<b>23 253</b>	<b>24 822</b>	<b>26 512</b>	<b>28 289</b>	<b>11,06%</b>
<i>Taux de marge brute</i>	<i>58,32%</i>	<i>56,62%</i>	<i>56,80%</i>	<i>56,28%</i>	<i>55,85%</i>	<i>55,39%</i>	
Autres charges d'exploitation	3 382	3 761	4 223	4 551	4 898	5 269	<b>9,28%</b>
<b>Valeur Ajoutée</b>	<b>13 359</b>	<b>16 879</b>	<b>19 029</b>	<b>20 271</b>	<b>21 614</b>	<b>23 020</b>	<b>11,50%</b>
Charges du personnel	7 359	7 956	8 433	8 939	9 476	10 044	6,42%
<i>Charges du personnel / C.A</i>	<i>25,64%</i>	<i>21,83%</i>	<i>20,60%</i>	<i>20,27%</i>	<i>19,96%</i>	<i>19,67%</i>	
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>6 000</b>	<b>8 923</b>	<b>10 596</b>	<b>11 332</b>	<b>12 138</b>	<b>12 975</b>	<b>16,68%</b>
<i>Marge d'EBE</i>	<i>20,90%</i>	<i>24,48%</i>	<i>25,88%</i>	<i>25,69%</i>	<i>25,57%</i>	<i>25,41%</i>	
Dotations aux amortissements et aux provisions	1 573	3 169	3 196	3 124	3 056	2 984	13,66%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>4 427</b>	<b>5 754</b>	<b>7 399</b>	<b>8 208</b>	<b>9 082</b>	<b>9 992</b>	<b>17,68%</b>
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>15,42%</i>	<i>15,79%</i>	<i>18,07%</i>	<i>18,61%</i>	<i>19,13%</i>	<i>19,57%</i>	
Charges financières nettes	946	1 953	1 813	1 646	1 483	1 348	7,34%
Produits des placements	47						
(+/-) Autres Eléments ordinaires	-6	61	61	61	61	61	
Résultat des activités ordinaires avant impôt	3 522	3 862	5 647	6 623	7 659	8 705	19,84%
Impôt sur les sociétés	507	664	957	1 105	1 259	1 411	22,69%
<b>Résultat net</b>	<b>3 014</b>	<b>3 198</b>	<b>4 690</b>	<b>5 517</b>	<b>6 400</b>	<b>7 295</b>	<b>19,33%</b>
<i>Marge nette</i>	<i>10,50%</i>	<i>8,77%</i>	<i>11,46%</i>	<i>12,51%</i>	<i>13,48%</i>	<i>14,28%</i>	

### Valorisation :

La société a été évaluée en se basant sur un business plan allant de 2015 à 2020 selon les 3 méthodes à savoir, la méthode des Discounted Cash Flows (DCF), la méthode EVA, la méthode des multiples Boursiers.

Le taux d'actualisation retenu a été le coût moyen pondéré du capital (WACC), calculé sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 6,79% ;
- Une prime de risque de 7,8% ;
- Un beta désendettée  $\beta$  de 1 ;

Le taux de croissance à l'infini retenu  $g=1,5\%$ .

Dans le cadre de l'évaluation de SANIMED selon la méthode des comparables boursiers, l'échantillon retenu a été composé des sociétés qui opèrent dans le secteur des articles sanitaires. Les agrégats choisis par l'évaluateur sont les multiples du chiffre d'affaires CA, d'EBITDA et du résultat net pour l'exercice 2016.

Méthodes	Valeur des fonds propres en mD	Prix/action (DT)
Méthode DCF	47 383	5,48
Méthode EVA	41 378	4,79
Méthode Multiples	41 124	4,76
Valeur moyenne des fonds propres	43 295	
Nombre d'actions	8 640 000	
<b>Prix moyen</b>	<b>5,011</b>	
<b>Décote</b>	<b>9,00%</b>	
<b>Prix après décote</b>		<b>4,560</b>

Le prix proposé est de **4,560** dinars, soit une décote de **9,00%** par rapport à la moyenne pondérée des méthodes retenues.

### Recommandation :

La société SANIMED jouit d'un bon positionnement sur le marché local, elle occupe le deuxième rang en termes de capacité de production et de chiffre d'affaires après « IDEAL SANITAIRE ». Les investissements entrepris sur la période 2013-2015 pour une enveloppe de 30 MD devraient consolider d'avantage son positionnement sur le marché local et booster ses exportations, grâce un rapport qualité prix plus compétitif à l'échelle international.

La SANIMED s'introduit sur la base d'un **P/E 2016p avant augmentation de 12,32x**, un niveau de valorisation que nous jugeons intéressant mais qui reste fortement tributaire du respect du business plan de la société.

**Nous recommandons de souscrire à l'OPF tout en restant vigilant par rapport aux réalisations de la société.**