

- Les sociétés **SOMOCER & SOTEMAIL** ont tenu hier une communication financière commune pour dresser le bilan de l'année 2018 et présenter leurs perspectives d'avenir.
- 2018 a été l'année de la confirmation du trend de croissance amorcé en 2017. La politique commerciale orientée à l'export continue à payer et la rentabilité poursuit son redressement.
- Cette réunion d'analystes conjointe est le signe qu'un rapprochement plus poussé entre les deux sociétés va s'opérer à l'avenir. Après avoir unifié leurs structures de direction, les deux sociétés s'orientent vers une éventuelle opération de fusion dans les années à venir.

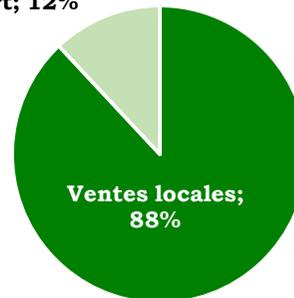
I- Faits & éléments saillants de l'exercice 2018

- L'année 2018 a été bonne pour SOMOCER et SOTEMAIL. Les deux sociétés ont affiché une croissance respective de leurs ventes de 3% à 88MDt et de 9% à 52MDt.
- C'est principalement le marché local (+4% à 76MDt pour SOMOCER et +11% à 50MDt pour SOTEMAIL) qui a boosté les ventes et qui a permis de contrebalancer le fléchissement relatif des exportations (-5% à 10MDt pour SOMOCER et -23% à 2,3MDt pour SOTEMAIL).
- Malgré une demande bridée sur le marché immobilier, les deux sociétés tirent leur épingle du jeu grâce une demande soutenue sur le marché de la rénovation des logements d'occasion et des hôtels. Le Groupe a tiré profit des prémices de reprise du secteur du tourisme affichées sur les dernières années.
- Grâce à l'optimisation des approvisionnements (sécurisation d'un stock de matières premières à des prix intéressants) et aux gains d'échelles obtenus par un niveau d'activité plus soutenu, la marge brute s'est sensiblement améliorée dans les deux sociétés: +320 points de base à 47,5% pour SOMOCER et +270

points de base à 37%, selon nos estimations pour SOTEMAIL.

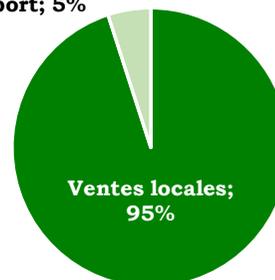
Structure des ventes de SOMOCER SA

Ventes à l'export; 12%



Structure des ventes de SOTEMAIL

Ventes à l'export; 5%



SOMOCER	Prix : 1,120 DT Conserver (+)
Actionnariat	
Société AB CORPORATION :	11%
Société AGRIMED :	17%
M. Lotfi ABDENNADHER :	5%
Fottant:	67%
Capitalisation boursière: 46MDt	
Ratios boursiers	
PER 2018e:	10,1x
VE/EBITDA 2018e:	5,2x
Yield 2018e:	4,5%
ROE 2018e:	7,6%
Performance 2019:	+7,7%

SOTEMAIL	Prix : 1,900 DT Conserver
Actionnariat	
SOMOCER :	59%
ATD SICAR :	28%
Fottant:	13%
Capitalisation boursière: 50MDt	
Ratios boursiers	
PER 2018e:	23,7x
VE/EBITDA 2018e:	7,3x
Yield 2018e:	0%
ROE 2018e:	7,5%
Performance 2019:	-6,7%

- Sur l'année, le groupe a entrepris d'unifier les structures fonctionnelles de deux sociétés en fusionnant les fonctions de direction générale, de production, de marketing et de direction financière. Les retombées de cette action se sont immédiatement fait ressentir au niveau de la marge d'EBITDA. Grâce à une meilleure synchronisation de la production et à un redéploiement plus efficace des ressources (notamment par une réaffectation des effectifs entre les sociétés du Groupe), la marge d'EBITDA s'est hissé de 500 points de base pour les deux sociétés (à 26% pour SOMOCER et à 22% pour SOTEMAIL). Quant au résultat brut d'exploitation, il a signé un bond remarquable de 25% à 22,4MDt pour SOMOCER et de 42% à 11,3MDt pour SOTEMAIL.

- Les bonnes nouvelles sont également venues du côté de la rentabilité nette. SOMOCER a vu ses bénéfices nets bondir de 10% à 4,1MDt. Quant à SOTEMAIL, elle a retrouvé son niveau de résultat net de 2014 (2,1MDt en 2018 contre 0,4MDt en 2017).

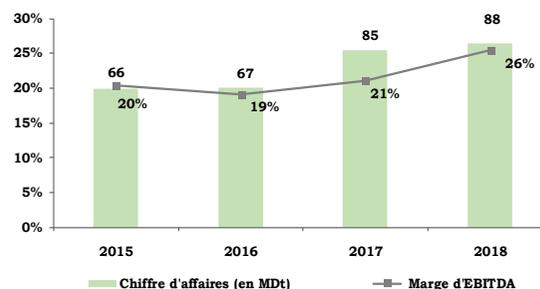
- A l'heure où nous rédigeons la présente étude, SOMOCER n'a pas encore fait part de ses états financiers consolidés de 2018. Au regard des chiffres avancés par le management sur les autres sociétés du Groupe SOMOCER durant la communication financière, les ventes consolidées devraient afficher une croissance de 12% à 130MDt en 2018. Le résultat net part du groupe devrait, quant à lui, avoisiner les 4,5MDt, selon nos estimations (contre 3,3MDt en 2017).

II- Perspectives d'avenir & prévisions 2019

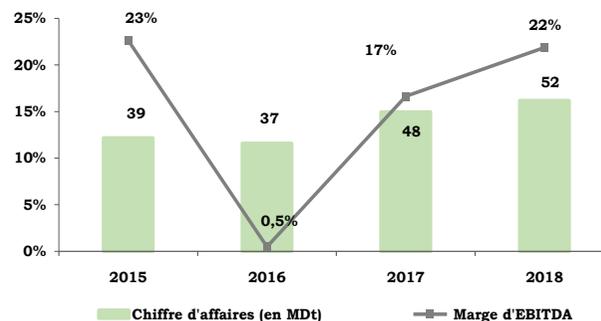
- Avec un management et des structures opérationnelles unifiés, la feuille de route présentée

par l'équipe de direction a été commune aux deux sociétés. Les objectifs stratégiques des prochaines années s'articulent autour des axes suivants:

Evolution des ventes et de la marge d'EBITDA de SOMOCER SA



Evolution des ventes et de la marge d'EBITDA de SOTEMAIL



1) Consolider le positionnement sur le marché local:

Les deux firmes comptent renforcer leur présence sur le marché local (une part de marché totale pour les deux sociétés de 34% en 2018) en concurrençant de plus en plus les produits importés.

2) Développer davantage l'export:

Sur les dernières années, le groupe a sensiblement amélioré la qualité de ses produits et a œuvré à maximiser le nombre de certifications obtenus pour pénétrer plus de marchés à l'export. Le

management a affirmé que SOMOCER a récemment obtenu une nouvelle certification de renommée mondiale (QB UPEC) susceptible de lui ouvrir les marchés internationaux les plus importants. Représentant actuellement 12% des ventes de SOMOCER et 5% des revenus de SOTEMAIL, l'export revêt une importance stratégique pour le Groupe. Il lui assurerait des volumes de production conséquents et le doterait d'une meilleure couverture contre le risque de change.

« La stratégie de reconquête de l'export s'est avérée concluante pour tout le Groupe SOMOCER sur les dernières années. Outre les gains d'échelle générés par une activité plus soutenue, l'export le dotera d'une meilleure résistance face au glissement du dinar »

3) Maximiser les synergies intragroupe:

L'expérience du rapprochement exercée en 2018 ayant porté ses fruits au niveau des performances opérationnelles, le management étudie la possibilité de fusionner les deux sociétés. Ce projet qui a une portée long termiste va s'accompagner de la création d'un holding de tête chapotant les activités faïence, grès et va éventuellement s'étendre à l'activité sanitaire (exercée par SANIMED et SOMOCER).

- A plus court terme, le développement des synergies va s'étendre à l'activité cogénération. Le management entend transférer l'excédent d'énergie produite par SOMOCER vers SOTEMAIL au lieu de le vendre à la STEG.

- Notons que c'est dans cette perspective de développement des synergies que le groupe a intégré l'activité de production de palettes et de carton par la création d'une unité industrielle dédiée appelée Société Moderne de Conditionnement. Cette société a été créée en 2017 et a généré en 2018 un chiffre d'affaires de 7MDt.

- Le crû 2019 s'annonce bon selon le management. C'est ce qui ressort aussi de la lecture des indicateurs d'activité au 31 mars 2019 (croissance des ventes de 18% à 22MDt pour SOMOCER et de 36% à 14MDt pour SOTEMAIL).

- Pour SOMOCER, les ventes devraient croître de 8% à 94MDt, sur l'année pleine et l'EBITDA s'établirait à 25MDt (soit une progression de 11% par rapport à 2017). Quant à SOTEMAIL, le management table sur une augmentation des revenus de 16% à 60MDt et sur une hausse de l'EBITDA de 15% à 13MDt.

III- Parcours boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Sur les deux dernières années, SOMOCER et SOTEMAIL ont figuré parmi les valeurs les plus oubliées de la cote. Le parcours boursier a été d'autant plus difficile pour SOTEMAIL qui a cumulé une contreperformance de 25% (contre une évolution positive de 8% pour SOMOCER sur les deux dernières années). Le marché était dans l'expectative d'une croissance plus vigoureuse pour les deux sociétés et d'une confirmation de la tendance du marché à l'export.

- Avec la mutualisation des structures opérationnelles et l'unification de la stratégie, nous pensons qu'un arbitrage entre les deux sociétés est possible tenant en compte les valorisations,

la liquidité boursière et les profils différents des deux sociétés (voir tableau ci-dessous).

- Vu le niveau de valorisation plus intéressant de SOMOCER, sa liquidité boursière plus élevée et son activité plus diversifiée, nous arbitrons en faveur de SOMOCER.

- Cependant, nous estimons que si l'activité intrinsèque commence à se rétablir, les perspectives à long terme des deux sociétés dépendent de trois principaux facteurs:

- 1) Leur capacité à reprendre des parts de marché dans un marché local miné par la concurrence des importations,

- 2) Leur disposition à stabiliser leurs ventes à l'export et à diversifier d'une manière structurelle leur portefeuille de client/pays,

- 3) Leur aptitude à maîtriser le niveau du BFR et à assurer une génération autonome de cash flow. L'activité est fortement consommatrice de BFR et les deux sociétés affichent une structure financière endettée (en 2017, les SOMOCER affiche un gearing consolidé de 179% et SOTEMAIL enregistre un gearing de 112%). Nous espérons qu'une croissance aussi rapide de l'activité ne mène pas à un dérapage au niveau des charges financières.

- **Notre recommandons de conserver le titre SOMOCER avec des perspectives positives. En revanche, notre opinion est « conserver » sur le titre SOTEMAIL.**

« Le rapprochement poussé entre les deux sociétés peut amener les investisseurs à opérer des arbitrages entre les deux titres »

	Valorisation			Ratio de rotation boursière (année 2018)	Profil des sociétés		Autres commentaires
	P/E 2018e	VE/EBITDA 2018e	Yield 2018e		Croissance	Diversification	
SOMOCER	10,1x	5,2x	4,5%	37%	Modérée	Diversifié (grès, faïence, produits sanitaires)	Une société plus mature avec des structures opérationnelles bien établies qui disposent d'une trentaine d'années d'expérience
SOTEMAIL	23,7x	7,3x	0,0%	1%	Elevée vu le jeune âge de la société	Peu diversifié et centré sur le grès	Dépendance à SOMOCER sur le volet commercial et sur le volet des approvisionnements en poudre atomisée

Compte de résultat consolidé de SOMOCER

En mDT	2015	2016	2017	2018e	2019e
Revenus	95	94	116	130	138
<i>dont marché local</i>	88	86	98	-	-
<i>dont export</i>	7	10	16	-	-
Marge brute	49	44	60	69	73
<i>Progression</i>	-	-11%	38%	15%	6%
Taux de marge brute	52%	46%	52%	53%	53%
EBITDA	23	13	28	36	38
<i>Progression</i>	-	-42%	112%	30%	5%
Marge d'EBITDA	24%	14%	24%	28%	28%
Résultat ne part du groupe*	0,7	-	4,5	3,3	4,5
<i>Progression</i>	-	-	-	37%	8%
Marge nette*	1%	-8%	3%	4%	5%

Compte de résultat de SOTEMAIL

En mDT	2015	2016	2017	2018	2019e
Revenus	38 889	37 077	47 821	51 750	60 000
<i>dont marché local</i>	34 724	34 637	44 576	48 642	52 000
<i>dont export</i>	4 165	2 485	2 920	2 953	8 000
Marge brute	16 638	9 367	17 241	20 053	22 560
<i>Progression</i>	-	-44%	84%	16%	13%
Taux de marge brute	43%	25%	36%	39%	38%
EBITDA	8 803	180	7 961	11 313	13 000
<i>Progression</i>	-	-98%	-	42%	15%
Marge d'EBITDA	23%	0%	17%	22%	22%
Résultat net*	11	-	7 289	396	2 420
<i>Progression</i>	-	-	-	-	15%
Marge nette*	0%	-20%	1%	4%	4%

Sources: Management de SOMOCER & SOTEMAIL, et prévisions de Tunisie Valeurs.