

MAXULA BOURSE

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

Département
Recherches & Analyses



NOTE VALEUR
SOMOCER

“PRICE IS WHAT YOU PAY, VALUE IS WHAT YOU GET.”



SOMOCER

Bourse
Tunis
Secteur

Industries des Matériaux de Construction,
de la Céramique et du Verre

Prix Cible = 3,342 DT

Recommandation Souscrire

Cours Actuel (05/05/2016)	1,520 DT
Nombre d'actions actuel	32 524 800
Capitalisation Boursière	49 762 944 DT
Valeur Nominal	1 DT
Prix d'émission	1,800 DT
Capital actuel	32 524 800 DT
Montant de l'opération	14 636 160 DT
Capital après augmentation	40 656 000 DT
Période de souscription	25/05/2016 au 15/06/2016

Actionnariat		
Actionnaires	Nbre d'actions	% De capital
AB CORPORATION	4 275 068	13,14%
Ste. AGRIMED	3 554 569	10,93%
SOCIETE SANIMED	119 210	0,37%
KARIM ABDENNADHER	1 823 993	5,61%
LOTFI ABDENNADHER	802 564	2,47%
ABDENNADHER ANAS	720 520	2,22%
ABDENNADHER RIM	708 964	2,18%
BOUZGUENDA LASSAD	100 617	0,31%
ABDENNADHER MAISSA	10 171	0,03%
LAAMOURI YASSINE	210 161	0,65%
Autres actionnaires	20 198 963	62,10%
TOTAL	100,0%	100,0%

Tableau de bord Boursier

En DT	Revenus	EBITDA	RN	ROE	ROA	BPA	PER	PBK	YIELD	PAYOUT	VE/EBITDA
2016* P	72 082 000	17 727 000	3 906 000	5,30%	2,53%	0,10	15,82	0,84	-	-	5,03
2015 e	65 576 000	14 398 000	1 503 000	2,64%	0,99%	0,05	33,11	0,87	-	-	6,72
2014	71 990 775	17 493 884	5 072 475	8,67%	3,72%	0,16	15,42	1,34	2%	30,72%	5,34
2013	68 725 391	16 698 069	4 904 804	9,16%	4,27%	0,17	15,87	1,45	2%	29,39%	5,55
2012	67 747 336	12 234 550	4 233 314	8,41%	4,04%	0,16	16,11	1,35	2%	38,66%	5,59

*Tenant compte du nombre d'actions après augmentation de capital

Investment Highlight

• La SOMOCER opère dans le secteur des carreaux en céramique et occupe, avec sa filiale «Sotemail», la place du deuxième plus gros producteur en Tunisie, avec une part de marché de 26,75%, en termes de capacité installée.

• En 2014, la SOMOCER a réalisé une croissance de ses ventes de 4,8% par rapport à 2013, pour s'établir à 71,9 MDT. Sur la même lignée, le résultat net est passé à 5,1 MDT, enregistrant une marge nette de 7%.

• Impacté par la baisse de ses ventes à l'export, le chiffre d'affaires provisoire de 2015 a diminué de 6,2%, pour s'établir à 67,5 MDT. Par ailleurs, au titre du premier trimestre de 2016, les ventes à l'export ont repris leur croissance, enregistrant une ascension remarquable de plus de 44%, sur une année glissante.

• Sur un historique de six ans, la société a alloué une enveloppe de plus que 42 MDT aux investissements. Ces derniers ont été financés par les flux dégagés de l'exploitation de la société et par un recours à l'endettement. Depuis 2005, la SOMOCER n'a procédé à aucune augmentation de capital en numéraire.

• Les nouveaux investissements réalisés couplés à la régression des ventes sur le marché libyen ont induit l'augmentation du niveau des stocks et par conséquent, de celui du BFR, exerçant ainsi des tensions au niveau de la trésorerie.

• Depuis le début de 2016, SOMOCER a mis en place un plan d'actions qui porte sur trois axes majeurs à savoir, la réalisation d'une augmentation de capital, la vente d'une partie des actifs hors exploitation et l'optimisation de la structure de la dette.

• Le 29 avril 2016, la SOMOCER a obtenu son Visa du CMF pour la réalisation d'une opération d'augmentation de capital en numéraire, permettant une levée de fonds de 14,6 MDT.

• Au cours du premier trimestre de l'exercice 2016, des pourparlers ont été engagés avec les banques partenaires, visant le rééquilibrage de la structure de la dette de la SOMOCER. Selon le management de la société, ces négociations sont à un stade de concrétisation très avancé.

• À l'horizon de 2020, la société table sur une croissance annuelle moyenne de 5% pour son chiffre d'affaires. Il est à préciser que le BP ne tient pas en compte des ventes en Libye.

Recommandation

Au fil des années, la SOMOCER a toujours su tirer son épingle du jeu lors de l'avènement de crises internationale ou spécifique à la Tunisie. Entre 2008 et 2010, la société a été mise à l'épreuve au cours de la crise financière qui a ébranlé les marchés financiers internationaux, engendrant une contraction de la demande mondiale. Ceci a suscité l'orientation des gros opérateurs du secteur de la céramique (espagnols, italiens, allemands, etc.) vers les marchés en croissance, notamment le marché africain et entre autre, la Tunisie. Chiffres à l'appui, les importations tunisiennes déclarées sont passées de 30,03 MDT à 75,59 MDT entre 2008-2014, représentant plus de 25% de la production nationale de 2014. Ou encore en 2011, avec le déclenchement de la révolution Tunisienne dans un premier temps, et sa transmission vers la Libye, client majeur de la société à l'étranger, dans un second temps.

En dépit de tous ces aléas, le chiffre d'affaires de la SOMOCER est passé de 47,78 MDT en 2008 à 71,99 MDT en 2014. Sa marge d'exploitation s'est améliorée de 15,51% à 20,19%, sur la même période.

Au cours de la même période, la société SOMOCER a investi massivement dans ses outils de production. Ces investissements ont visé l'accroissement de sa capacité de production, afin de se positionner comme un acteur de taille dans la région MENA. Egalement, par souci de compétitivité et dans le but d'être toujours en prise directe avec l'évolution de son environnement, la SOMOCER engage annuellement des travaux de remise en état. Ces derniers lui permettent, essentiellement, d'intégrer des nouveaux procédés technologiques dans ses équipements.

Des intégrations en amont ont été opérées avec la mise en place d'une unité de production de poudre. Cette unité permet à la société de satisfaire ses besoins en cette matière, mais surtout d'assurer de nouvelles sources de chiffre d'affaires, émanant de la vente de la poudre à la filiale du groupe « Sotemail ». En outre, de par la nature énergivore de son activité, la SOMOCER a récemment, mis en place une unité de cogénération qui lui permet de réduire considérablement sa facture énergétique et de vendre l'excédent de l'électricité produite à la STEG.

Ces investissements ont nécessité une importante enveloppe estimée à environ 50 MDT, soit la différence entre les actifs immobilisés bruts, propres à la société, entre 2008-2014 . A travers ces investissements, la SOMOCER s'est dotée des moyens nécessaires à la consolidation de son positionnement sur le marché local et à la conquête de nouveaux marchés à l'export.

Toutefois, pour le financement de ces investissements, la société a engagé des flux issus de son exploitation, d'une part, et a eu recours au financement bancaire, d'autre part. En effet, la SOMOCER a fait le choix, judicieux ou pas, de ne pas s'adresser au marché des capitaux pour lever les fonds nécessaires à son développement, moyennant une augmentation de son capital. Ce choix avait pour conséquence, l'augmentation des engagements bancaires de la société et l'accroissement de sa dépendance financière vis-à-vis de ses créanciers. Les dettes nettes de la société sont passées de 22,06 MDT en 2008 à 61,18 MDT en 2015.

Par ailleurs, au cours de ces dernières années, la SOMOCER a joué le rôle d'une holding, avec la prise de participations dans plusieurs sociétés du groupe Abdennadher. Entre 2008 et 2014, les actifs immobilisés bruts consolidés sont passés de 45,798 MDT à 104,161 MDT.

D'une manière générale, la SOMOCER occupe la deuxième place sur le marché tunisien des carreaux céramiques, en termes de capacité de production. A l'étranger, la société a pâti des turbulences géopolitiques en Libye, principale destination de ses ventes. D'un autre côté, les investissements réalisés par la société par recours, en grande partie, à l'endettement ont entraîné une ascension de son endettement bancaire.

Ceci étant, la période des investissements lourds est désormais achevée, la SOMOCER va se focaliser, au cours des années à venir, à optimiser d'autres volets de son activité. Il s'agit en particulier de l'amélioration de ses capacités commerciales et l'optimisation de sa structure financière.

Sur le plan national, des efforts additionnels seront engagés pour la consolidation des parts de marché de la société avec des produits plus compétitifs en termes de qualité (nouveaux formats, épaisseur de carreaux moindre, etc.) et de prix (optimisation des charges entre autres, avec le développement de la synergie entre les filiales du groupe, prix de revient moins élevé, etc.).

Sur le plan international, les efforts seront plus orientés vers la conquête de nouveaux marchés, sur lesquels la SOMOCER était présente historiquement, mais dont elle a choisi de se désister en faveur des ventes sur le marché libyen. Actuellement, le marché libyen est difficile d'accès compte tenu de sa situation sécuritaire, et dans l'attente d'une amélioration de cette situation sur laquelle il n'y a pas de visibilité, des efforts conséquents seront réalisés pour élargir le spectre des marchés à l'export.

Les efforts consentis par la société depuis le début de cette année ont commencé à porter leurs fruits avec des revenus à l'export en hausse de plus de 44%, au titre de ce premier trimestre. La société a également déclaré que son carnet de commandes fermes sur le marché export est estimé, à mi-avril 2016, à plus de 4 MDT, soit plus de son chiffre d'affaires export enregistré en 2015.

Pour l'optimisation de sa structure d'endettement, la SOMOCER a engagé, depuis le début de l'année en cours des discussions avec ses banques partenaires afin d'assurer un équilibre entre ses dettes de court et de long terme.

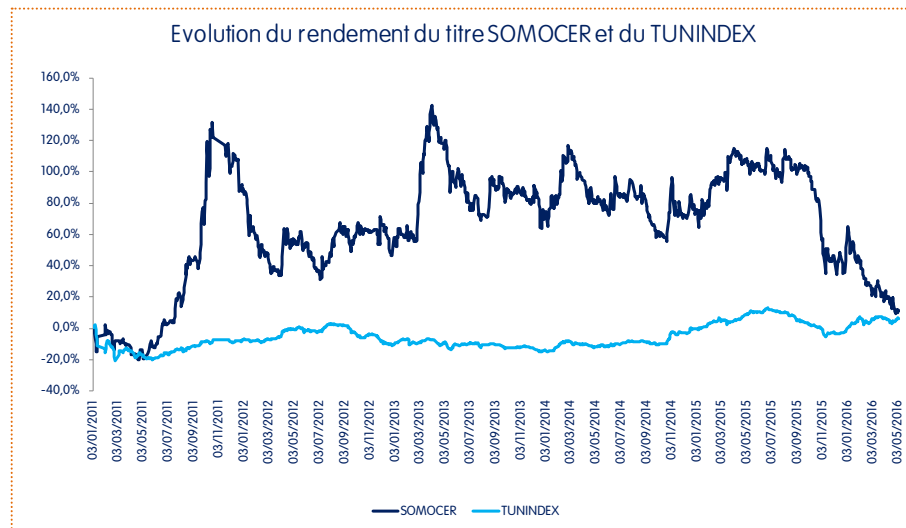
Tenant compte du BP élaboré par la société sur la période 2015-2020, la valorisation des fonds propres de la SOMOCER fait ressortir une valeur par action égale à 3,342 DT. Nous pensons que ce niveau de valorisation reflète fidèlement la situation de la société SOMOCER, compte tenu de son actif, de son positionnement sur le marché et des perspectives de croissance qui lui sont offertes.

Les actionnaires historiques de la SOMOCER ont fait preuve de bonne volonté pour redonner confiance aux détenteurs du titre de la société sur le marché, notamment à travers la décision d'augmentation de capital et la nomination à la tête de la société d'un financier, qui par son expérience avérée, serait en mesure d'optimiser le volet lié au financement. Cependant, ce niveau de valorisation reste tributaire du respect du BP avancé et de la concrétisation du plan d'actions énoncé par la société.

Compte tenu de tous ces éléments, nous recommandons de **souscrire** à l'augmentation de capital de la SOMOCER, pour une optique de moyen et de long terme.

COMPORTEMENT BOURSIER DU TITRE SOMOCER

Afin d'étudier le comportement boursier du titre SOMOCER depuis l'avènement de la révolution tunisienne (janvier 2011), nous avons exposé dans le graphique ci-dessous, l'évolution du rendement de ce titre, par rapport à l'indice TUNINDEX.



Une comparaison entre les deux rendements montre clairement que le titre SOMOCER a surperformé l'indice TUNINDEX sur ce dernier quinquennat. Toutefois, vers la fin de l'année 2015, et particulièrement à partir de décembre, une forte baisse des cours de la SOMOCER a été observée.

Paradoxalement, ce mouvement baissier coïncide avec l'annonce de la société de s'adresser vers le marché des capitaux pour augmenter son capital. Cette annonce devrait, en effet, avoir un impact positif sur les fondamentaux de la société et en conséquent, sur son titre en bourse.

PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE LA SOCIÉTÉ ET DE SON SECTEUR D'ACTIVITÉ

La Société Moderne de Céramique -SOMOCER- est une société anonyme au capital de 32 524 800 DT, créée en 1985 et rachetée par le Groupe Abdennadher en 1989. A cette date, la société était uniquement spécialisée dans l'émaillage de carreaux céramiques pour le revêtement mural et disposait d'une unité d'émaillage d'une capacité de 360 000 m².

Aujourd'hui, la SOMOCER est une société industrielle qui a deux activités principales ; la production et la commercialisation de carreaux céramiques pour le revêtement des sols et des murs (faïence et grès) et la production d'articles sanitaires (baignoires en fonte et en acrylique).

Au fil des années, la société est parvenue à développer son outil de production moyennant d'importants travaux d'extension opérés et qui lui ont permis de se doter de:

**3 lignes de production de
faïence**

1 unité de polissage

**2 lignes de production de
grès**

1 unité de cogénération

**1 unité de production de
décor**

**1 unité de production de
baignoires en fonte**

**2 unités de production de
poudre atomisée**

**1 unité de production de
baignoires en acrylique**

**1 unité de montage des systèmes
d'hydro-massage pour baignoires**

L'usine de la société est implantée à Menzel Hayet dans le gouvernorat de Monastir, pour une superficie couverte de 51 milles m².

Sa capacité de production annuelle est de :

- 3 millions de m² de faïence ;
- 2,7 millions de m² de grès ;
- 120 000 unités entre les baignoires en fonte et en acrylique
- 5 millions de pièces de décor ;
- 150 000 tonnes de poudre atomisée.

Il est à rappeler que la SOMOCER est certifiée depuis 1997, dont la dernière est la « certification ISO 9001 version 2008 », obtenue en 2009.

La Société Moderne de Céramique contrôle un groupe de sociétés industrielles et commerciales qui opèrent dans la filière des matériaux de construction et des sanitaires. Le groupe SOMOCER est composé de la SOMOCER, société mère et de ses filiales qui sont « SOTEMAIL », « ABC » et « SOMOCER NEGOCE ».

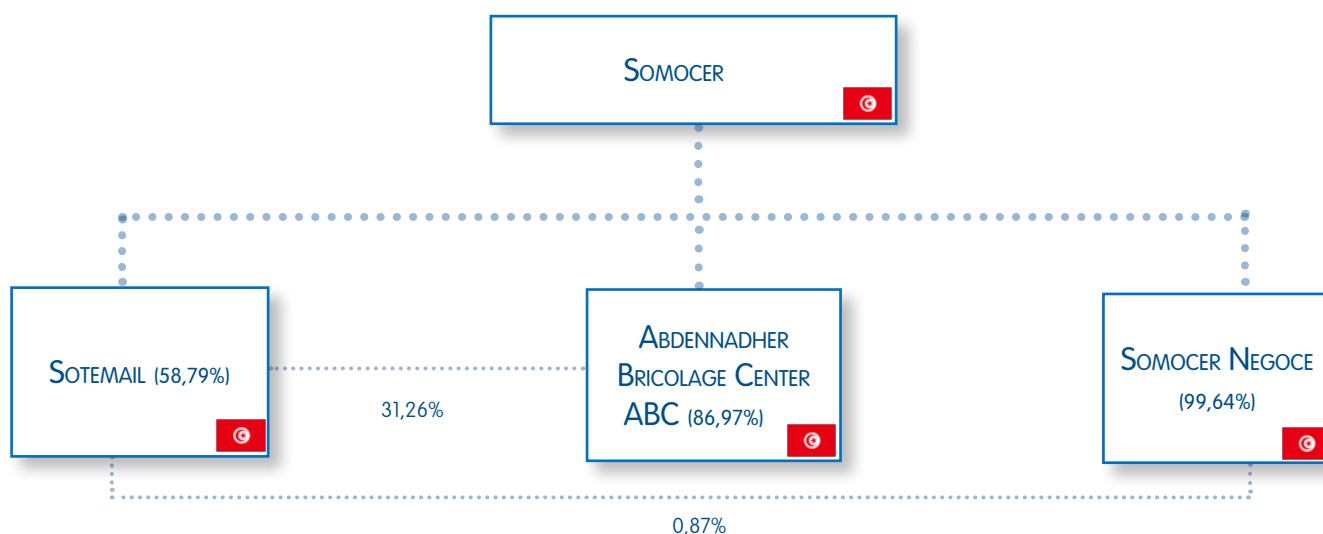
• **Société Tunisienne d'Email (SOTEMAIL)** : Société anonyme créée le 1er juin 2002 avec un capital de 2 010 000 DT et ayant son siège social à Menzel Hayet. Actuellement, son capital s'élève à 26 200 000 DT, divisé en 26 200 000 actions de valeur nominale de 1 DT chacune. La principale activité de la

SOTEMAIL est la fabrication des émaux des carreaux de céramiques, des carreaux de faïences, du grès et des décorations, ainsi que tous produits et articles sanitaires. L'ensemble de ses unités de production est implanté à la région d'Essouassi.

- **Abdennadher Bricolage Center (ABC)** : Société à responsabilité limitée créée en 1995 ayant son siège à Ain Zaghuan, route de la Marsa, Tunis. Son capital s'élève au 31 décembre 2013 à 8 635 000 DT, divisé en 863 500 parts sociales de valeur nominale de 10 DT chacune. Son objet principal consiste dans la vente en détail des articles sanitaires, de quincailleries et de céramique.

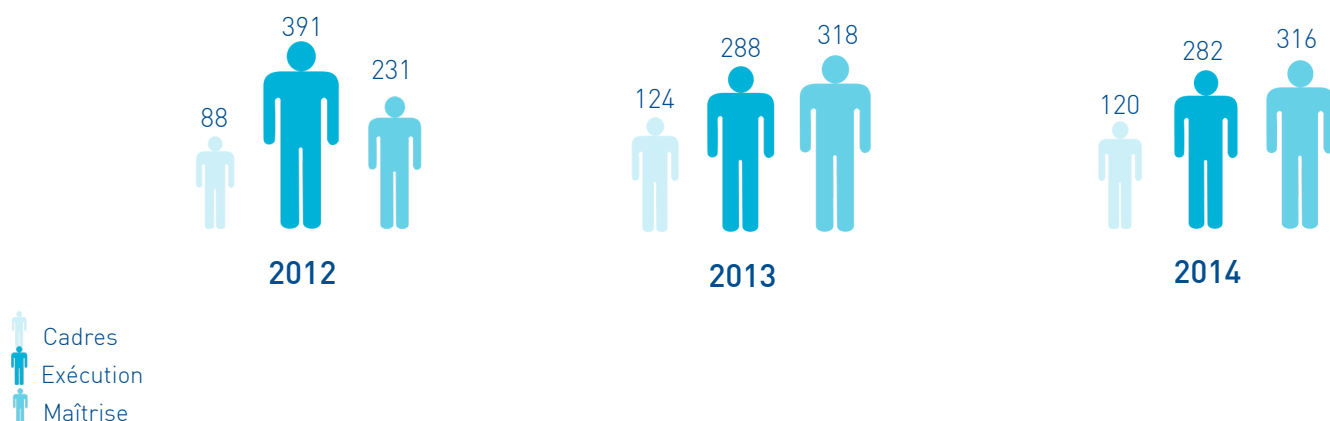
- **SOMOCER NEGOCE** : société à responsabilité limitée créée en octobre 2007 et ayant son siège à Menzel Hayet. Son capital social s'élève au 31 décembre 2013 à 1 150 000 DT, divisé en 11 500 parts sociales de 100 DT chacune. Son objet principal consiste dans l'exportation et l'importation de marchandises et de produits, ainsi que tout genre d'opérations de négoce international et de courtage.

L'organigramme juridique du groupe SOMOCER se présente comme suit:



En 2014, l'effectif total de la SOMOCER a atteint les 718 salariés, pour un taux d'encadrement de 17%. Les agents d'exécution représentent 39% alors que ceux de maîtrise représentent 44%. Au titre de l'exercice 2015, l'effectif total s'est établi à 717 employés.

Évolution de l'effectif de SOMOCER



SOMOCER OPÈRE DANS UN SECTEUR À FORT POTENTIEL ET EN CONSTANTE ÉVOLUTION

La société SOMOCER opère dans le secteur des Industries des Matériaux de Construction, de la Céramique et du Verre (IMCCV) qui compte principalement cinq branches d'activité :

Liants et dérivés de ciment

Verre

Produits minéraux divers

Céramique

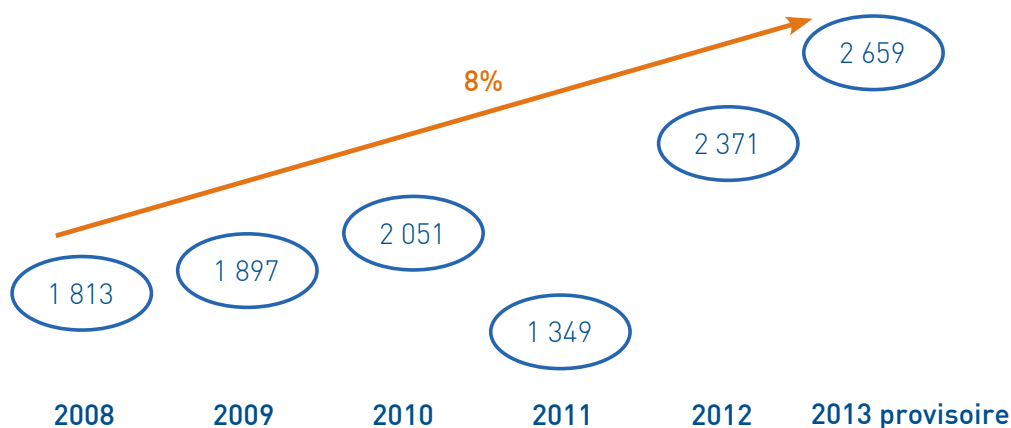
Produits de carrière

- Les briques et hourdis en terre cuite
- Les articles sanitaires en céramique
- Les articles ménagers en céramique
- Les produits réfractaires
- **Les carreaux en céramique**

Le secteur des IMCCV compte à fin septembre 2013, plus de 700 entreprises, dont 450 ayant un effectif supérieur ou égal à 10 personnes. Dans ce secteur, on compte 24 entreprises totalement exportatrices et 52 certifiées, dont 5 et 16 entreprises opérant dans les produits en céramique, respectivement.

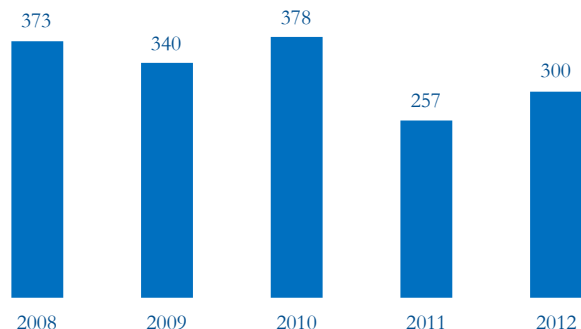
A fin 2013, la valeur de la production du secteur des IMCCV est passée de 1 813 MDT en 2008 à 2 659 MDT, soit un TCAM de 8%. Pour la branche des produits en céramique, la production est passée de 488 MDT à 762 MDT sur la même période, représentant ainsi 29% de la production totale du secteur et enregistrant la meilleure évolution par rapport aux autres branches, soit une croissance annuelle moyenne de 9%.

Évolution de la production du secteur des IMCCV en MDT



APII. Monographie sectorielle IMCCV

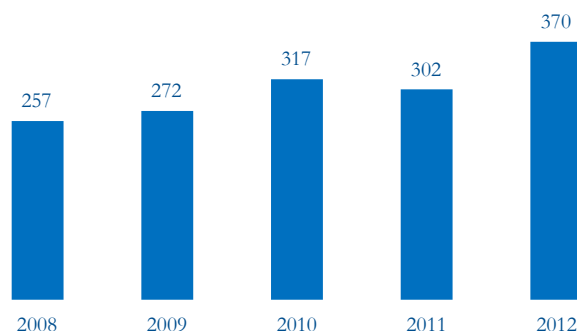
Evolution des exportations du secteur des IMCCV (MDT)



APII. Monographie sectorielle IMCCV

Au niveau des échanges extérieurs, les exportations ont atteint 300 MDT en 2012, contre 373 MDT en 2008, soit un TCAM négatif de 5%. Ceci est essentiellement dû à la conjoncture géopolitique qu'ont connue les principales destinations des produits tunisiens, notamment la Libye. En 2012, la branche « céramique » a contribué de plus de 34% aux exportations du secteur des IMCCV, pour une valeur de 104 MDT.

Evolution des importations du secteur des IMCCV (MDT)



APII. Monographie sectorielle IMCCV

Du côté des importations, une hausse importante a été enregistrée sur la période 2008-2012, passant de 257 MDT à 370 MDT, soit un TCAM de 16%. Ceci est tributaire à l'accroissement élevé de la valeur des importations enregistrée au niveau de la branche « céramique » (+107 MDT) suivie par la branche « verre » (+105 MDT). Les principaux fournisseurs de la Tunisie sont l'Italie, l'Espagne, la Turquie et la France avec des parts respectives de 22%, 21%, 8% et 7% des importations des IMCCV en 2012.

Ainsi, la diminution des exportations couplée à un accroissement des importations ont engendré un déficit commercial du secteur des IMCCV de 70 MDT, correspondant à un taux de couverture de 81% en 2012, contre un taux de 145% enregistré en 2008.

Par ailleurs, et compte tenu de son caractère capitalistique, les investissements dans le secteur des IMCCV ont représenté en moyenne, 18% des investissements totaux des industries manufacturières. Également, sa part dans le PIB est d'environ 1,4% par an. En 2013, les investissements déclarés dans ce secteur ont été de l'ordre de 813,7 MDT, contre 429,8 MDT en 2012, soit une croissance de plus de 89%. Ces investissements ont été alloués dans leur grande majorité à la création d'une nouvelle cimenterie pour 400 MDT.

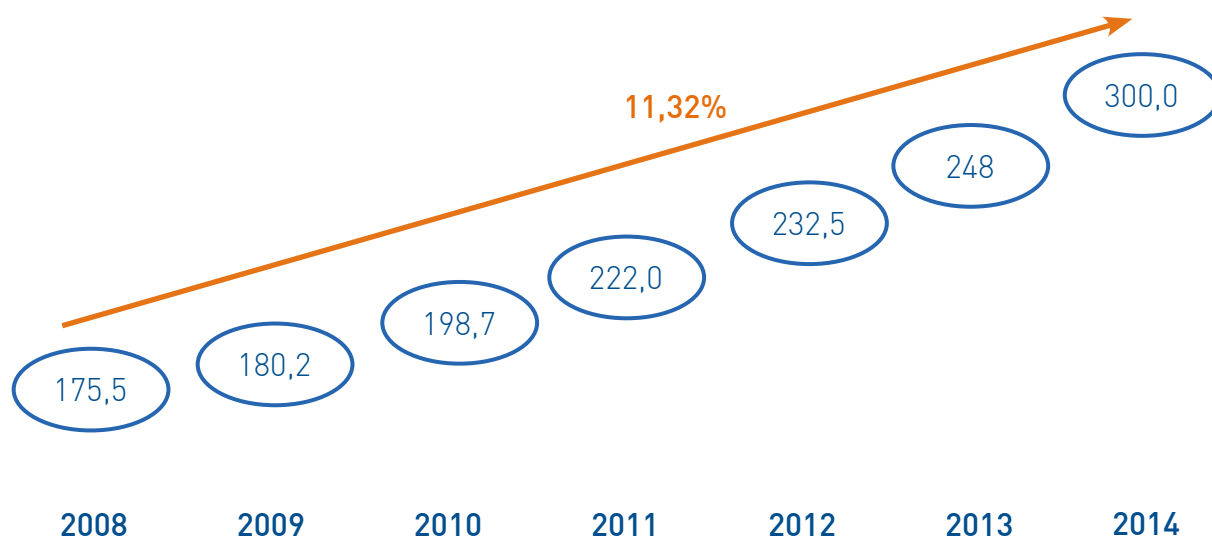
Dans ce contexte, depuis le démarrage du Programme de Mise à Niveau (PMN) et jusqu'à la fin de l'année 2013, le COPIL a approuvé 218 dossiers. L'enveloppe des investissements engagée dans le cadre de ce programme est de 1 291 MDT, dont 95% a été alloué aux investissements matériels.

Les indicateurs de performance du marché tunisien des carreaux céramiques

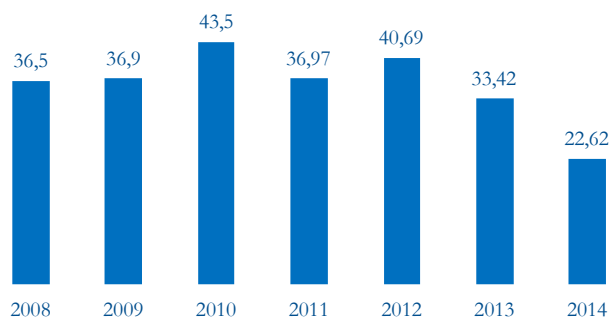
Entre 2008 et 2014, les quantités produites de carreaux céramiques en Tunisie ont connu une croissance annuelle moyenne de 4,5%, pour s'établir à 34,1 millions de m², in fine.

Suivant la même tendance, la valeur de la production nationale est passée de 175,5 MDT à 300 MDT, enregistrant un TCAM de 9,3% sur la même période.

Évolution de la production des carreaux en céramique en MDT



Evolution des exportations des carreaux en céramique (MDT)



Source: Prospectus SOMOCER, Avril 2016

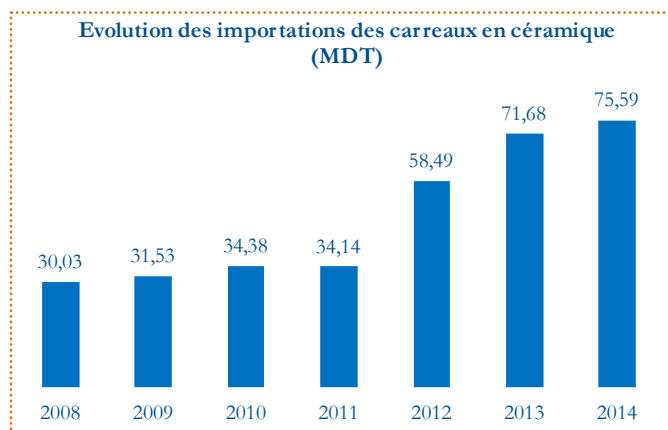
Entre 2008 et 2014, les exportations tunisiennes en quantité des carreaux céramique ont connu une régression annuelle moyenne de 8,0%. Suivant la même tendance, la valeur de ces exportations a diminué annuellement de 7,66%, pour s'établir à 22,6 MDT, in fine.

En effet, les exportations tunisiennes des carreaux céramiques ont pâti des turbulences politiques survenus dans les pays limitrophes, notamment en Libye, principal client de la Tunisie.

La Tunisie exporte également vers d'autres pays comme l'Algérie, la France, le Liban, l'Italie et le Sénégal.

A l'encontre des exportations, les importations tunisiennes déclarées en carreaux céramiques ont enregistré une ascension sur la période 2008-2014. Les quantités importées ont cru à un TCAM de 13,2%, alors qu'en valeur, ces importations se sont établies à 75,6 MDT à fin 2014, soit un TCAM de 16,63%, représentant plus de 25% de la production nationale.

Bien qu'elles soient à des niveaux alarmants, l'importance des importations atteste du potentiel de développement sur le marché local qui s'offre aux sociétés tunisiennes, moyennant un effort gouvernemental pour contrôler ce secteur.

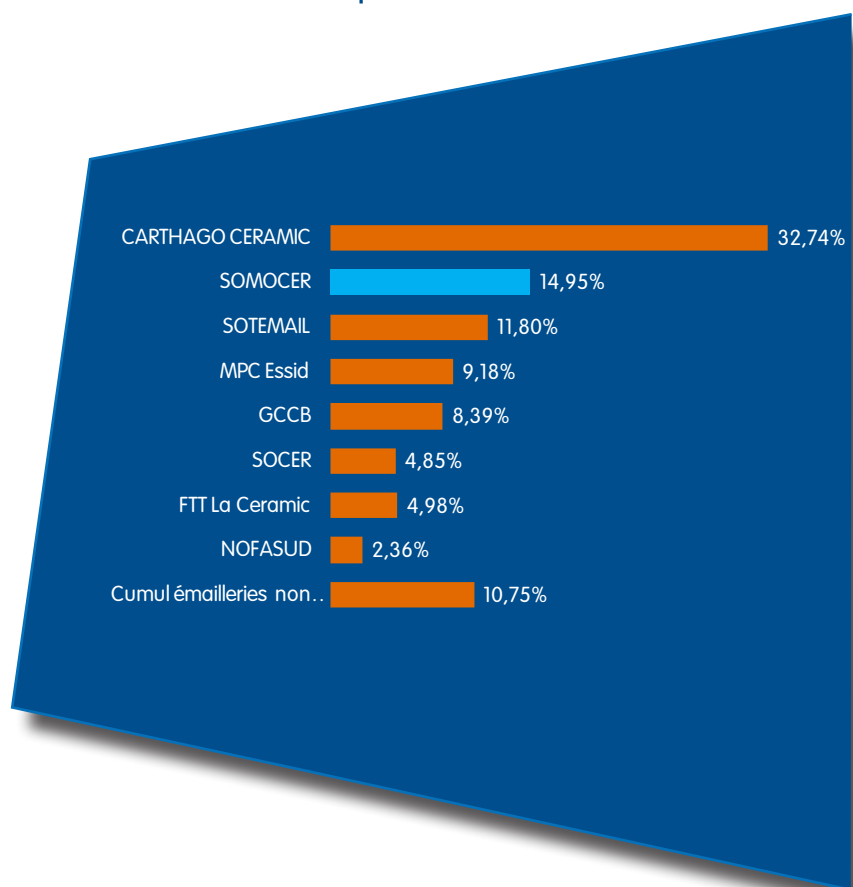


Source: Prospectus SOMOCER, Avril 2016

Positionnement de la SOMOCER sur le marché des carreaux céramiques en Tunisie

En Tunisie, la branche des carreaux céramiques regroupe 14 entreprises dont 8 sont des unités intégrées. La capacité installée de toutes les unités intégrées s'établit en 2014 à 38 137 000 m²/an, répartie entre carreaux céramiques de revêtement mural (faïence), grès en mono-cuisson et grès porcelaine. Sur les 8 unités, seules 3 d'entre elles produisent du grès porcelaine.

La répartition des capacités installées en Tunisie pour ces différentes catégories est la suivante :



Le classement par groupe place Carthago Ceramic (groupe Poulina) en position de leader dans le secteur des carreaux céramiques en Tunisie, avec une part de marché de 32,74% et une présence sur toutes les activités du secteur.

La SOMOCER et la SOTEMAIL occupent la position de challenger avec une capacité totale de 10 200 000 m²/an, soit 26,75% de la capacité sectorielle.

Quant aux unités d'émaillage installées en Tunisie (6 unités), elles produisent exclusivement des carreaux céramiques de revêtement mural (Faïence) et n'assurent que l'émaillage du carreau support.

Dans l'ensemble, le secteur des carreaux céramiques en Tunisie a connu d'importantes mutations au cours de ces dernières années. Sur le marché local, la hausse de la production liée à l'augmentation des capacités de production d'une part, et l'amplification de l'importation d'autre part, ont contribué à l'accroissement de l'offre nationale des carreaux céramiques. Ceci a été ravivé par un contexte économique défavorable en Tunisie et la régression des exportations vers ses clients historiques, principalement la Libye.

Tous ces éléments ont contribué à la constitution d'un stock important de produits finis qui est estimé pour le secteur à plus de 10% de la production (plus de 3,4 millions de m²).

Afin de remédier à cette problématique conjoncturelle, deux axes principaux peuvent être mis en avant, dans l'attente de la reprise du marché local. La première consiste à améliorer l'encadrement des importations de la part des pouvoirs publics, la seconde réside dans la conquête de nouveaux marchés à l'export où de réelles opportunités existent dans l'attente d'un retour à la normal du marché libyen qui ne peut être anticipé à court terme.

De par sa nature d'activité, SOMOCER a alloué une enveloppe importante aux Investissements

Au cours de ces dernières années, les investissements engagés par la SOMOCER ont porté essentiellement sur :

UNITÉ DE POUDRE

La mise en place d'une unité de poudre : Pour satisfaire les besoins du groupe en poudre atomisée (principal intrant dans la production des carreaux céramiques), la SOMOCER a procédé à une intégration verticale par la mise en place d'une unité de poudre.

✓ Cette unité a permis à la SOMOCER d'assurer une économie d'échelle au niveau de ses achats, d'accroître ses revenus par la vente de la poudre atomisée (17 MDT en 2014) et surtout pour rentabiliser ses investissements liés à l'unité de cogénération.

🏠 Le coût de cette unité a totalisé la somme de 20 MDT.

PMN ET REMISE EN ÉTAT

Des investissements de remise en état : Face à l'évolution technologique et aux mutations des exigences de ses clients, la SOMOCER opère annuellement des investissements de remise en états, notamment l'introduction de l'impression digitale pour la décoration des carreaux, l'intégration d'un nouveau séchoir horizontal bicanal ou encore la rénovation des process et fours.

✓ Ces actions permettent à la société de développer de nouvelles gammes de produits avec une meilleure qualité d'une part, et de maîtriser la consommation énergétiques liée à l'obsolescence des machines, d'autres part.

🏠 Ces investissements nécessitent en moyenne une enveloppe annuelle de 3 à 4 MDT.

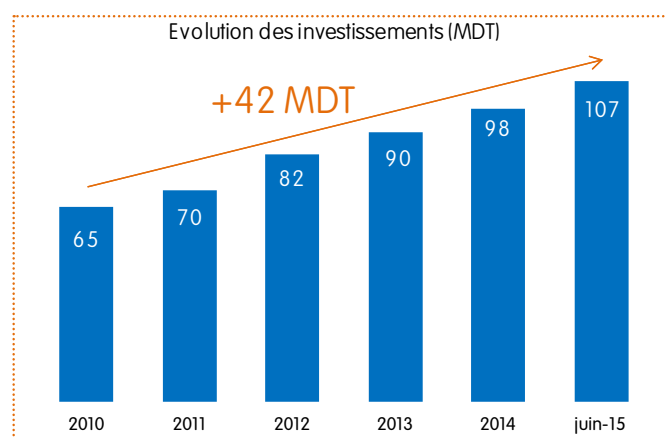
COGÉNÉRATION

En 2015, la société a entamé des investissements de mise en place d'une unité de cogénération, suite au réajustement à la hausse des tarifs de la STEG, opéré depuis 2013.

✓ Cette unité permettra à la SOMOCER de rationaliser ses dépenses énergétiques, en éliminant sa facture d'électricité et en vendant l'excédent à la STEG. Désormais, la société n'a qu'à payer sa facture de gaz. Les gains bruts issus de cet investissement sont estimés à 3,7 MDT par an.

🏠 Le coût d'investissement est estimé à 11 MDT (9 MDT alloué en 2015).

Depuis 2010, les investissements ont évolué sur un trend haussier marquant ainsi un surcroît de 42 MDT pour atteindre les 107 MDT en Juin 2015, tel qu'illustré dans le schéma ci-dessous:



ANALYSE FINANCIÈRE RÉTROSPECTIVE

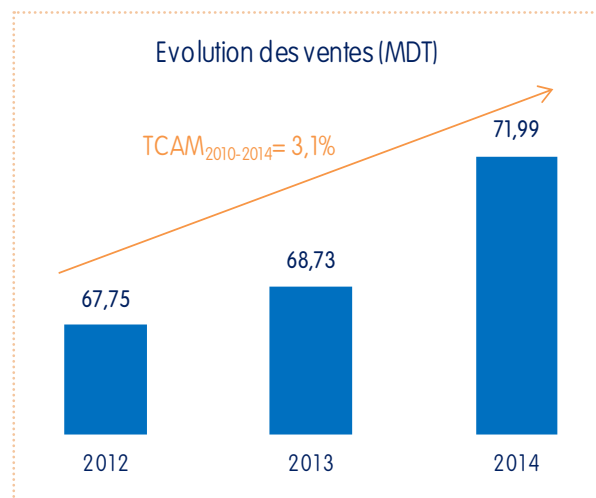
Évolution de l'activité

Entre 2012 et 2014, le chiffre d'affaires de la SOMOCER est passé de 67,75 MDT à 71,99 MDT, soit un TCAM de 3,1%.

Les carreaux en grès représentent la locomotive des ventes de la SOMOCER avec une part de 35,8% du total de son chiffre d'affaires en 2014, suivis par les carreaux en faïence avec une part de 27,7%, soit une valeur de 19 967 mDT.

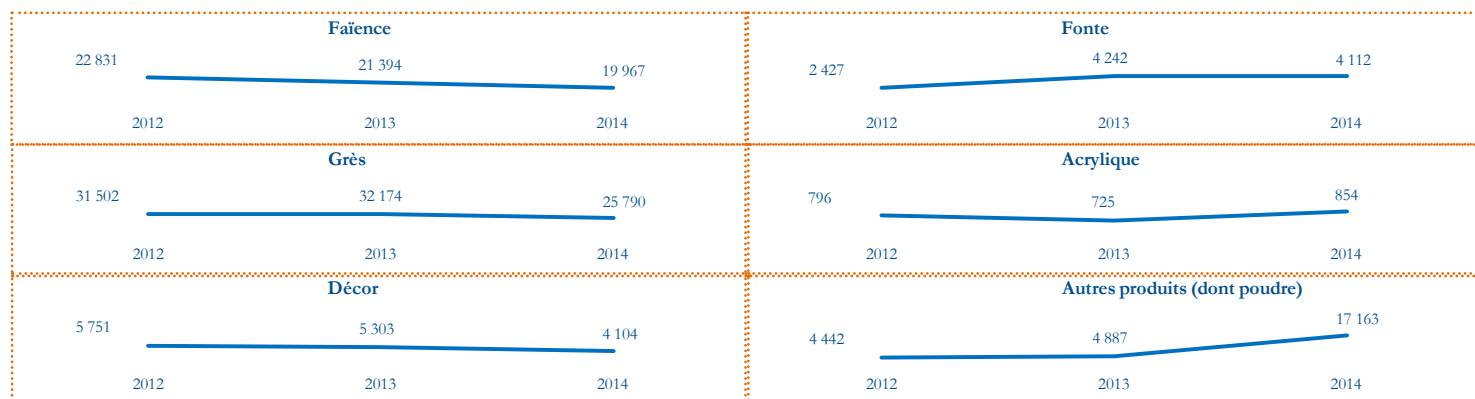
Par rapport à son activité « baignoire », la majorité des ventes est générée par les baignoires en fonte. Ces derniers ont contribué de 5,7% aux produits d'exploitation de la SOMOCER en 2014. Par ailleurs, les ventes en poudre, destinées en grande partie à la société du groupe SOTEMAIL, ont assuré plus de 23% du chiffre d'affaires de la SOMOCER ont 2014.

En ce qui concerne l'activité baignoires, la baisse des ventes des baignoires en fonte, qui représentent la grande partie des produits écoulés, a été compensée par l'augmentation des ventes des baignoires en acrylique, entraînant la stagnation des volumes commercialisés de cette activité.



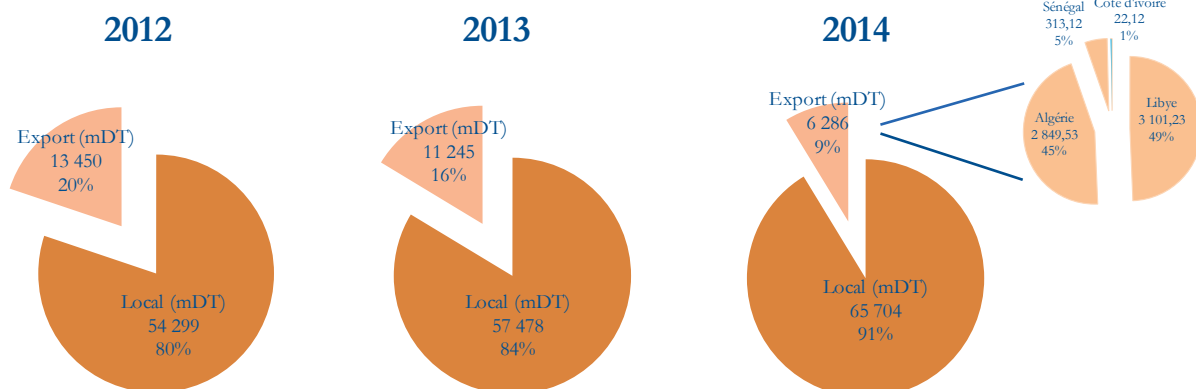
Source: Etats financiers SOMOCER

Répartition des ventes de la SOMOCER par produit (2012-2014)



Source: Etats financiers SOMOCER

Par marché cible, le chiffre d'affaires de la SOMOCER a été généré à concurrence de 91,3% sur le marché local. La part des ventes à l'export a nettement diminué entre 2013 et 2014, passant de 16,4% à 8,7%, respectivement.



Source: Etats financiers SOMOCER

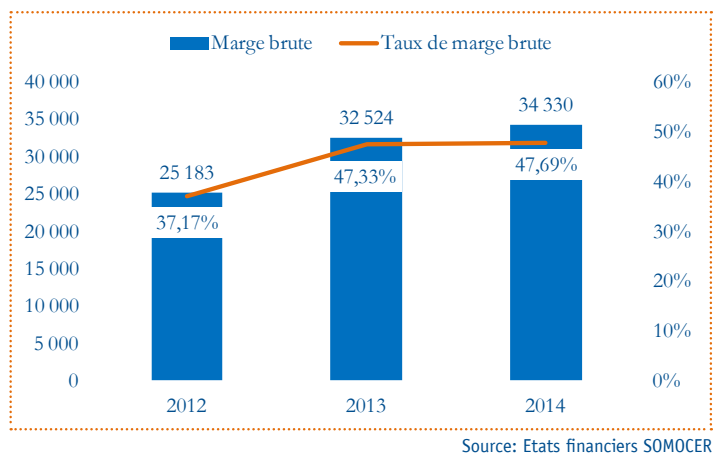
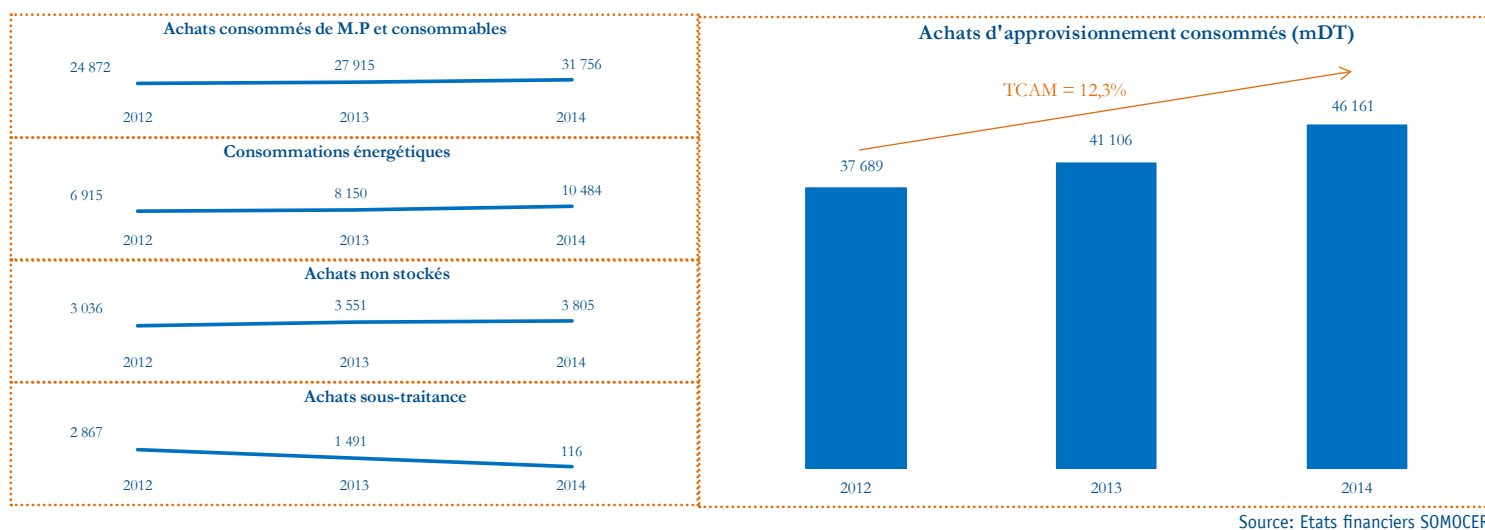
Historiquement, la SOMOCER était présente sur plusieurs marchés à l'étranger, notamment en Irak, Russie, Royaume-Unis, Canada, Grèce, etc. Toutefois, l'importance de la demande du marché libyen et sa

proximité géographique ont incité la société à favoriser l'écoulement de ses produits sur ce marché, quitte à l'abandon de leur commercialisation vers d'autres destinations. Ceci a entraîné une forte dépendance de la société vers le marché libyen.

De ce fait, la détérioration des conditions sécuritaires en Libye a beaucoup impacté les ventes à l'export de la SOMOCER, entraînant leur diminution considérable.

Evolution des marges

Parallèlement à l'évolution du chiffre d'affaires, les achats d'approvisionnement consommés de la SOMOCER ont évolué entre 2013 et 2014, pour s'établir à 46 161 mDT, in fine. Les achats consommés de matière première et des consommables accaparent la part la plus importante des approvisionnements de la société (68,7% en 2014), suivis par la consommation énergétique, dont la hausse est expliquée par la levée des subventions énergétiques de l'État en 2014.

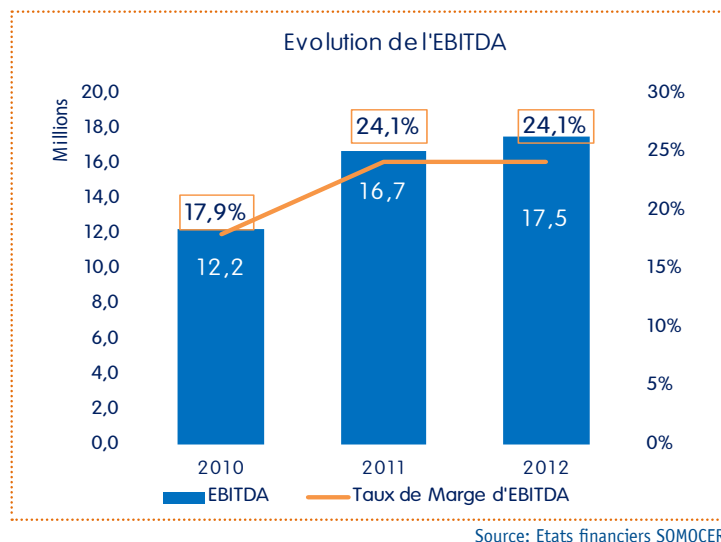


Entre 2012 et 2014, malgré la hausse des achats, la marge brute de la SOMOCER a connu une ascension continue, passant de 25 183 mDT à 34 330 mDT.

Cette hausse est tributaire à l'accroissement du chiffre d'affaires enregistré sur cette période.

Suivant la même lignée, le taux de marge brute s'est inscrit en hausse passant de 37,1% à 47,7%.

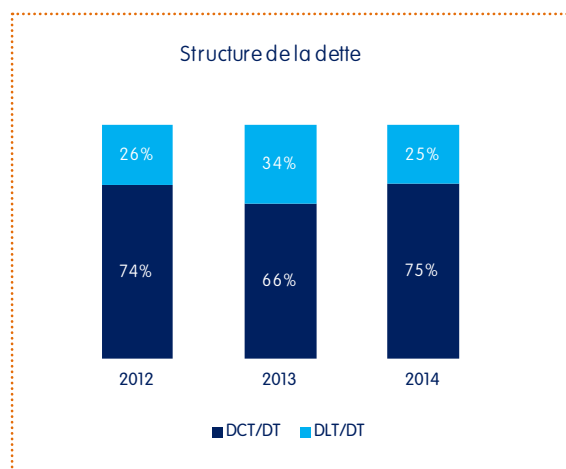
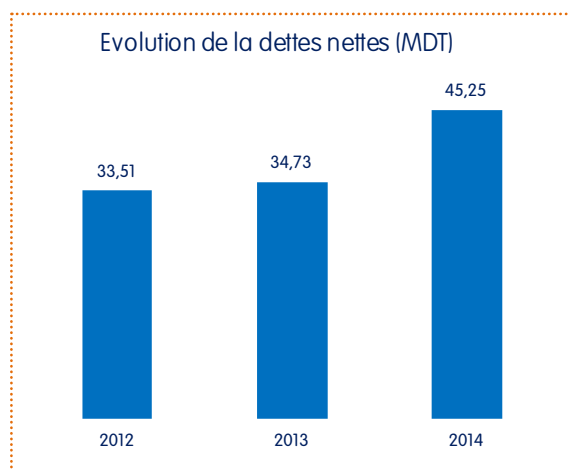
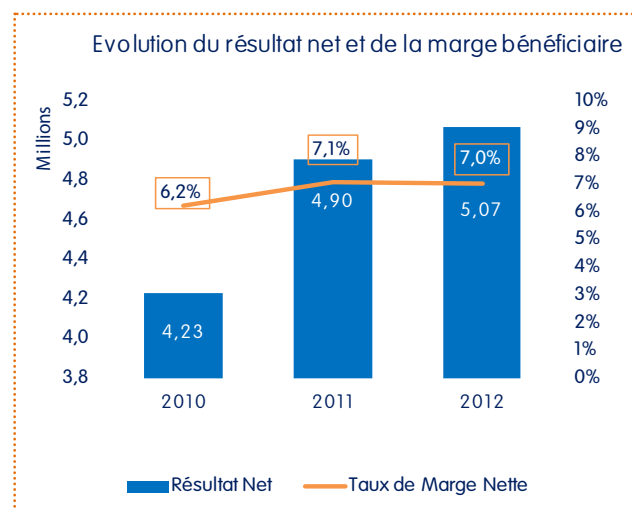
Par ailleurs, malgré la hausse des charges de personnel, qui représentent 16,5% du chiffre d'affaires 2014, le taux de marge d'EBITDA de la SOMOCER demeure à un niveau confortable de 24,1%.



En dépit des marges brute et d'EBITDA confortables de la société, SOMOCER se retrouve avec une marge nette modérée de 7,1% en 2014. Cette marge a été pénalisée par l'importance des charges financières de la société liées à ses engagements bancaires.

En effet, outre l'emploi de ses cash flows pour le financement de ses investissements, la société a fait recours au financement bancaire pour assurer son développement. A noter que depuis 2015, que la SOMOCER n'a procédé à aucun renforcement de ses fonds propres.

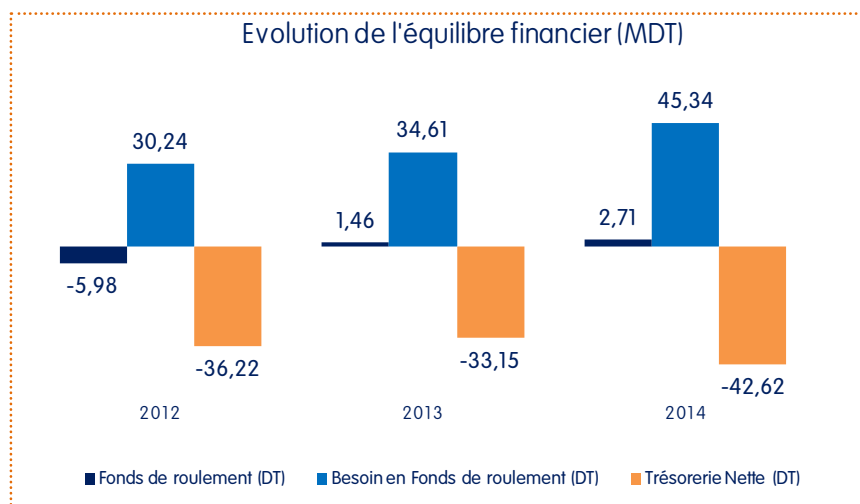
Structure d'endettement



Le recours à l'endettement pour financer une partie de des investissements de la SOMOCER a entraîné une ascension de son niveau de dette. Les dettes nettes sont passées de 35,51 MDT en 2012 à 45,25 MDT en 2014.

La structure d'endettement fait ressortir une prépondérance des dette à court termes par rapport aux dettes totales de la société, attestant d'un déséquilibre de la structure d'endettement de la SOMOCER.

Équilibre financier



Les nouveaux investissements réalisés couplés à la régression des ventes sur le marché Libyen ont induit à l'augmentation du niveau des stocks et par conséquent de celui du BFR.

Tous ces éléments ont contribué à créer des tensions sur la trésorerie de la société qui ressort à des niveaux négatifs sur toute la période.

PLAN D'ACTION*

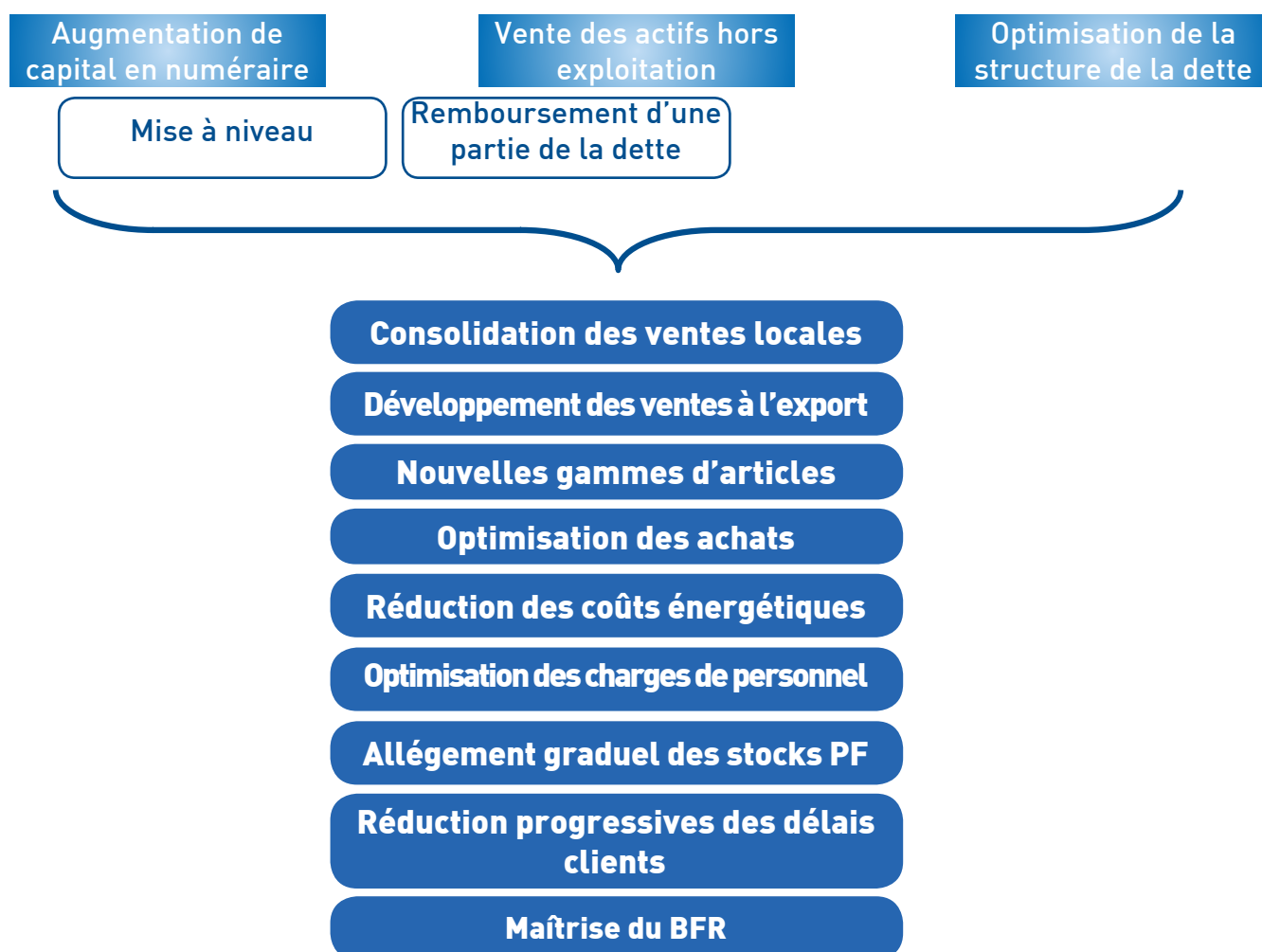
Afin de remédier aux problèmes de trésorerie et de déséquilibre financier cumulés lors des exercices précédents, le management de la SOMOCER a notifié, lors de la dernière communication financière réalisée, que l'accent sera mis sur le volet financier, à court et à moyen terme.

Le plan d'action de la société SOMOCER sera axé sur trois volets à savoir, une augmentation de son capital en numéraire, la vente d'une partie de ses actifs hors exploitation et l'optimisation de la structure de sa dette.

L'augmentation de capital en numéraire décidée (première augmentation de capital en numéraire depuis 2005) porte sur l'émission de 8 131 200 actions nouvelles au prix d'émission de 1,8 DT (1 DT de nominal et 0,800 DT de prime d'émission), à raison d'une (1) action nouvelle pour quatre (4) actions anciennes. Le montant total de l'opération est de 14 636 160 DT. Le 29 avril 2016, le Conseil du Marché Financier a accordé son Visa pour la réalisation de cette opération.

Quant à l'optimisation de sa structure d'endettement, la société a déclaré, lors de la publication de ses indicateurs d'activité du premier trimestre 2016, que des pourparlers avec ses banques partenaires ont été engagés et que ces négociations sont à un stade de concrétisation avancé.

Le plan d'action mis en place par SOMOCER se détaille comme suit :



*Source : Communication financière de la société

ANALYSE FINANCIÈRE PRÉVISIONNELLE

La stratégie de développement de la SOMOCER sur la période 2015-2020 se base principalement sur la consolidation de ses parts de marché en Tunisie et l'élargissement de son spectre des marchés à l'export. Ceci permettra à la société de redresser la courbe et surmonter la contre performance de 2015, due à l'arrêt de l'export vers la Libye compte tenu de ses conditions sécuritaires d'une part, et la diminution des ventes en Algérie liée à la dépréciation du dinar Algérien, d'autre part.

Afin d'atteindre ces objectifs, la société s'est basée sur les principales hypothèses suivantes :

- Le renforcement de ses activités ayant des marges brutes plus importantes, notamment l'activité décor,
- L'optimisation de ses charges fixes,
- L'attribution des moyens nécessaires aux équipes commerciales afin de développer davantage l'activité export.

Indicateurs d'activité au 31/03/2016

Au titre du premier trimestre de l'exercice 2016, le chiffre d'affaires total de la SOMOCER s'est établi à 18,5 MDT, en quasi-stagnation par rapport à la même période, une année auparavant. Les efforts consentis par la société depuis le début de cette année ont commencé à porter leurs fruits avec des revenus à l'export en hausse de plus de 44%. Par ailleurs, la société a déclaré que son carnet de commandes fermes sur le marché export est estimé, à mi-avril 2016, à plus de 4 MDT, soit plus de son chiffre d'affaires export enregistré en 2015.

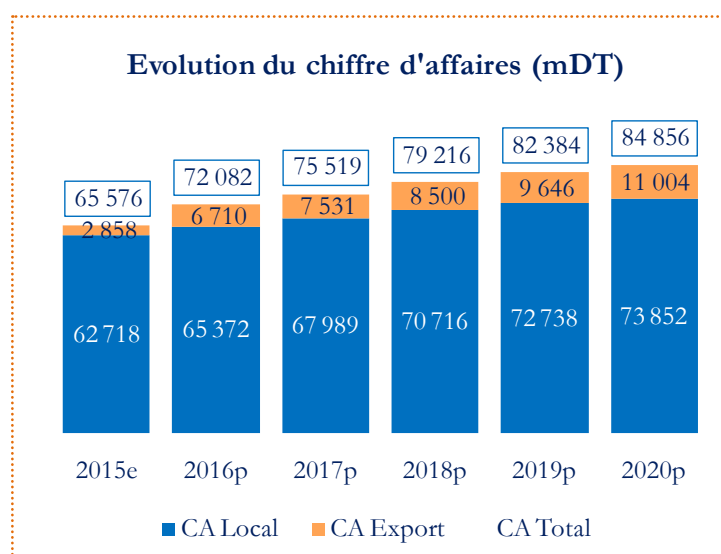
Ce début d'année a été également marqué par l'entrée en exploitation de la nouvelle unité de cogénération installée et qui a permis de générer un chiffre d'affaires de 0,283 MDT, issu des ventes de l'excédent d'électricité à la STEG.

Du côté de la dette, les endettements bancaires se sont établis à 67,055 millions TND, contre 53,259 millions TND au 31 mars 2015, soit une hausse de 25,9%. Néanmoins, cette hausse est limitée à 6% par rapport au 31/12/2015.

Analyse financière prévisionnelle 2015e - 2020p

Le chiffre d'affaires de SOMOCER augmenterait à un taux de croissance annuel moyen de 5,3% sur la période 2015-2020, passant de 65,6 MDT en 2015 à 84,9 MDT en 2020. Cette hausse est expliquée par les efforts commerciaux à déployer pour l'entrée à de nouveaux marchés à l'export et l'exploitation de la nouvelle unité de production de poudre.

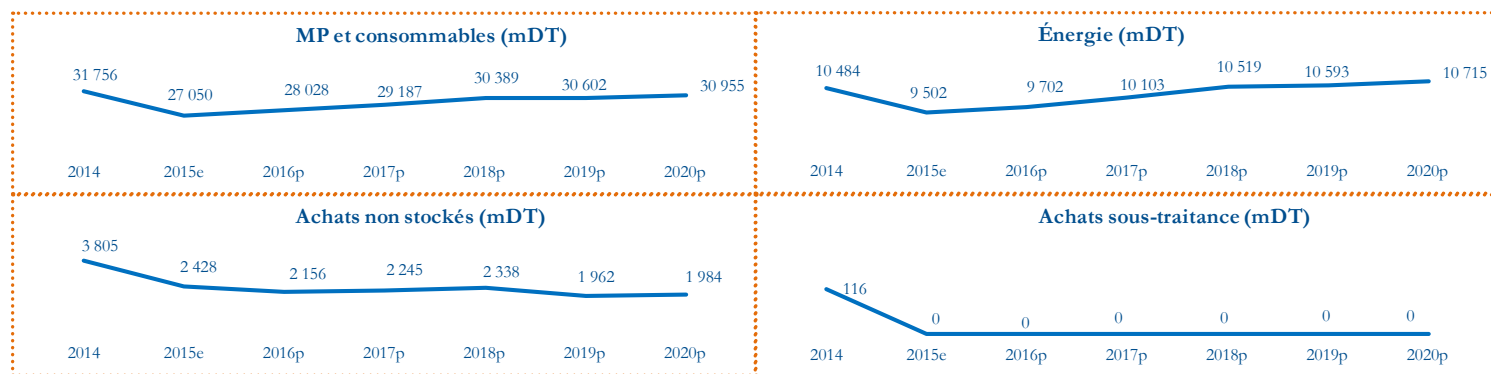
Chiffres à l'appui, les ventes locales ne croîtront que de 3% annuellement entre 2015 et 2020. En revanche, les ventes à l'export évolueront à une TCAM de 31% sur la même période. A ce niveau, il est à mentionner que lors de l'établissement de la stratégie de croissance de ses ventes à l'étranger, la SOMOCER, par mesure de prudence, n'a pas tenu compte d'une éventuelle reprise de ses activités sur la marché Libyen.



Source: Prospectus SOMOCER

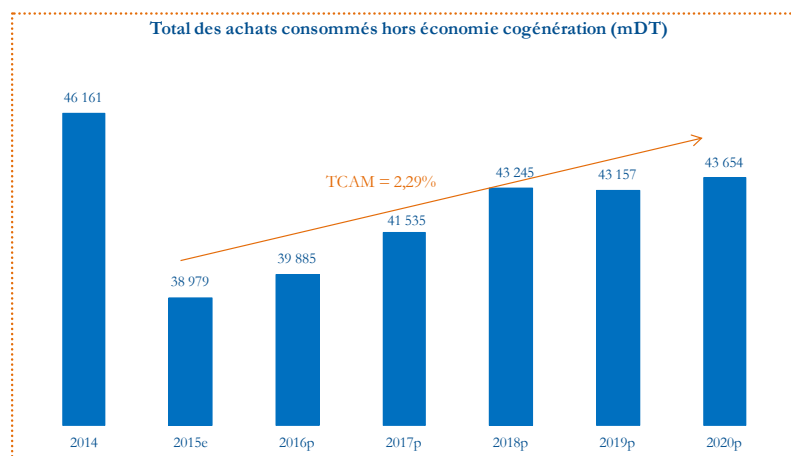
Les achats des matières premières et consommables sont constitués principalement par les achats de matières premières Grès, Faïence et Fonte. En raison de la nature de son activité énergivore, la SOMOCER a procédé à la mise en place, courant 2015, d'une unité de cogénération qui lui permettra de réduire sa consommation énergétique et en conséquent, ses coûts de production. Une comparaison des coûts des achats consommés de la SOMOCER avec et sans économie de cogénération, permettra de démontrer l'impact de ces investissements réalisés.

• Sans impact de la cogénération :



Source: Prospectus SOMOCER

Les achats de matières premières et consommables évolueront à un taux de croissance annuel moyen de 3% sur la période des projections, passant de 27 MDT en 2015 à 31 MDT en 2020. Elles représenteront 49% de la valeur de la production totale à l'horizon de 2020, contre 39% en 2015.



Source: Prospectus SOMOCER

Les charges relatives à l'énergie représentent principalement la consommation de l'usine en gaz (61,7%) et en électricité (42,3%). Suite à l'augmentation du prix de l'énergie en Tunisie en 2014, ces charges ont augmenté pour représenter 13% de la valeur totale de la production de SOMOCER en 2014 contre 11,1% en 2012 et 2013.

Pour faire face à la montée de ces charges, la SOMOCER a investi dans une unité de cogénération en vue de réaliser des économies d'énergie et ainsi améliorer le taux de sa marge

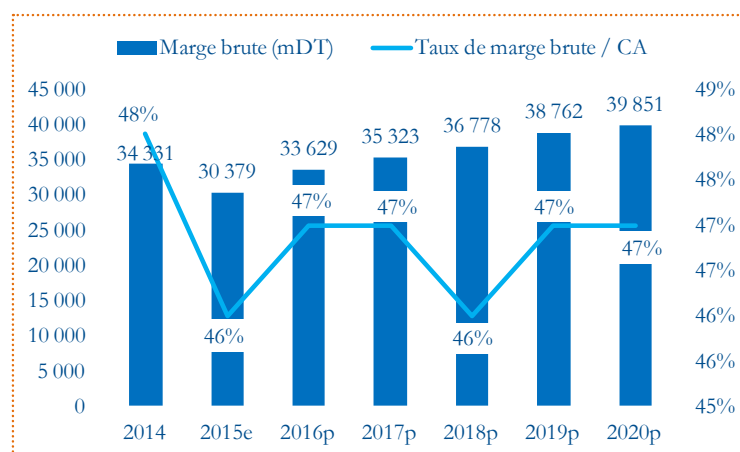
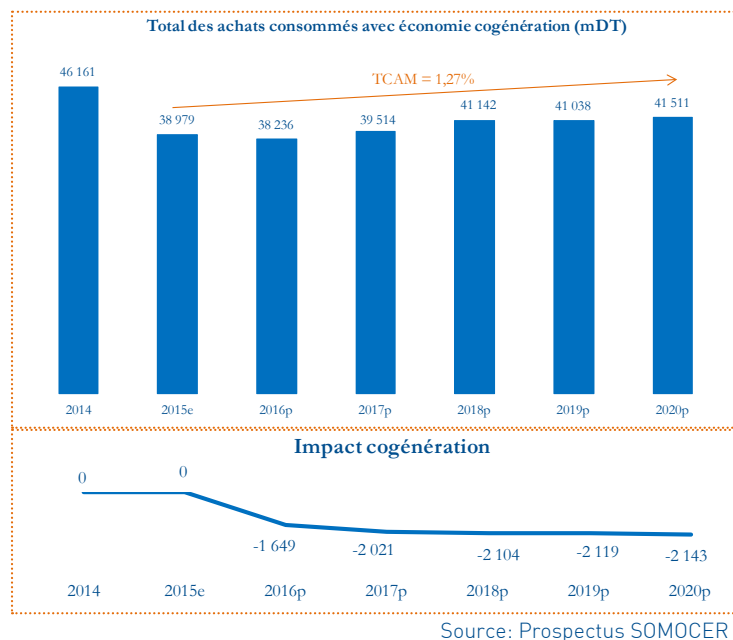
brute. En l'absence de cet investissement, le management a estimé que les charges d'énergie continueront leur tendance haussière et représenteraient pas moins de 13,5% de la valeur totale de la production annuelle sur la période des projections 2015-2020.

Par ailleurs, les achats non stockés sont constitués principalement des achats relatifs aux pièces de rechanges et lubrifiants nécessaires pour le fonctionnement de l'usine. Ces achats représentent en moyenne 4,7% de la valeur totale de la production annuelle de SOMOCER sur la période d'analyse 2012-2014.

Le management envisage de minimiser certaines des charges relatives aux achats non stockés en négociant les meilleures conditions de prix avec certains fournisseurs. A cet effet; les achats non stockés représenteront 3,5% de la valeur de la production en 2015 pour ensuite se stabiliser à 3% sur le reste de la période des projections.

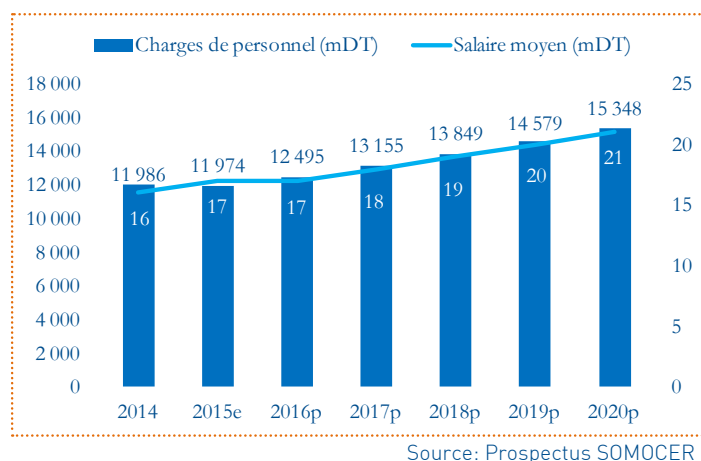
• Avec impact de la cogénération

Parmi les investissements dont la rentabilité économique est intéressante au sein des usines de céramiques figure le projet de cogénération. En effet, SOMOCER consomme une quantité importante de chaleur au niveau du procédé de fabrication. Cet investissement va lui permettre d'économiser 17% sur la facture énergétique, soit une valeur nette de 2,1 MDT à fin 2020.



Source: Prospectus SOMOCER

Ces économies d'énergie permettront une amélioration du taux de marge brute de SOMOCER d'une moyenne de 2,5% sur la période des projections. Ces derniers permettront à la société de conserver un taux de marge brute quasi stable entre 2016 et 2020.



L'effectif moyen de SOMOCER demeure constant sur la période des projections, soit 713 employés. Par contre, en vue d'optimiser l'utilisation du cogénérateur, le management prévoit de recruter trois techniciens de maintenance.

Les charges de personnel vont évoluer avec un taux de croissance annuel moyen de 5% entre 2015-2020, pour passer de 12,5 MDT en 2015 à 15,4 MDT en 2020. Elles représenteront en moyenne 18% des revenus sur la même période.

Les autres charges d'exploitation évolueront à un taux de croissance annuel moyen de 7% entre 2015-2020, pour passer de 5,3 MDT en 2015 à environ 8 MDT en 2020. Elles se détaillent comme suit:

en mDT	2014	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TCAM 15-20
Loyers	175	267	280	294	309	325	341	5%
Assurances	329	352	370	388	407	428	449	5%
Entretiens & réparations	461	426	447	470	493	518	544	5%
Honoraires	308	266	314	370	437	516	609	18%
Publicité & propagande	1 207	623	1 081	1 133	1 188	1 236	1 273	15%
Autres services extérieurs	415	457	475	494	514	534	556	4%
Transport sur ventes export	65	27	60	68	76	87	99	30%

Transport sur ventes locales	80	76	65	68	71	73	74	-1%
Transport & déplacement	115	134	139	145	151	157	163	4%
Carburant	163	171	179	188	198	208	218	5%
Missions & réceptions	302	310	326	342	359	377	396	5%
Dons & subventions	303	300	318	337	357	379	401	6%
Jetons de présence	188	188	191	195	199	203	207	2%
Services bancaires	520	419	450	500	550	600	600	7%
Impôts & taxes	615	388	432	453	475	494	509	6%
Commissions sur ventes	320	143	335	377	425	482	550	31%
Maintenance cogénération	0	0	800	840	882	926	972	
Transfert de charge	-235	0	0	0	0	0	0	
Autres charge d'exploitation	5 333	4 546	6 264	6 661	7 091	7 541	7 960	12%
<i>En % des revenus</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	

Source: Prospectus SOMOCER

En vue de booster les ventes, le business plan prévoit une augmentation du budget «Publicité & Propagande» qui représenterait désormais 1,5% des revenus de SOMOCER. Les charges de transport sur ventes export vont évoluer à un taux de croissance annuel moyen de 30% et représenteront 0,9% des revenus des ventes à l'export.

Les commissions sur ventes sont estimées à 5% des ventes à l'export et évolueront à un taux de croissance annuel moyen de 31% sur la période des projections.

Le business plan prévoit les charges relatives à la maintenance du cogénérateur à 0,8 MDT en 2016. Cette charge évoluera à un taux de 5% sur la période des projections.

Plusieurs rubriques des autres charges d'exploitation évolueront en corrélation avec les ventes à l'export (TCAM de 32%). Pour cette raison, les autres charges d'exploitation évoluent à un rythme plus soutenu que celui du total des revenus de SOMOCER (TCAM de 5%).

Redressement progressif des charges financières

Les charges financières de la société SOMOCER vont passer de 7,8 MDT en 2014 à 5,1 MDT à fin 2020, soit une baisse annuelle moyenne de 8%.

Quant aux produits de placement, ils connaîtront une hausse annuelle moyenne de 19%, pour s'établir à 2,6 MDT à fin 2020.

en mDT	2014	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TCAM 15-20
Charges financières	7 567	7 899	6 955	6 278	5 607	5 255	5 141	-8%
Gains / (Pertes) ordinaires	-2 675	200	250	250	250	250	250	5%
Produits des placements	1 838	1 145	760	1 779	1 956	2 150	2 686	19%

Source: Prospectus SOMOCER

Par rapport à l'évolution prévisionnelle de l'équilibre financier, elle se présente comme suit:

en mDT	2014	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TCAM 15-20
Stocks	33 867	37 093	39 026	38 426	37 857	35 154	31 541	-3%
Clients	14 564	23 327	27 225	27 077	26 879	26 376	25 546	2%
Autres actifs courants	9 386	7 186	5 925	5 173	5 426	5 643	5 812	-4%
Fournisseurs	18 722	21 559	17 774	16 552	17 362	18 057	18 599	-3%
Autres passifs courants	4 590	4 492	4 937	5 173	5 426	5 643	5 812	5%
BFR	34 505	41 555	49 465	48 951	47 374	43 473	38 489	-2%
Revenus	71 990	65 576	72 082	75 519	79 216	82 384	84 856	5%
BFR en jours CA	175	231	250	237	218	193	166	-6%
Variation du BFR	12 497	7 050	7 910	-514	-1 577	-3 901	-4 984	

Source: Prospectus SOMOCER

Le délai de rotation des stocks de matières premières va passer de 70 jours de production en 2015 à 75 jours sur la période 2016-2020. Le délai de rotation des stocks de PF et encours est de 151 jours de chiffre d'affaires (hors poudre) et va baisser progressivement sur la période des projections pour atteindre 70 jours de chiffres d'affaires (hors poudre) en 2020.

La mévente rencontrée par SOMOCER en 2014 et 2015 a causé l'accroissement du délai de rotation des stocks de produits finis. Ce dernier était de 51 jours de chiffre d'affaires en 2013.

Le délai de règlement des clients est de 130 jours de chiffre d'affaires en 2015. Le management de SOMOCER prévoit de réduire les délais moyens d'encaissements des règlements des clients sur la période prévisionnelle pour se stabiliser à 110 jours de chiffre d'affaires en 2020.

Le délai de règlement des fournisseurs connaîtra une baisse continue sur la période 2014-2016 et se stabilisera à 80 jours de chiffre d'affaires à partir 2017.

La baisse du BFR permettra à SOMOCER de générer de la trésorerie et d'améliorer son équilibre financier.

Compte d'exploitation prévisionnel de la SOMOCER

État de résultat (mDT)	2014	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Revenus	71 991	65 576	72 082	75 519	79 216	82 384	84 856
Autres produits d'exploitation	482	539	2 272	2 369	2 460	2 544	2 645
Total des produits d'exploitation	72 473	66 116	74 354	77 888	81 676	84 929	87 501
Var. des stocks de PF & encours	8 501	3 782	401	-1 299	-1 296	-2 791	-3 791
Achats d'App. Consommés	-46 161	-38 979	-38 236	-39 514	-41 142	-41 038	-41 511
Marge	34 813	30 918	36 519	37 075	39 238	41 099	42 199
Charges de personnel	-11 986	-11 974	-12 528	-13 189	-13 885	-14 618	-15 389
Autres charges d'exploitation	-5 333	-4 546	-6 264	-6 661	-7 091	-7 541	-7 960
EBITDA	17 494	14 398	17 727	17 224	18 262	18 941	18 851
Marge d'EBITDA	24,30%	21,96%	24,59%	22,81%	23,05%	22,99%	22,22%
Dot. Aux Amort. & Prov.	-2 861	-5 657	-6 420	-6 531	-6 666	-6 747	-6 985
EBIT	14 633	8 741	11 307	10 693	11 596	12 194	11 866
Marge d'EBIT	20,33%	13,33%	15,69%	14,16%	14,64%	14,80%	13,98%
Charges financières nettes	-7 567	-7 899	-6 955	-6 278	-5 607	-5 255	-5 141
Produits financiers	1 838	1 145	760	1 779	1 956	2 150	2 686
Résultat avant impôt	6 228	1 987	5 112	6 194	7 944	9 090	9 411
Impôts sur les sociétés	-1 156	-484	-1 207	-1 456	-1 858	-2 113	-2 170
Résultat Net	5 072	1 503	3 906	4 738	6 086	6 977	7 241
Marge Nette	7,05%	2,29%	5,42%	6,27%	7,68%	8,47%	8,53%

Source: Prospectus SOMOCER

Le Business Plan prévisionnel de la SOMOCER dévoile une meilleure maîtrise de la marge nette qui va dépasser les 8,5% à l'horizon de 2020. Une projection qui est fondée sur la réalisation du plan d'actions mis en place par la société.

VALORISATION DE LA SOCIÉTÉ SOMOCER

Pour la valorisation de la société SOMOCER, trois méthodes d'évaluation ont été retenues:

- La méthode de Discounted Cash Flows (DCF),
- La méthode des Free Cash Flows discrétionnaires (FCF),
- La méthode des comparables.

Paramètres de valorisation

Calcul du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation choisi est le coût moyen pondéré du capital (WACC), pour les méthodes DCF et le coût des fonds propres pour la méthode des Free Cash Flows Discrétionnaires. Pour la détermination de ces taux, les hypothèses suivantes ont été retenues:

Hypothèses	2015
Fonds Propres (FP)	58 375
Dettes Nettes (D)	61 186
Valeur d'Entreprise (VE)	119 561
D/VE	51,2%
FP/VE	48,8%
D/FP	104,8%
Taux d'impôt effectif	24,3%
r_f (BTA 10 ans - Courbe 4 mai 2016)	6,8%
Prime de risque	7,8%
Bêta sans dettes	0,9
Bêta endetté	1,6
Coût des fonds propres	19,4%
Coût de la dette	7,5%
WACC	12,4%

Actifs hors exploitation

Pour la détermination de la valeur des fonds propres de la SOMOCER, nous avons jugé opportun de tenir compte de la valeur réévaluée de ses actifs hors exploitation. En effet, la SOMOCER dispose de plusieurs participations dans différentes sociétés. Selon le management de la société, un programme de création de holding permettra l'injection potentielle de plus de 60 MDT dans la SOMOCER, issue du transfert de ces actifs à cette holding à créer. L'état de ces participations se présente comme suit:

Participations	Montant en mDT
SOTEMAIL (cotation du 5 mai 2016)	27 109,24
Pyramide du Lac	12 000
ABC	10 000
SOMOSAN	3 200
Autres actifs hors exploitation	8 000
Total	60 309,24

La méthode DCF

Selon cette méthode, la valeur d'entreprise correspond à la somme des cash flows actualisés au coût moyen pondéré du capital (WACC) majorée par la valeur terminale et actualisée sur la période d'évaluation. La période d'actualisation s'étend entre avril 2016 et décembre 2020, soit 4,8 ans. Le taux de croissance à l'infini (g) est de 1,5%.

mDT	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
EBITDA	17 727	17 224	18 262	18 941	18 851
Impôt IS	-1 027	-1 038	-1 414	-1 690	-1 733
Variation du BFR	7 910	-514	-1 577	-3 901	-4 984
Investissements d'exploitation	-3 030	-2 035	-2 040	-2 050	-2 060
Free cash flow	5 760	14 665	16 384	19 102	20 041
CMPC	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
CF actualisés	5 247	11 889	11 820	12 264	11 451
Somme des Cash Flows actualisés				52 671	
Valeur terminale				187 169	
Valeur terminale actualisée				106 942	
Valeur d'entreprise				159 613	
Dettes nettes 31/12/2015				61 186	
Valeur des fonds propres de la société				98 427	
Actifs hors exploitation				60 309	
Valeur totale SOMOCER				158 736	
Nombre d'actions (En milliers, après augmentation de capital)				40 656	
Valeur par action (DT)				3,904	

Selon la méthode DCF, la valeur des fonds propres de la société SOMOCER ressort à 158,736 mDT, soit 3,904 DT par action.

La méthode des FCF discrétionnaires

Les Free Cash Flows discrétionnaires représentent le cash disponible pour les actionnaires après le financement de toutes les dépenses liées à l'investissement et le paiement des charges liées à l'exploitation de la société. La valeur des fonds propres de l'entreprise correspond à cet effet, à la somme des free cash flows actualisés au coût des fonds propres, majorée par la valeur terminale et actualisée sur la période d'évaluation.

La période d'actualisation s'étend entre avril 2016 et décembre 2020, soit 4,8 ans. Le taux de croissance à l'infini (g) est de 1,5%.

mDT	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Résultat Net	3 325	3 377	4 632	5 579	5 784
Amortissements	(6 420)	(6 531)	(6 666)	(6 747)	(6 985)
Variation du BFR	7 910	(514)	(1 577)	(3 901)	(4 984)
Investissements d'exploitation	(3 030)	(2 035)	(2 040)	(2 050)	(2 060)
Free Cash Flows (FCF)	(1 195)	8 388	10 834	14 177	15 693
CMPC = KFP	19,38%	19,38%	19,38%	19,38%	19,38%
FCF actualisés	(1 037)	6 097	6 597	7 231	6 704

Somme des FCF actualisés	25 592
Valeur terminale	89 061
Valeur terminale actualisée	38 048
Valeur des fonds propres de la société	63 641
Actifs hors exploitation	60 309
Valeur Totale SOMOCER	123 950
Nombre d'actions (En milliers, après augmentation de capital)	40 656
Valeur par action (DT)	3,049

Selon la méthode des Free Cash Flows discrétionnaires, la valeur des fonds propres de la société SOMOCER ressort à 123,950 MDT, soit 3,049 DT par action.

La méthode des comparables

La méthode des comparables est une méthode analogique qui permet de comparer l'entreprise à un échantillon de sociétés comparables, opérant dans le même secteur d'activité.

Les agrégats retenus pour la détermination de la valeur des fonds propres de la SOMOCER sont les multiples d'EBITDA et du résultat net de l'exercice 2016.

L'échantillon retenu est issu des travaux de Damodaran (janvier 2016) et est composé de 39 sociétés comparables à la SOMOCER, opérant dans le secteur de «Building Materials».

Multiple de PER	32,70
Multiple EV/EBITDA	11,42

Selon la méthode des multiples, la valeur moyenne par action de la société SOMOCER ressort à 3,074 DT.

Multiple de PER	
Résultat net 2016 (mDT)	3 325
Nombre d'actions	40 656
BPA (DT)	0,082
Valeur par action (DT)	2,674

Multiple EV/EBITDA	
EBITDA 2016 (mDT)	17 727
Capitalisation boursière (mDT)	202 442
Dettes nettes (mDT)	61 186
Fonds propres (mDT)	141 256
Nombre d'actions	40 656
Valeur par action (DT)	3,474

Synthèse de la valorisation

La synthèse des travaux d'évaluation de la société SOMOCER prend en considération une équipondération des résultats de la valorisation par les méthodes, DCF, FCF et les multiples, aboutissant à un cours moyen par action de 3,342 DT.

Valeur/action (DT)	
Méthode DCF	3,904
Méthode FCF	3,049
Méthode des multiples	3,074
Cours moyen par action	3,342

MAXULA BOURSE

Département
Recherches & Analyses

Rue du Lac Lemán, 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