

SOMOCER

NOTE DE VALORISATION

AFC

المستشارون الماليون العرب
Intermédiaire en Bourse

GROUPE ATB

Mai 2016

PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

Le groupe SOMOCER est l'un des acteurs majeurs du secteur de l'industrie céramique en Méditerranée. Il est composé de la société mère, d'une filiale (SOTEMAIL) spécialisée dans le grès dans la masse, de deux filiales (SANIMED et SOMOSAN) qui produisent les éléments sanitaires et d'une filiale de distribution des produits céramiques et sanitaires.

Chiffres clés du groupe :

- 10,2 millions de m2 de céramique
- 420 milles unités sanitaires
- 1500 salariés avec un taux d'encadrement de 17%.
- Patrimoine immobilier de 223 milles m².

L'usine de SOMOCER qui couvre plus de 51 000 m² est composée de 3 lignes de production de faïence et 2 de grès, 2 unités de production de poudre, une unité de décor faïence, 2 unités de production de baignoire acrylique et en fonte et une unité de cogénération pour les besoins en électricité.

MARCHÉ DE LA CÉRAMIQUE

Pour la période 2008-2014, le marché des carreaux céramiques a été marqué par une baisse de la demande globale concomitamment à une hausse de l'offre. En effet, sur cette période, le secteur a connu:

- Une hausse de la production de 26,2 Mo m2 à 34,1 Mo m2.
- Une forte baisse des exportations de 37 à 15 Mo de m2.
- Une progression de la consommation de 20,7 à 27,2 Mo m2.
- Une envolée de l'importation des carreaux céramique de 18 Mo m2 à 58 Mo m2.

La fermeture du marché Libyen est la principale cause de la baisse des exportations, alors que l'envolée des importations est due à la préférence du consommateur tunisien au produit importé d'une part et au dumping exercé par certains producteurs européens d'autre part.

Secteur : MATERIAUX DE CONSTRUCTION

Code ISIN : TN0007350010

Cours : 1,56 TND

Recommandation :

Acheter

ACTIONNARIAT

Nombre d'actions : 32 524 800
Valeur nominale : 1 DT

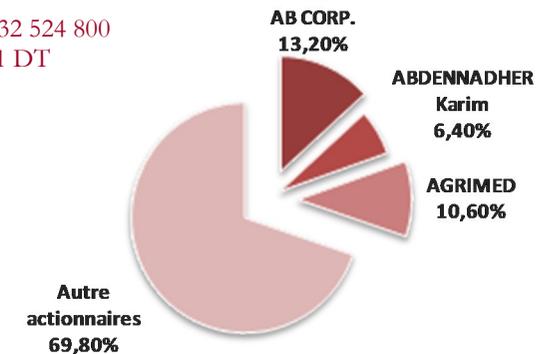
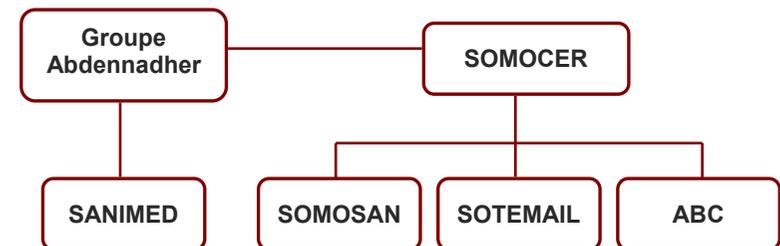


SCHÉMA DU GROUPE



ACTIVITÉ DE LA SOCIÉTÉ 2012-2014

Les revenus de la société ont enregistré une augmentation annuelle moyenne de 3% sur la période 2012-2014 pour atteindre 72 MDT en 2014. les coût des ventes ont enregistré une augmentation moyenne de 11% sur la même période. Ces coûts sont constitués de matières premières consommables (68,8%), le coût de l'énergie (22,7%), les achats non stocké (8,2%) et les achats de sous-traitance (0,3%).

Les charges de personnel ont sensiblement augmenté de 16% sur la période 2012-2014 alors que l'effectif n'a augmenté que de 20 nouvelles recrues pour passé de 710 employés en 2012 à 730 employés en 2014.

L'EBIT est passé de 8,61 MDT en 2012 à 14,63 MDT en 2014 enregistrant une augmentation moyenne par an de 30,4%. Les charges financières représentent plus de la moitié de l'EBIT de 2014 avec 7,57 MDT.

INVESTISSEMENTS RÉCENTS

Afin d'améliorer sa compétitivité, SOMOCER a continué à investir durant cette période. Les derniers investissements ont porté sur une enveloppe de 42 MDT et concerne :

- Une unité de cogénération (production de 5 Méga Watt d'électricité et l'équivalent de 10 Méga Watt d'énergie thermique) pour un montant de 11 MDT.
- Une unité de production de poudre (intranant pour la production du grès) pour un montant de 20 MDT.
- Un programme de mise à niveau pour un montant de 3 à 4 MDT annuellement.

Ces investissements conjugués à la hausse du BFR (suite à l'augmentation du stock) ont engendré une envolée de la dette. Sachant que cette dernière est composée à 81% de dettes court terme, un plan de restructuration s'imposait et d'où la décision de l'augmentation de capital en numéraire .

ETAT DE RÉSULTAT

(en MDT)	2012	2013	2014	TCAM
Chiffre d'affaires	67,75	68,73	71,99	3,1%
Marge brute	25,63	32,95	34,81	16,6%
Taux de marge brute	37,8%	48,0%	48,4%	
EBITDA	12,24	16,70	17,49	19,6%
EBITDA/CA	18,1%	24,3%	24,3%	
EBIT	8,61	9,86	14,63	30,4%
EBIT/CA	12,7%	14,3%	20,3%	
Charges financières	-4,75	-6,74	-7,57	26,2%
Résultat net	4,23	4,90	5,07	9,5%
Taux de marge nette	6,2%	7,1%	7,0%	

INDICATEURS FINANCIERS

(en MDT)	2012	2013	2014
Fonds propres	50,32	53,54	58,52
Dette nette	39,51	42,73	55,25
Actif immobilisé	64,35	66,26	69,27
BFR	25,48	30,01	44,51
Actif économique	89,83	96,27	113,77
Gearing	78,5%	79,8%	94,4%

La SOMOCER procèdera à une augmentation de son capital social par l'émission de 8 131 200 actions nouvelles à souscrire pour le porter à 40 651 200 dinars. Le prix de souscription à cette augmentation est de 1,8 DT, soit un dinar de nominal et 0,8 dinar de prime d'émission. Nous allons analyser l'opportunité de souscrire à cette opération en évaluant la SOMOCER. Nous nous sommes basé pour le calcul des flux futurs sur le Business plan individuel publié par la société qui nous semble prudent et réalisable. Après avoir calculé la valeur d'entreprise de SOMOCER nous retrancherons la dette et nous rajouterons la valeur des actifs hors exploitation (y compris les participations) réévalués. Pour les actifs hors exploitations, nous les avons évalués selon leur valeur de marché.

LE BUSINESS PLAN

Sur la période 2015-2020 le chiffre d'affaires individuel de SOMOCER augmentera de 5,3% par an pour passer de 65,6 MDT en 2015 à 84,9 MDT en 2020. Les revenus du marché local augmenteront de 3% annuellement sur la période, soit une prévision prudente. Pour l'export, le management a réalisé des efforts commerciaux pour diversifier ses ventes vers d'autres destinations, tels que la France, l'Arabie Saoudite ou le Liban, et prévoit que les ventes progresseront à un taux moyen de 31% sur la période sous revue pour atteindre 11 MDT en 2020, soit un niveau proche de celui observé en 2013. Le taux de marge brute s'améliora dès 2016 passant de 47% à 50% grâce aux économies d'énergie ainsi qu'à la vente du surplus de production d'électricité à la STEG et ce suite à l'entrée en exploitation de l'unité de cogénération. La masse salariale augmentera de 5% annuellement sans recrutement sur toute la période. Le taux d'EBITDA/CA oscillera entre 22% et 24,6% sur la période. Le résultat net passera de 1,53 MDT en 2015 à 6,49 MDT à l'horizon de 2020 grâce aussi à l'allègement des charges financières.

Il est à préciser ici que nous n'avons pas tenu compte de l'augmentation de capital qui sera réalisée en 2016 et nous avons substitué ces fonds par une dette de long terme. C'est ce qui explique l'écart entre le résultat net futur dans ce BP et dans celui publié par la société.

ETAT DE RÉSULTAT

(en MDT)	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TCAM
Chiffre d'affaires	65,58	72,08	75,52	79,22	82,38	84,86	5,3%
Marge brute	30,92	36,52	37,08	39,24	41,10	42,20	6,4%
Taux de marge brute	47,1%	50,7%	49,1%	49,5%	49,9%	49,7%	
EBITDA	14,40	17,73	17,23	18,26	18,94	18,85	5,5%
EBITDA/CA	22,0%	24,6%	22,8%	23,1%	23,0%	22,2%	
EBIT	8,74	11,31	10,69	11,60	12,19	11,87	6,3%
EBIT/CA	13,3%	15,7%	14,2%	14,6%	14,8%	14,0%	
Charges financières	-7,90	-7,94	-7,26	-6,59	-6,24	-6,12	-5,0%
Résultat net	1,50	3,18	4,02	5,36	6,24	6,49	33,5%
Taux de marge nette	2,3%	4,4%	5,3%	6,8%	7,6%	7,6%	

INDICATEURS FINANCIERS

En (MDT)	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TCAM
Fonds propres	58,4	62,8	66,7	70,7	75,0	79,2	6,3%
Dette nette	79,2	78,3	66,9	54,4	38,1	22,7	-22,1%
Actif immobilisé	78,0	75,6	71,7	67,7	63,6	59,4	-5,3%
BFR	59,6	65,5	62,0	57,4	49,5	42,5	-6,5%
Actif économique	137,6	141,1	133,7	125,1	113,1	101,8	-5,8%
Gearing	136%	125%	100%	77%	51%	29%	

LE WACC

Pour la détermination du coût moyen pondéré du capital (WACC) nous avons retenu comme paramètres un bêta leveragé de 1,78 ; une prime de risque de 6,5%, un taux sans risque de 6,799%, soit le taux actuariel d'un BTA de 10 ans et un coût de la dette de 7,5%. Le coût moyen pondéré glissant résultant de ces différents paramètres s'élève ainsi en 2015 à 11% et atteint 11,9% en 2020.

LES MÉTHODES DE VALORISATION

Selon la méthode du **DCF** (Discounted Cash Flow), la valeur d'entreprise de SOMOCER ressort à 118,7 MDT. En retranchant de cette valeur la dette nette de 2015, à savoir 79,2 MDT, et en rajoutant la valeur des actifs hors exploitation réévalués (54,084 MDT), la valeur des fonds propres ressort à 93,579 MDT, soit **2,877** dinars par action.

Selon la méthode de **l'EVA MVA** (Market Value Added), la valeur d'entreprise de SOMOCER ressort à 115,03 MDT. En retranchant de cette valeur la dette nette de 2015 et en rajoutant la valeur des actifs hors exploitation réévalués, la valeur des fonds propres ressort à 89,92 MDT, soit **2,765** dinars par action.

Calcul du WACC

Calcul du WACC	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Taux sans risque : Rf (BTA 2026)	6,799%					
Prime de risque : (Rm-Rf)	6,500%					
Beta leveragé	1,78	1,70	1,54	1,39	1,22	1,07
Coût des fonds propres Kcp	18,3%	17,8%	16,8%	15,8%	14,6%	13,7%
Coût de la dette "Kd"	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Wacc	11,0%	11,0%	11,2%	11,4%	11,6%	11,9%

VALORISATION PAR LA MÉTHODE DCF

En milliers DT	
Valeur terminale actualisée	56 400
Somme des FCF (2016-2020) actualisés	62 281
Valeur d'entreprise	118 681
- Dettes financières nettes 2015	79 186
+ Actifs hors exploitation 2015	54 084
Capitalisation boursière théorique	93 579
Nombre d'actions (en milliers)	32 525
Prix de l'action (en DT)	2,877

VALORISATION PAR LA MÉTHODE EVA-MVA

En milliers DT	
Actif économique d'exploitation 2015	107 271
+somme des EVA actualisés	-3 266
+valeur terminale actualisée	11 183
=MVA	115 031
- Dettes financières nettes 2015	79 186
+ Actifs hors exploitation 2015	54 084
Capitalisation boursière théorique	89 929
Nombre d'actions (en milliers)	32 525
Prix de l'action (en DT)	2,765

La dernière méthode d'évaluation utilisée est celle des **comparables** boursiers. Nous avons retenu un échantillon d'une vingtaine d'entreprises cotées comparables dans l'industrie céramique sur différentes bourses (Afrique, Moyen orient et Europe). Nous avons calculé la moyenne réduite (moyenne hors les extrémités) des multiples boursiers de cet échantillon. Le multiple utilisé est le VE/EBITDA, le plus pertinent pour ces industries. La valorisation des fonds propres de SOMOCER par cette méthode des comparables boursiers, fait ressortir une valeur d'entreprise de 112,887 MDT, soit **3,471 dinars** l'action.

ACTIFS HORS EXPLOITATION

Nous avons scindé l'actif de SOMOCER en deux parties. La première partie concerne tous les actifs liés à l'exploitation et la deuxième concerne les actifs hors exploitation y compris les participations dans les sociétés du groupe. Ces derniers recèlent une plus value latente de 24 millions de dinars.

RECOMMANDATION

La valeur moyenne des fonds propres de SOMOCER selon les trois méthodes d'évaluation est de 98,798 MDT, soit 3,038 dinars par action. Le titre se traite aujourd'hui à un niveau inférieur de moitié de sa valeur théorique. Nous maintenons donc notre recommandation à **ACHETER** sur le titre.

VALORISATION PAR LA MÉTHODE DES COMPARABLES

En milliers DT	
Multiple EBITDA échantillon	7,78 x
EBITDA 2016	17 727
Valeur d'entreprise Somocer	137 989
- Dettes financières nettes 2015	79 186
+ Actifs hors exploitation 2015	54 084
Capitalisation boursière théorique	112 887
Nombre d'actions (en milliers)	32 525
Prix de l'action (en DT)	3,471

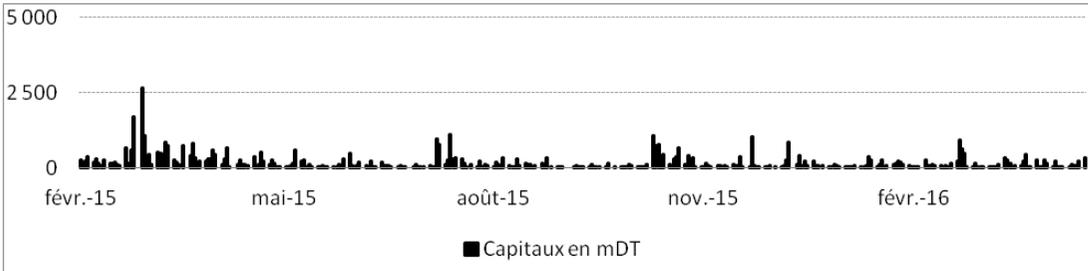
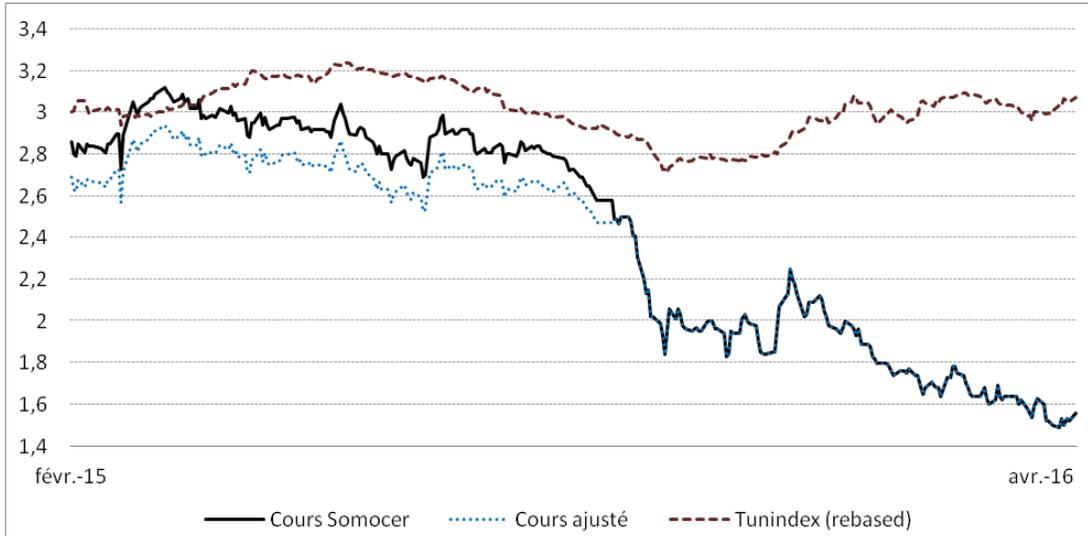
ACTIFS HORS EXPLOITATION

En Millions DT	Valeur comptable	Valeur de marché
Participation SOTEMAIL	12,81	26,26
Participation ABC	5,88	10,00
Participation SOMOSAN	3,20	0,00
Pyramide du Lac	0,45	12,00
Autre actifs hors exploitation	8,00	8,00
Total actif hors exploitation	30,335	54 084

RÉCAPITULATIF DE LA VALORISATION



EVOLUTION DU COURS DEPUIS LE 31/12/2014



INDICATEURS HISTORIQUES

	Au 31/12/2014	Au 31/12/2015	Au 9/05/2016
Capital social (MDT)	31,170	32,525	32,525
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	31,170	32,525	32,525
Volume échangé (MDT)	59,3	58,6	14,1
Quantité échangée (Millions)	19,8	22	8,3
Cours plus haut (DT)	3,45	3,12	2,25
Cours plus bas (DT)	2,26	1,83	1,49
Clôture (DT)	2,51	2,07	1,56
Cap. boursière (MDT)	78,2	67,3	50,7
DPA (en DT)	0,05	0,05	0,06
Date de distribution	23/09/2015	-	-

INDICATEURS BOURSIERS COMPARÉS (CHIFFRES CONSOLIDÉS)

		2014	2015	2016
VE/CA	Titre	1,8x	2,1x	1,7x
	Secteur	3,0x	3,0x	3,0x
VE/EBITDA	Titre	6,3x	8,3x	6,6x
	Secteur	14,7x	14,8x	10,0x
VE/EBIT	Titre	8,8x	12,7x	10,2x
	Secteur	4,6x	4,7x	27,2x
P/E	Titre	11,7x	21,6x	10,6x
	Secteur	14,2x	16,7x	10,8x
Div Yield	Titre	2,9%	2,9%	3,8%
	Secteur	5,4%	5,4%	5,3%
P/B	Titre	1,2x	1,0x	0,9x
	Secteur	1,2x	1,3x	1,3x
Pay out	Titre	36,8%	106,3%	61,4%
	Secteur	70,1%	82,9%	58,8%
Performance	Titre	2,5%	-11,9%	-24,6%
	Secteur	-6,3%	-33,4%	4,0%
	Tunindex	16,2%	-0,9%	8,5%

ANNEXES

TABLEAU DES FREE CASH FLOW FUTURS

Tableau de financement	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
=EBITDA (EBE)	17 727	17 225	18 262	18 940	18 850
-Var du BFR	5 910	-3 514	-4 577	-7 901	-6 985
- investissement d'exploita- tion =var des immob	3 030	2 035	2 040	2 050	2 060
=DAFIC (Disponible Après Financement Interne de la Croissance)	8 787	18 704	20 799	24 791	23 775
- I/S (appliqué à l'EBIT)	950	1 199	1 602	1 865	1 939
=FCF	7 837	17 505	19 197	22 926	21 836
WACC	11,1%	11,2%	11,4%	11,6%	11,9%
FCF actualisé	7 055	14 152	13 891	14 758	12 424

TABLEAU DE CALCUL DES EVA

en milliers DT	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Capitaux investis pour l'activité	110 797	103 365	94 767	82 797	71 559
EBIT	11 307	10 694	11 596	12 193	11 865
Impôts	950	1 199	1 602	1 865	1 939
EBIT*(1-t)	10 357	9 495	9 994	10 328	9 926
ROCE	9,3%	9,2%	10,5%	12,5%	13,9%
Wacc	11,1%	11,2%	11,4%	11,6%	11,9%
EVA	-2 437	-2 713	-1 051	942	1 968
EVA actualisé	-2 194	-2 193	-761	606	1 120

COMPRABLES BOURSIERS

Société	Pays	Marge d'EBITDA	VE/CA 2016	VE/EBITDA 2016	VE/EBIT 2016	P/E 2016
Arab Ceramics Co.	EGYPT	25%	2,2 x	7,7 x	13,4 x	22,0 x
Ceramic & Porcelain	EGYPT	24%	0,3 x	1,2 x	9,6 x	13,7 x
El Ezz Ceramics & Porcelain Co. (Gemma)	EGYPT	16%	0,7 x	4,8 x	9,5 x	11,4 x
Lecico Egypt SAE	EGYPT	18%	0,9 x	4,8 x	7,9 x	8,3 x
National Industries Company (K.P.S.C.)	KUWAIT	24%	1,5 x	7,2 x	7,7 x	9,9 x
Al Anwar Ceramic Tiles Co.	OMAN	38%	4,9 x	13,1 x	13,1 x	12,6 x
Al Maha Ceramics Co. SAOG	OMAN	35%			8,2 x	9,7 x
Ceramika Nowa Gala S.A.	POLAND	8%	0,6 x	8,4 x	72,7 x	22,4 x
Decora S.A.	POLAND	7%	0,7 x	7,7 x	14,1 x	
Rovese SA	POLAND	12%	1,4 x	12,4 x	50,5 x	
Saudi Ceramic Co.	SAUDI ARABIA	27%	3,1 x	10,6 x	16,9 x	12,8 x
Ceramic Industries Ltd.	SOUTH AFRICA	17%	1,2 x	5,8 x	15,4 x	19,1 x
Eczacibasi Yapi Gerecleri Sanayi ve Ticaret A.S.	TURKEY	10%	1,0 x	14,2 x	19,1 x	26,9 x
Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.S.	TURKEY	20%	0,7 x	4,6 x	6,1 x	7,9 x
Usak Seramik Sanayi A.S.	TURKEY	12%	1,1 x	8,9 x	12,9 x	27,7 x
Fujairah Building Industries Company PSC	UNITED ARAB EMIRATES	15%	1,1 x	7,5 x	34,9 x	29,6 x

Moyenne réduite* **18,7%** **1,2 x** **7,78 x** **14,6 x** **16,1 x**

(*C'est la moyenne d'une série de données après avoir éliminé un pourcentage (20%) d'observations aux extrémités inférieure et supérieure.

Source : Factset

Férid Ben Brahim Directeur Général

Mehdi Dhifallah Responsable études et recherches

Jihen Ellouze Khlif Analyste financier

Boubaker Rekik Analyste financier

Définition des recommandations

RECOMMANDATION	
Acheter	Passer à l'achat.
Consolider	Il existe un potentiel d'appréciation de la valeur.
Conserver	Les investisseurs qui en possèdent n'ont pas intérêt à la vendre.
Alléger	Prendre ses bénéfices pour ceux qui possèdent le titre.
Vendre	Passer à la vente

Syllabus

RATIOS BOURSIERS	
Div Yield	Dividend yield (le rendement en dividende), est le dividende par action rapporté au prix de l'action, exprimé en pourcentage.
P/E	Le Price Earning Ratio (PER, ou P/E), est le cours de l'action rapporté à son bénéfice par action, exprimé en nombre de fois (x).
P/B	Le Price to Book Ratio (PBR, ou P/B), est le cours de l'action rapporté aux fonds propres par action, exprimé en nombre de fois (x).
INDICATEURS FINANCIERS	
BFR	Le besoin en fonds de roulement (BFR) désigne le besoin en trésorerie rendu nécessaire du fait de l'activité d'une entreprise.
CA	Le chiffre d'affaires, représente le total des ventes de biens ou de services facturées sur un exercice.
DPA	Le dividende par action.
EBIT	Earnings before interest and taxes, est le résultat avant intérêts et impôts. (Résultat d'exploitation)
EBITDA	Earnings before interest and taxes dépréciation and amortization, est le résultat avant intérêts, impôts, provisions et amortissements. (Excédent brut d'exploitation)
GEARING	Le gearing (le levier financier), désigne le ratio d'endettement d'une société. C'est le rapport des dettes nettes rapportées aux capitaux propres.
Pay Out	Le pay out ratio, est le taux de distribution des bénéfices. Il est calculé en divisant le montant des dividendes distribués par les bénéfices nets.
ROE	Le return on equity (ROE), est le rapport entre le résultat net et les fonds propres.
NOPLAT	Net operating profit less adjusted taxes, est le résultat d'exploitation après impôt ajusté.

Important : Les informations et les données contenues dans le présent document sont la propriété de l'AFC. Ce document ne peut pas être copié ou distribué sans son autorisation expresse. Les données ne sont pas garanties comme étant exactes, complètes ou à jour. AFC n'est pas responsable de tout dommage ou perte découlant de l'utilisation de ce document et des renseignements qui y sont contenues.