

Prix d'émission : **1,800D**

Nombre d'actions émises : **8 131 200 actions**

Jouissance des actions : **1^{er} Janvier 2015**

Capitalisation boursière après augmentation : **73,2MD**

Ratios boursiers*

	2014	2015e	2016p	2017p
PE	14,4	43,0	18,7	15,4
VE/CA	1,6	2,0	1,7	1,5
VE/EBITDA	6,8	8,3	6,8	6,5
P/BV	1,3	1,3	0,9	0,9
Div Yield	2,8%	0,9%	2,1%	2,6%

Données par action (D)*

	2014	2015e	2016p	2017p
Bénéfice	0,125	0,042	0,096	0,117
Dividende	0,05	0,017	0,038	0,047
Actif net	1,439	1,436	1,909	2,006

Compte de résultat (MD)

	2014	2015e	2016p	2017p
Chiffre d'affaires	72,0	66,5	72,1	75,5
EBITDA	17,5	16,1	17,7	17,2
Résultat net	5,1	1,7	3,9	4,7

Données financières

	2014	2015e	2016p	2017p
Marge nette	7,0%	2,6%	5,4%	6,3%
ROE	8,7%	2,9%	5,0%	5,8%
Gearing	77,3%	104,8%	61,1%	47,9%

Performance

	2014	2015	Début 2016
SOMOCER	2,6%	-11,2%	-19,3%
TUNINDEX	16,2%	-0,9%	9,6%
TUNINDEX 20	22,6%	-1,7%	9,5%

Actionnariat

Groupe Abdennadher	37,9%
Mac SA	3,7%
CTKD	3,1%
Autres	55,3%

*tenant compte du nouveau nombre d'actions

But de l'augmentation de capital :

- Remboursement des crédits bancaires à court terme afin d'assurer une structure d'endettement équilibrée et réduire ainsi le poids des charges financières ;
- Financement des investissements dans le cadre du programme de mise à niveau ;
- Consolidation de sa position sur le marché local et développer davantage sa présence à l'international.

Eléments clés :

- SOMOCER et sa filiale SOTEMAIL occupent une position de challenger avec 26,7% de part de marché (en terme de capacité installée) ;
- Une croissance soutenue du chiffre d'affaires durant 2011-2014, freinée en 2015 sous l'effet des perturbations politiques en Libye ;
- Des investissements de plus de 40MD réalisés durant les 5 dernières années financés à travers les cash flow de la société ainsi qu'un recours à l'endettement bancaires, qui devront porter leur fruits à partir de 2016 ;
- Une structure financière très déséquilibrée avec un gearing de plus de 100% et qui devrait être assainie moyennant l'actuelle augmentation de capital avec l'injection de plus de 14MD dans les caisses de l'entreprise ;
- La vente des actifs hors exploitation permettra d'apaiser les tensions sur la trésorerie de la société avec l'injection de 20MD. Cette cession sera matérialisée d'ici la fin de 2016 ;
- Un business plan très prometteur basé sur l'optimisation des charges et le développement des exportations à travers de nouvelles destinations, surtout en Europe et l'Afrique subsaharienne.
- Le plan de développement de la société est très prometteur et devra porter ses fruits à partir de 2016 avec un doublement des bénéfices. Ces derniers devront croître à un taux de 45% annuellement durant le prochain quinquennat avec un objectif de 7,2MD d'ici 2020 ;
- Avec un prix d'émission de 1,800D, le titre « SOMOCER » se traite moins que sa valeur comptable nette. Il affiche des niveaux de valorisation, certes élevés par rapport au marché mais qui se comparent favorablement par rapport à ses pairs à l'échelle internationale: 15 fois les bénéfices prévisionnels de 2017 et 12x ceux de 2018.

Nous recommandons de souscrire à l'augmentation de capital

La société mère du groupe SOMOCER a été créée en 1985 puis rachetée par le groupe ABDENNADHER en 1989. L'usine est implantée à Menzel Hayett dans le gouvernorat de Monastir sur une superficie couverte de 51 000m².

Son capital s'élève à 32,5MD détenue à hauteur de 38% par le groupe ABDENNADHER.

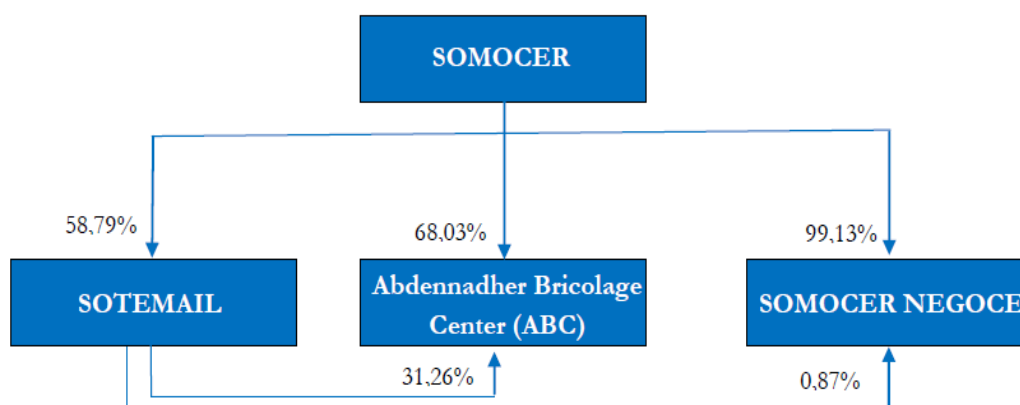
Elle est spécialisée dans deux activités :

- La production et la commercialisation de carreaux céramiques pour le revêtement des sols et des murs (faïence et grès) ;
- La production d'articles sanitaires (baignoires en fonte et en acrylique).

Outre sa propre gestion, SOMOCER gère plusieurs autres filiales, à savoir :

- Abdennadher Bricolage Center (ABC) dont le capital est détenu par SOMOCER à concurrence de 68%. Elle est spécialisée dans la vente des articles sanitaires, quincaillerie et céramique ;
- SOTEMAIL détenue à hauteur de 58,8% par SOMOCER et spécialisée dans la fabrication des émaux des carreaux de céramique et faïence ainsi que les articles sanitaires ;
- SOMOCER Négoce ayant pour objet principal l'exportation et l'importation de marchandises et de produits. Elle est contrôlée à hauteur de 99,1% par la société mère.

Actuellement, l'architecture du groupe se présente comme suit :



Aperçu du secteur de la céramique :

Durant les dernières années, la production nationale de carreaux céramique n'a cessé de croître pour s'établir à 34,1 millions de m² en 2014 contre une consommation de 27,2 millions de m². En revanche et depuis la révolution de 2011, les exportations sont en nette baisse suite aux turbulences politiques survenues dans les pays limitrophes notamment la Libye. A l'encontre, les importations ont enregistré une ascension fulgurante passant de 2,9 millions de m² en 2010 à 6,4 millions de m² en 2014. L'importance des importations atteste du potentiel de développement sur le marché local qui s'offre aux opérateurs locaux.

En Tunisie, 14 opérateurs sont présents sur le secteur et le groupe SOMOCER (à travers la société mère et SOTEMAIL) occupe une position de challenger avec une capacité totale de 10 200 000 m²/an, soit 26,7% de la capacité sectorielle.

A l'échelle internationale, les importations mondiales sont en forte progression. Les USA est le principal pays importateur dans le monde avec des importations qui représentent plus de 68% de la consommation nationale.

En 2015, le résultat net du groupe SOMOCER s'est élevé à 1MD alors que la société mère a réalisé un bénéfice net de 1,7MD.

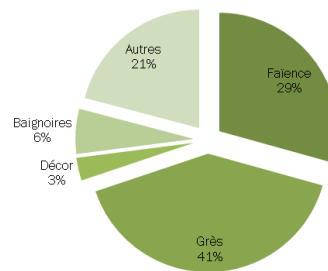
Evolution du chiffre d'affaires



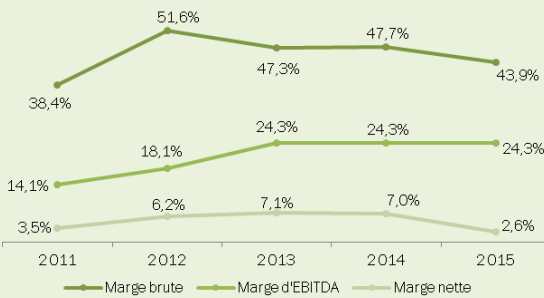
Les revenus de la SOMOCER ont cru suivant un rythme de 1% par an sur la période 2011-2015, passant de 64MD en 2011 à 66,5MD en 2015. L'essentiel du chiffre d'affaires est destiné au marché national et le reste à l'export. Depuis la révolution, les ventes à l'étranger ont sensiblement été affectées par la conjoncture géopolitique qui sévit en Libye. Avant 2011, les exportations accaparaient 27% de l'ensemble des revenus alors qu'elles ne représentent que 4% actuellement.

Les carreaux en grès représentent la locomotive des ventes de la société avec une part de 41% de l'ensemble des facturations. Quant à l'activité « Baignoire », elle n'accapare que 6% des revenus de la société.

Répartition du chiffre d'affaires



Les marges de SOMOCER



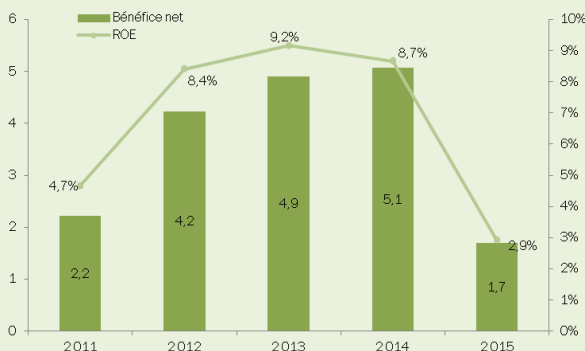
Pour la marge brute, elle a connu une ascension continue jusqu'à 2015, date à laquelle elle affichait une dépréciation de 3,8 points pour s'établir à 43,9% en 2015 contre 38,4% en 2011.

Idem pour la marge d'EBITDA qui est en constante évolution depuis 2011 et a atteint 24,3% en 2015.

En 2015, la société a constaté une provision supplémentaire afin de couvrir les risques clients défaillants. C'est ainsi que l'EBE a affiché une régression de 42,1% par rapport à 2014.

La marge nette de la société, quant à elle, demeure très faible sous le poids des charges financières qui représentent plus de 90% de l'EBE de la société ! un niveau jugé très pesant sur la rentabilité de la société.

Evolution du bénéfice net



En effet, la structure financière de la société est très déséquilibrée avec un BFR très important par rapport au fonds de roulement, ce qui explique l'importance des crédits court terme représentant plus des 2/3 de l'ensemble de la dette. Cette dernière s'élève à plus de 60MD soit un gearing de 105%. L'actuelle augmentation de capital (objet de la présente note) permettra de convertir ses crédits court terme en des crédits long terme réduira les charges financières en conséquence.

In fine, le repli du chiffre d'affaires, le poids des charges financières et la provision sur clients supplémentaire ont sensiblement affecté le bénéfice net de la société en 2015 qui a affiché un niveau de 1,7MD, soit moins que son niveau de 2011.

Pour des capitaux propres de plus de 58MD, la SOMOCER dégage une rentabilité financière de l'ordre de 2,9% seulement.

Durant le dernier quinquennat, la SOMOCER n'a cessé d'investir dans l'amélioration et l'optimisation de son outil industriel. Plus de 42MD ont été investis en 5 ans, soit une moyenne de 8,4MD par an financés à travers les cash flow de la société ainsi que le recours à l'endettement bancaire.

En 2014, la société a procédé à une intégration verticale par la mise en place d'une unité de poudre qui permettra de satisfaire les besoins du groupe en poudre atomisée (principal intrant dans la production des carreaux céramiques). Le coût de cette unité s'est élevé à 20MD.

Le dernier investissement conséquent a été réalisé en 2015 a concerné l'unité de cogénération pour un montant de 11MD permettant une meilleure maîtrise de la facture énergétique ainsi qu'une amélioration des marges.

La période des investissements lourds étant clôturée, la société se concentrera durant la période à venir sur d'autres volets il s'agit en particulier l'optimisation de la structure financière ainsi que l'amélioration des capacités commerciales

1- Optimisation de la structure financière

La consolidation des fonds propres permettra d'accroître les ressources à long terme de la société afin d'améliorer d'une façon significative son fonds de roulement. De plus, un accord avec les banques partenaires a été signé permettant de rééquilibrer la structure de la dette à travers le transfert de 17MD du court au moyen terme. cette restructuration financière permettra de réduire les charges financières d'un montant de 2,5MD par an.

2- Optimisation de l'exploitation

L'entrée en exploitation de l'unité de cogénération aura un impact significatif sur les comptes de la société avec un gain de plus de 2MD par an. De plus et afin de baisser davantage son prix de revient, la société a mis en place deux projets d'intégration, le premier concerne une unité de palettes et le deuxième une unité de carton. Ces deux projets permettront d'approvisionner toutes les unités du groupe SOMOCER. Les tensions sur la trésorerie de la société devront sensiblement baisser surtout après la vente des actifs hors exploitation (ABC et d'autres terrains) pour une valeur de 20MD.

3- Relance des exportations

L'amélioration significative du coût de revient a permis à la société d'aligner ses prix à la concurrence internationale. Pour l'export, et compte tenu du potentiel important du marché des carreaux céramiques à l'échelle internationale, la société élargira son spectre d'intervention à travers la prospection de nouveaux marchés, à savoir : l'Europe, la Russie, le Moyen Orient et l'Afrique subsaharienne.

Ainsi, le chiffre d'affaires de SOMOCER connaîtra une croissance annuelle de 5% pour s'établir 84,8MD en 2020 contre 66,5MD en 2015. Les exportations connaîtront un essor remarquable grâce aux efforts commerciaux pour diversifier les destinations. Elles représenteront 13% de l'ensemble des revenus à l'horizon 2020 contre à peine 4% en 2015.

Les investissements engagés durant les dernières années commenceront à porter leurs fruits surtout en matière de marge.

La restructuration financière devra alléger sensiblement les charges financières et l'équilibre financier sera rétabli au fur et à mesure. L'endettement net se situera aux alentours de 48% d'ici deux ans contre plus de 100% en 2015.

La filiale SOTEMAIL devrait distribuer des dividendes conséquents à partir de 2016.

Le bénéfice net sera multiplié par 3 d'ici 2016 à 3,9MD contre 1,5MD en 2015. Cette performance est la résultante d'une amélioration de l'activité commerciale, une optimisation des ressources ainsi une réduction des charges financières.

Pour 2016, le management projette un bénéfice net de 3,9MD, soit +160% par rapport à 2015 : un niveau que nous jugeons très accessible surtout au vu des réalisations de la société durant les 4 premiers mois de l'année. La société a déjà dépassé ses objectifs en matière de revenus surtout à l'export et elle est en pourparlers avec une centrale d'achat française pour la commercialisation de 500 000m² de carreaux par an.

Compte d'Exploitation (Historique & prévisionnel) :

(mD)	2 014	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TCAM 2016-2020
Chiffre d'affaires	71 990	66 499	72 082	75 519	79 216	82 384	84 856	
<i>Evolution</i>	4,8%	-7,6%	8,4%	4,8%	4,9%	4,0%	3,0%	5,0%
Local	65 704	63 985	65 372	67 989	70 716	72 738	73 852	
<i>Evolution</i>	14,3%	-2,6%	2,2%	4,0%	4,0%	2,9%	1,5%	2,9%
Export	6 286	2 514	6 710	7 531	8 500	9 646	11 004	
<i>Evolution</i>	-44,1%	-60,0%	166,9%	12,2%	12,9%	13,5%	14,1%	43,9%
- Achats consommés	37 660	37 300	37 835	40 813	42 438	43 829	45 302	
= Marges Brutes	34 330	29 199	34 247	34 706	36 778	38 555	39 554	
<i>Evolution</i>		-14,9%	17,3%	1,3%	6,0%	4,8%	2,6%	6,4%
Taux de marge brute	47,7%	43,9%	47,5%	46,0%	46,4%	46,8%	46,6%	
- Autres charges d'exploitation	5 333	2 230	6 264	6 661	7 091	7 541	7 960	
- Charges de personnel	11 986	10 974	12 528	13 189	13 885	14 618	15 389	
+ Autres produits d'exploitation	482	139	2 272	2 369	2 460	2 544	2 645	
= EBITDA	17 493	16 134	17 727	17 225	18 262	18 940	18 850	
<i>Evolution</i>	4,8%	-7,8%	9,9%	-2,8%	6,0%	3,7%	-0,5%	3,3%
Marge d'EBITDA	24,3%	24,3%	24,6%	22,8%	23,1%	23,0%	22,2%	
Frais de personnel / CA	16,6%	16,5%	17,4%	17,5%	17,5%	17,7%	18,1%	
- Dot. Amort. et Prov.	2 861	7 657	6 420	6 531	6 666	6 747	6 985	
= Résultat d'exploitation	14 632	8 477	11 307	10 694	11 596	12 193	11 865	
<i>Evolution</i>	48,4%	-42,1%	33,4%	-5,4%	8,4%	5,1%	-2,7%	7,8%
Marge opérationnelle	20,3%	12,7%	15,7%	14,2%	14,6%	14,8%	14,0%	
- Charges financières nettes	7 567	7 899	6 955	6 278	5 607	5 255	5 141	
+/- Autres Eléments ordinaires	-837	1 645	760	1 779	1 956	2 150	2 686	
= Résultat courant avant impôt	6 228	2 223	5 112	6 195	7 945	9 088	9 410	
<i>Evolution</i>	0,7%	-64,3%	130,0%	21,2%	28,2%	14,4%	3,5%	39,5%
- Impôts sur les bénéfices	1 156	522	1 207	1 456	1 858	2 113	2 170	
= Résultat net	5 072	1 701	3 905	4 739	6 087	6 975	7 240	
<i>Evolution</i>	3,4%	-66,5%	129,6%	21,4%	28,4%	14,6%	3,8%	39,6%
Marge nette	7,0%	2,6%	5,4%	6,3%	7,7%	8,5%	8,5%	

Structure financière (Historique & prévisionnelle) :

(mD)	2 014	2015e	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Endettement net	45 254	61 186	47 411	39 060	29 528	17 279	3 840
Gearing	77,3%	104,8%	61,1%	47,9%	34,5%	19,2%	4,1%
ROE	8,7%	2,9%	5,0%	5,8%	7,1%	7,8%	7,7%
FR	2 828	1 534	21 495	28 100	35 442	43 456	51 518
BFR	34 505	41 555	49 466	48 950	47 373	43 472	38 488
TN	-31 677	-40 021	-27 971	-20 850	-11 931	-16	13 030

Les caractéristiques de l'augmentation de capital de SOMOCER se présentent comme suit :

Nombre d'actions émises : 8 131 200 actions nouvelles

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des nouvelles actions: 1,800D, soit une valeur nominale de 1 dinar et une prime d'émission de 0,800D

Montant de l'opération : 14,6MD

Période de souscription réservée aux anciens actionnaires: du 25/05/2015 au 15/06/2015 inclus

Jouissance des actions : Les actions portent jouissance à partir du 1^{er} janvier 2015

Parité : à raison d'une (1) action nouvelle pour quatre (4) actions anciennes

Recommandation

Avec un prix d'émission de 1,800D, le titre « SOMOCER » se traite moins que sa valeur comptable nette. Il affiche des niveaux de valorisation, certes élevés par rapport au marché mais qui se comparent favorablement par rapport à ses pairs à l'échelle internationale: 15 fois les bénéfices prévisionnels de 2017 et 12x ceux de 2018. Le plan de développement de société est très ambitieux et portera ses fruits à partir de 2016 avec un doublement des bénéfices. Ces derniers devront croître à un taux de 45% annuellement durant le prochain quinquennat avec un objectif de 7,2MD d'ici 2020.

Nous recommandons de souscrire à l'augmentation de capital de SOMOCER