

En mDT	2013	2014	2015	2016	2017e
Revenus	89 296	93 475	94 649	94 456	101 068
<i>Progression</i>	-	5%	1%	0%	7%
Marge brute	45 066	52 159	49 320	43 716	47 173
<i>Progression</i>	-	16%	-5%	-11%	8%
Taux de marge brute	50%	56%	52%	46%	47%
Résultat d'exploitation	13 809	19 572	12 640	6 253	6 598
<i>Progression</i>	-	42%	-35%	-51%	6%
Marge d'EBIT	15%	21%	13%	7%	7%
Résultat net part du groupe*	2 725	4 756	716	- 4 433	- 4 020
<i>Progression</i>	-	75%	-85%	-	-
Marge nette retraitée	4%	6%	1%	-8%	-6%

* Hors éléments exceptionnels.

Source: États financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

■ Une année après la recapitalisation, le bilan de SOMOCER n'est pas au beau fixe. L'activité d'exploitation continue à pâtir du ralentissement de la demande intérieure. Plombé par une lourde charge financière, le résultat net part du groupe ressort déficitaire (-4,4MDt hors contribution conjoncturelle); une première depuis 10 ans.

❖ Faits et éléments saillants de l'exercice 2016

■ Malgré l'accélération des ventes à l'export (+37% à 10MDt), les revenus de SOMOCER ont fait du quasi-surplace à 94MDt. Très présent sur le marché local (une proportion de 90% dans les ventes totales), le groupe a souffert du ralentissement immobilier et de la double concurrence des importations et du marché parallèle.

■ L'économie de coût générée par le démarrage du projet de cogénération depuis février 2016 (une enveloppe de 2,8MDt) a été neutralisée par un contexte de change défavorable. La marge brute du groupe s'est érodée de 6 points de pourcentage à 46%.

■ SOMOCER a subi une importante dégradation de sa rentabilité opérationnelle. La baisse des dotations aux amortissements (-38% à 6MDt), imputée au changement des règles d'amortissement (allongement des durées de vie des immobilisations) a été contrebalancée par une augmentation importante de la masse salariale (+13% à 21MDt). La marge d'EBIT a été divisée par deux passant à son niveau le plus bas depuis 2006 (6,6%).

■ Paradoxalement, l'injection de fonds propres survenue en 2016 (une levée de 15MDt), n'a pas permis de renverser la tendance haussière des charges financières. Retraités des pertes de change (1MDt), ces dernières se sont appréciées de 5% à 13MDt, soit le double du résultat d'exploitation (6,3MDt).

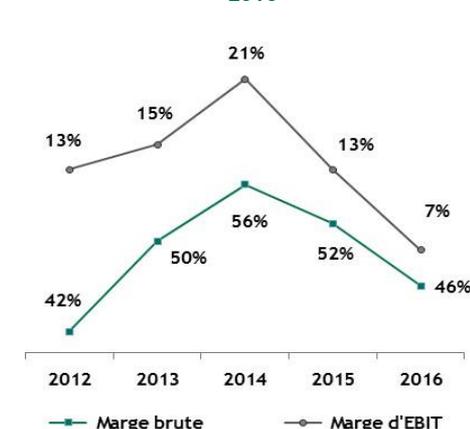
Alléger (-)

Prix : 1,230 DT

Actionnariat

Groupe ABDENNADHER:	38%
Autres actionnaires:	62%

Evolution des marges sur la période 2012-2016



Compte rendu de l'AGO

- Au niveau de la rentabilité nette, l'exercice s'est bouclé par un résultat net part du groupe déficitaire de 4,4MDt (avant contribution conjoncturelle). Il faudrait remonter à 2005 pour retrouver ce niveau de pertes (un résultat net part du groupe de -6,2MDt).
- S'agissant de la société mère, SOMOCER affiche un décalage important par rapport aux prévisions annoncées lors de la dernière augmentation de capital: un résultat net de 0,9MDt (avant contribution exceptionnelle au budget de l'Etat) contre des projections de 4MDt.
- Sur le plan financier, SOMOCER continue à afficher une structure financière endettée (Gearing de 167%). En dépit de l'apport en fonds propres opéré en 2016, la trésorerie demeure sous tension. La baisse de la demande et les sacrifices consentis pour écouler les produits ont porté le BFR à des niveaux record: 355 jours de CA.

❖ Prévisions 2017 et perspectives d'avenir

- Malgré une année 2016 décevante, le management de SOMOCER reste serein sur les perspectives d'avenir du groupe. IL compte redresser la barre par la mise en place d'un plan d'actions axée sur:

1) **Le repositionnement sur l'export:** Avant 2010, SOMOCER était très actif à l'export (voir graphique ci-contre). Voulant profiter du rebond du secteur du bâtiment après la Révolution et d'une meilleure compétitivité sur le marché local (des marges plus intéressantes), SOMOCER a fait le choix de se désengager de l'export et se recentrer sur le marché intérieur. Cette décision s'est avérée préjudiciable pour le groupe.

Aujourd'hui, SOMOCER veut remettre le cap sur l'export. Cette stratégie serait doublement bénéfique pour le groupe: elle lui permettrait de déjouer la morosité du marché local et d'assurer une « couverture naturelle » contre le risque de change.

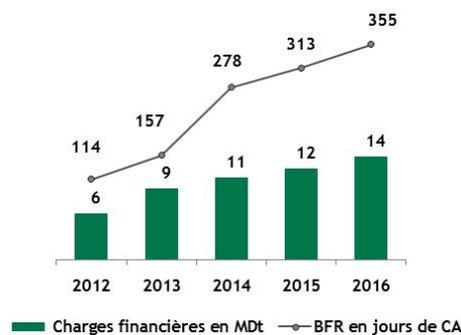
2) **La vente des actifs hors exploitation:** Pour renflouer sa trésorerie, le groupe compte engager un plan de cession des actifs hors exploitation. Le management a précisé que mis à part quelques terrains, la Pyramide du Lac serait l'actif majeur du groupe. L'équipe de direction a ajouté que les conditions actuelles du marché ne permettent pas une cession immédiate de cet actif et qu'il envisage d'engager des travaux de mise à niveau avant la cession.

- Nous pensons que la stratégie tracée par le management a une portée long-termiste. Le marché du bâtiment ne présentant pas encore des signes de reprise, 2017 s'annonce encore difficile pour le groupe. Nous tablons, ainsi, sur une progression timide des ventes de 7% à 101MDt et sur un déficit à 4MDt.

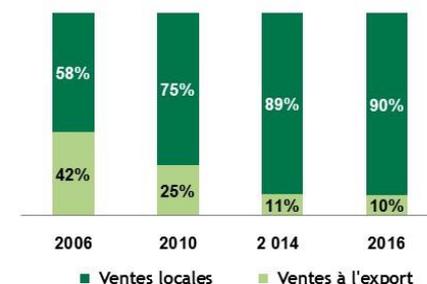
❖ Parcours boursier et opinion de Tunisie Valeurs

- Le tire SOMOCER a subi une deuxième année d'échec boursier cumulant une contreperformance de 45% depuis 2016. Les réalisations décevantes du groupe et la succession d'annonces non respectées ont altéré la relation avec le marché.
- Le reconquête de l'export étant un objectif à moyen terme, les performances de SOMOCER dépendraient de sa capacité à maîtriser ses marges et à gérer son BFR. Le retour aux bénéfices devrait se faire attendre. **Nous conseillons le titre à la vente.**

Evolution du BFR et des charges financières



Evolution de la structure des ventes



Capitalisation boursière: 26MDt

Ratios boursiers*	SOMOCER	Marché actions
PER 2016	n.s	10,8x
PER 2017e	n.s	11,3x
P/B 2016	0,8x	1,9x
Yield 2017e	0%	3,5%
ROE 2016	neg	-
Performance 2017	-15%	+8%