

Introduction en bourse de



Batteries

**ASSAD**

# Analyse Financière

Evaluateur et Conseiller financier

**AXIS**  
Adding Value



Batteries

**ASSAD**

*& ça démarre*

# Présentation de la Société et Analyse Financière

Présente depuis 1938, et contrôlée par ses actionnaires actuels depuis 1973, l'entreprise l'Accumulateur Tunisien ASSAD s'est radicalement transformée avec l'évolution de l'économie tunisienne : la société emploie aujourd'hui 415 employés (dont 91 cadres et agents de maîtrise) et réalise un CA de 22 MD à fin 2003. Elle a réalisé des efforts importants en matière d'amélioration de l'organisation de sa production et de sa gestion ; efforts qui ont été récompensés par l'obtention de la certification ISO 9002 en 1996, ISO 9001 version 2000 en 2002 (validité juin 2005), la certification environnementale ISO 14001 en 2000 et enfin la certification spécifique au secteur automobile ISO TS 16949 en 2003.

Grâce aux investissements réalisés tant au niveau technique que humain, ASSAD est aujourd'hui leader de son secteur en termes de CA, de nombre de batteries produites et vendues, de diversité de gamme, de montant d'exportation. Ces investissements ont également permis à la société de devenir un exportateur régulier, en écoulant une partie croissante de sa production (actuellement 50%) sur différents marchés : régional (Maghreb) mais également européens et moyen-orientaux. Cette orientation vers l'exportation constitue une option stratégique de la société : le marché local étant petit, ASSAD tire profit de son savoir-faire accumulé depuis des années pour exploiter les opportunités offertes par un marché plus large ; accélérer ainsi sa croissance, et bénéficier d'économies d'échelle en matière de réduction des charges d'exploitation. L'investissement important (6 millions de dinars) dans l'unité de recyclage de plomb (par broyage de batteries usagées), et qui est entrée en production en 2003, va permettre à la société de comprimer son coût de production et de mieux défendre ses marges, en réduisant la facture d'achat de plomb.

Sur le plan financier, l'importance donnée à la croissance n'a pas occulté le souci de préserver la solidité financière de la société. ASSAD a en effet une forte culture de prudence, comme l'atteste l'importance des réserves constituées avec persévérance, et qui lui ont permis de faire les investissements nécessaires en préservant une assise financière confortable ; et d'avoir ainsi la confiance de ses bailleurs de fonds. Cette culture de prudence est également attestée par la faible diversification de la société, qui est restée concentrée sur son métier de base, la production d'accumulateurs. Les filiales ont été créées pour servir le développement de cette production, et de favoriser la croissance de la société mère tant sur le marché local qu'à l'exportation. Le groupe ASSAD, comporte actuellement 7 sociétés, dont une SICAF qui regroupe un portefeuille de participations financières. A l'exception de la SICAF, toutes les autres filiales sont en relation directe avec l'activité de la maison mère. La société vient de lancer deux nouveaux projets, une unité d'assemblage de batteries automobiles en Algérie, qui devrait entrer en fonction à partir de la fin 2005, et qui utilisera des plaques achetées auprès de ASSAD en Tunisie ; et une unité de batteries industrielles étanches avec un partenaire technique français qui entrera en production en 2005.

## I- Contexte de l'offre et objectifs de l'opération

Comme la plupart des sociétés tunisiennes, le capital de la société ASSAD est familial. Cette structure n'est plus aujourd'hui la mieux adaptée à ses perspectives de développement futures. Les actionnaires actuels ont en effet pris la mesure de l'évolution de l'économie nationale, et plus particulièrement des conséquences de l'ouverture du marché et des défis qu'elle pose. Dans ce contexte, ils estiment nécessaire de donner à la société la capacité de lever sur le marché des fonds propres supplémentaires ; limitant ainsi le recours à l'endettement et préservant sa solidité financière. Leur décision d'introduire la société en bourse est donc stratégique. Elle s'inscrit dans la vision du développement interne et externe de la société à long terme, qui consiste à pérenniser la société, en consolidant sa position actuelle de leader sur son marché local et en élargissant ses débouchés à l'exportation.

## II- Description des activités de la société

La société l'ACCUMULATEUR TUNISIEN ASSAD est une société industrielle produisant des accumulateurs (batteries de démarrage et batteries industrielles) ainsi que des plaques (semi-produit à base de plomb entrant dans la fabrication des batteries). Les batteries de démarrage sont destinées aux véhicules de transport terrestres et marins ; et les batteries industrielles à la traction (chariot électrique) et aux applications stationnaires (installations de télécommunications par exemple). Si la majorité du CA est assurée par les batteries de démarrage sur le marché local ; l'export est devenu le deuxième pilier de développement de la société (50% du CA). L'export assure d'une part une source de croissance et d'économies d'échelle ; et réduit, d'autre part, la dépendance de la société par rapport au marché local. ASSAD est leader de son secteur en termes de CA, de nombre de batteries produites et vendues, de diversité de gamme, et d'exportation.

## CA par produits

En dinars	2002		2003		Au 30-06-2004	
	montant	En %	montant	En %	montant	En %
<b>Marché Local</b>	<b>10 335 277</b>	<b>57,5%</b>	<b>12 479 502</b>	<b>57,8%</b>	<b>5 469 219</b>	<b>46,8%</b>
Batteries	9 032 701	50,3%	10 943 533	50,7%	4 927 734	42,2%
démarrage						
Batteries	1 302 576	7,3%	1 535 969	7,1%	541 485	4,6%
industrielles						
<b>Export</b>	<b>7 624 156</b>	<b>42,5%</b>	<b>9 124 933</b>	<b>42,2%</b>	<b>6 216 437</b>	<b>53,2%</b>
Batteries	3 080 895	17,2%	4 221 788	19,5%	2 559 050	21,9%
démarrage						
Plaques	4 377 109	24,4%	4 704 350	21,8%	3 550 552	30,4%
Divers	166 152		198 795		106 835	
<b>Total</b>	<b>17 959 433</b>	<b>100%</b>	<b>21 604 435</b>	<b>100%</b>	<b>11 685 656</b>	<b>100%</b>

## III- Situation financière

ASSAD est une société rentable, faiblement endettée et bien capitalisée dans le contexte tunisien. En 2003, année de sortie d'une conjoncture difficile, son résultat net était de 1,4MD, soit une marge nette (bénéfice/CA) de 6,6%; alors que ses dettes ne représentent que 50% des capitaux propres. La réalisation de l'augmentation de capital, une des composantes de l'introduction en bourse, va améliorer l'équilibre financier.

## Etat de résultats consolidés

Milliers de DT	31/12/03	31/12/02	31/12/01		31/12/03	31/12/02	31/12/01
				<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1 937</b>	<b>1 801</b>	<b>1 976</b>
Revenus	21 604	17 959	22 008	Produits des placements	260	49	203
Autres produits d'exploitation	42	94	135	Charges financières nettes	805	469	574
Production immobilisée	0	0	0	Autres gains ordinaires	237	234	508
<b>Total des produits d'exploitation</b>	<b>21 646</b>	<b>18 054</b>	<b>22 144</b>	<b>Autres pertes ordinaires</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>204</b>
Variation des stocks et des produits finis et semi finis	1 302	-1 095	688	<b>Résultat des activités ordinaires avant impôt</b>	<b>1 618</b>	<b>1 602</b>	<b>1 910</b>
Achats d'approvisionnements consommés	10 320	10 279	13 218	Impôt sur les sociétés	189	188	195
Charges de personnel	2 788	2 613	2 377	<b>Résultat des activités ordinaires après impôt</b>	<b>1 429</b>	<b>1 413</b>	<b>1 715</b>
Dotations aux amortissements et pro	1 957	1 467	1 057	Résultat groupe	1 462	1 455	1 694
Autres charges d'exploitation	3 342	2 989	2 828	Intérêts des minoritaires	-33	-42	20
<b>Total des charges d'exploitation</b>	<b>19 710</b>	<b>16 252</b>	<b>20 167</b>	<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>1 429</b>	<b>1 413</b>	<b>1 715</b>

## Bilans consolidés (Milliers de DT)

Actifs	31/12/03	31/12/02	31/12/01	Capitaux Propres et Passifs	31/12/03	31/12/02	31/12/01
Immobilisations incorporelles	205	545	329	Capital social	6 300	6 000	5 400
Amortissements	-91	-330	-37	Autres capitaux propres	320	360	0
Net	113	215	292	Réserves consolidés	6 456	6 263	6 650
Immobilisations corporelles	19 556	18 218	14 857	Résultats consolidés	1 462	1 455	1 694
Amortissements	-6 584	-5 356	-4 378				
<b>Net</b>	<b>12 972</b>	<b>12 862</b>	<b>10 479</b>	<b>Total des Capitaux propres consolidés</b>	<b>14 538</b>	<b>14 078</b>	<b>13 744</b>
Immobilisations financières	1 699	1 541	1 553	Réserves minoritaires	289	331	489
Provisions	-584	-204	-78	Résultats minoritaires	-33	-42	20
<b>Net</b>	<b>1 115</b>	<b>1 336</b>	<b>1 475</b>	<b>Intérêts Minoritaires</b>	<b>255</b>	<b>289</b>	<b>510</b>
<b>Total des Actifs immobilisés</b>	<b>14 201</b>	<b>14 413</b>	<b>12 246</b>	<b>PASSIFS</b>			
Autres actifs non courants	0	1	2	Emprunts	2 485	2 708	458
<b>Total des actifs non courants</b>	<b>14 201</b>	<b>14 414</b>	<b>12 248</b>	Provisions	289	401	494
Stocks	5 061	5 898	5 504	<b>Total Passifs non courants</b>	<b>2 774</b>	<b>3 109</b>	<b>952</b>
Provisions	-6	-6	-6	<b>Passifs courants</b>			
<b>Net</b>	<b>5 055</b>	<b>5 892</b>	<b>5 497</b>	Fournisseurs et comptes rattachés	2 797	2 716	4 976
Clients et comptes rattachés	8 152	4 685	7 373	Autres passifs courants	2 767	2 528	2 735
Provisions	-1 086	-1 059	-964	Concours bancaires & autres passifs financiers	4 555	3 969	4 173
<b>Net</b>	<b>7 066</b>	<b>3 625</b>	<b>6 409</b>	Total des passifs courants	10 119	9 213	11 884
Autres actifs courants	1 072	2 267	2 151				
Provisions	-208	-2	-2				
<b>Net</b>	<b>864</b>	<b>2 265</b>	<b>2 149</b>				
Placements et autres actifs financiers							
Liquidités et équivalents de liquidités	501	493	787				
<b>Total des actifs courants</b>	<b>13 486</b>	<b>12 275</b>	<b>14 842</b>	<b>Total des passifs</b>	<b>12 893</b>	<b>12 322</b>	<b>12 836</b>
<b>Total des actifs</b>	<b>27 687</b>	<b>26 688</b>	<b>27 090</b>	<b>Total des capitaux propres et des passifs</b>	<b>27 687</b>	<b>26 688</b>	<b>27 090</b>

*Principaux soldes de gestion*

Ratios de structure : (en %)

Milliers de DT	2001	2002	2003
Actif non courant / Total bilan	45%	54%	51%
Actif courant / Total bilan	55%	46%	49%
Placement et liquidités/ Total Actif	3%	2%	2%
DLMT/ Total bilan	4%	12%	10%
DCT/ Total bilan	15%	15%	16%
Fonds de roulement après affectation: FR	1 734	2102	2289
Besoin en Fonds de Roulement : BFR	5 120	5 578	6 343
FR/ BFR	34%	38%	36%

Ratios de gestion : (en %)

	2001	2002	2003
Frais du personnel / Chiffre d'affaires	14%	19%	17%
Frais du personnel / Valeur ajoutée	42%	47%	45%
délaï de règlement clients en jours de CA	104	72	118
délaï de règlement fournisseurs en jours de CA	81	54	47

Ratios de rentabilité (en %)

	2001	2002	2003
Bénéfice net / Capitaux propres	13,7%	10,9%	10,7%
Bénéfice net / Chiffre d'affaires	7,7%	7,8%	6,6%
Résultat d'exploitation/ CA	9%	10%	9%

## Analyse Financière

Offre

**IV- Perspectives**

Les perspectives de la société ASSAD sont fonction de l'évolution attendue du marché, mais également de la stratégie de développement de la société, qui a pour objectifs de maintenir la position dominante de la société sur son marché local et d'accroître sa percée à l'export, et particulièrement sur la zone Maghreb. Sur cette base, et tenant compte de la nécessité d'être prudent en ce qui concerne des événements futurs (la période de prévision va de 2004 à 2009), il a été arrêté les hypothèses suivantes tant pour le marché local que pour l'export.

*Le Chiffre d'affaires***Batteries de démarrage**

*Volumes:* L'évolution du nombre de batteries vendues par ASSAD dépend de trois facteurs : l'évolution du parc auto, celle du taux d'utilisation de batteries par auto, et celle de la part de marché de ASSAD (qui elle sera fonction de l'évolution de sa position concurrentielle) :

> En ce qui concerne le parc automobile, les perspectives de développement de l'économie tunisienne et d'amélioration du niveau de vie d'une part, le taux encore relativement faible d'équipement des ménages, et la baisse inéluctable des droits de douane sur les importations de véhicule d'autre part permettent de prévoir raisonnablement une augmentation du parc. Par prudence, il a été retenu une évolution nettement inférieure au rythme observé au cours des dix dernières années (7,5%) soit 5% (niveau qui correspond à l'année de croissance la plus faible de cette période),

> En ce qui concerne le taux d'utilisation : il a été projeté en baisse progressive, pour se stabiliser à 50% en fin de période (contre 54% en 2003).

> Enfin, la part de marché de ASSAD est également projetée à la baisse, pour tendre vers 50% (contre 54% en 2003)

> A l'export, les hypothèses sont plus ambitieuses : la croissance forte estimée pour la période 2004 à 2009 (soit 22% par an en volume) s'appuie sur la tendance constatée en 2003 et 2004 et sur la notoriété de la société ASSAD sur ses marchés traditionnels (Maroc, Libye, Union Européenne) ; soutenue par une évolution des taux de change favorable à l'exportation.

*Prix:* L'hypothèse retenue est un maintien des prix unitaires de vente par rapport aux niveaux actuels. Cette hypothèse est particulièrement conservatrice en raison :

> de la non prise en compte de l'inflation (en prix constants, le maintien des prix se traduit en réalité par une baisse cumulée de 18% à prix constants sur la période, si nous considérons un taux d'inflation moyen de 3%),

> de l'élargissement de la gamme de produits ASSAD vers des produits de plus forte valeur ajoutée qui devraient générer des prix meilleurs.

> Du bon rapport qualité prix des batteries ASSAD par rapport aux batteries importées, dont les prix sont actuellement nettement supérieurs à capacité comparable.

Publique

de Vente

Augmentation

de Capital

par Souscription

Publique

&amp;

Admission

au premier marché

de la cote de la Bourse

### Batteries industrielles

Les batteries industrielles représentent environ 7% du CA de la société. Les hypothèses faites à ce niveau ont été très prudentes, puisqu'elles tablent sur une stabilité du CA. En fin de période, ce dernier est projeté au même niveau que 2003 (1,5 million de dinars).

### Plaques

La plaque à l'export est aujourd'hui essentiellement destinée à un producteur iranien, qui assemble les produits semi-finis venus de Tunisie et vend des batteries sous sa propre marque. Par prudence, il a été projeté que ce contrat diminuerait de 50% sur les 3 prochaines années. La filiale algérienne de ASSAD, en cours de concrétisation, ne compenserait qu'une partie de cette diminution : d'une capacité de 200.000 batteries /an au démarrage, elle sera alimentée en plaques par ASSAD, pour des quantités estimées en vitesse de croisière à 2000 tonnes soit un CA supérieur à 4 millions de dinars. A l'export, la hausse des matières premières en 2004, est contractuellement répercutée sur les prix. En ligne avec les hypothèses faites sur le cours du plomb, les prix de vente de la tonne de plaque sont projetés stables sur la période.

### L'évolution des charges et notamment des achats de plomb

Le principal poste d'achats est le plomb dont les cours sont fixés au London Metal Exchange. Une partie du plomb est importée, et subit de plus l'effet du taux de change TND/\$ ; alors que l'autre partie provient de l'unité de recyclage de batteries usagées. D'une capacité de production de 9000 tonnes, cette unité répond largement aux besoins actuels de ASSAD (production de 4500 tonnes en 2004). Le prix de revient du plomb recyclé est actuellement de 50% inférieur à celui du plomb acheté sur le LME.

Concernant les prévisions de cours du plomb, les hypothèses suivantes ont été faites:

- > s'agissant du cours du plomb, nous avons retenu par prudence le dernier cours du mois de septembre 2004 sur l'ensemble de la période soit 850 \$ la tonne ; qui constitue un cours historiquement élevé ;
- > s'agissant du taux de change, le taux retenu est celui auquel se traitait le dollar à la veille de la finalisation du rapport d'évaluation (1,26TND pour un \$; le dollar a nettement baissé depuis, et utiliser les derniers cours aurait été plus favorable).

### Les comptes de résultats prévisionnels consolidés

Milliers de DT	2001	2002	2003	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F	2009F
Ventes locales	14 943	10 319	12 505	13 419	15 169	15 417	15 920	15 926	16 546
variation	-	-30,9%	21,2%	7,3%	13,0%	1,6%	3,3%	0,0%	3,9%
Ventes à l'exportation	7 065	7 640	9 099	12 696	14 483	17 083	18 982	21 109	23 014
variation	-	8,1%	19,1%	39,5%	14,1%	18,0%	11,1%	11,2%	9,0%
Autres produits	135	94	42	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DES REVENUS</b>	<b>22 144</b>	<b>18 054</b>	<b>21 646</b>	<b>26 115</b>	<b>29 652</b>	<b>32 499</b>	<b>34 901</b>	<b>37 034</b>	<b>39 560</b>
variation	-	-18,5%	19,9%	20,6%	13,5%	9,6%	7,4%	6,1%	6,8%
variation des stocks de PF	-688	1 095	-1 302	0	0	0	0	0	0
Achats consommés	13 218	10 279	10 320	14 045	15 447	17 359	18 663	20 104	21 618
en % du CA	59,7%	56,9%	47,7%	53,8%	52,1%	53,4%	53,5%	54,3%	54,6%
Marge brute	8 238	8 871	10 024	12 069	14 204	15 140	16 239	16 930	17 942
taux de marge brute	37,2%	49,1%	46,3%	46,2%	47,9%	46,6%	46,5%	45,7%	45,4%
Frais de personnel	3 057	3 358	3 737	4 505	5 189	5 687	6 108	6 477	6 923
variation	-	9,9%	11,3%	20,5%	15,2%	9,6%	7,4%	6,1%	6,9%
Autres charges d'exploitation	2 148	2 244	2 393	2 732	2 902	3 240	3 450	3 600	3 800
variation	-	4,5%	6,6%	14,2%	6,2%	11,7%	6,5%	4,3%	5,6%
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 033</b>	<b>3 268</b>	<b>3 894</b>	<b>4 833</b>	<b>6 113</b>	<b>6 213</b>	<b>6 681</b>	<b>6 853</b>	<b>7 219</b>
marge d'EBE	13,7%	18,1%	18,0%	18,5%	20,6%	19,1%	19,1%	18,5%	18,2%
Amortissements	870	1 241	1 574	1 502	1 603	1 767	1 913	2 010	1 904
Provisions	186	226	384	392	445	500	524	556	593
en % du CA	0,8%	1,3%	1,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 976</b>	<b>1 801</b>	<b>1 937</b>	<b>2 939</b>	<b>4 065</b>	<b>3 946</b>	<b>4 245</b>	<b>4 288</b>	<b>4 721</b>
marge d'exploitation	8,9%	10,0%	8,9%	11,3%	13,7%	12,1%	12,2%	11,6%	11,9%
produits de participations	203	49	260	0	0	0	0	0	0
Charges financières	-574	-469	-805	-1 079	-1 237	-1 355	-1 407	-1 433	-1 432
Profit avant Impôt	1 605	1 381	1 391	1 860	2 828	2 590	2 838	2 855	3 289
marge avant exceptionnel et fiscalité	7,2%	7,7%	6,4%	7,1%	9,5%	8,0%	8,1%	7,7%	8,3%
Résultat exceptionnel	304	220	226	0	0	0	0	0	0
IS	195	188	189	223	339	311	341	343	395
<b>Résultat Net Consolidé</b>	<b>1 715</b>	<b>1 413</b>	<b>1 429</b>	<b>1 637</b>	<b>2 489</b>	<b>2 280</b>	<b>2 497</b>	<b>2 512</b>	<b>2 894</b>
Intérêts minoritaires	20	-42	-33						
<b>Résultat Net Part du Groupe</b>	<b>1 694</b>	<b>1 455</b>	<b>1 462</b>	<b>1 637</b>	<b>2 489</b>	<b>2 280</b>	<b>2 497</b>	<b>2 512</b>	<b>2 894</b>

*Matrice SWOT (Forces, Faiblesses, Opportunités et Risques)***POINTS FORTS**

Implantation locale forte  
Présence établie à l'exportation  
Technologie maîtrisée  
Solidité Financière

**POINTS FAIBLES**

Petite taille relative aux concurrents sur les marchés étrangers  
Insuffisance des systèmes d'informations  
Forte dépendance du CA par rapport à la batterie de démarrage

**OPPORTUNITES**

Pas de produits de substitution  
Marché local en progression  
Marché régional " ouvert "  
Marché à l'export " demandeur "

**RISQUES**

Erosion des parts de marché du fait de l'ouverture du marché local  
Pression sur les marges en raison de la hausse des matières premières

## V- L'évaluation de l'action

L'évaluation de l'action ASSAD a été effectuée selon les quatre approches suivantes, jugées les plus significatives pour ce type de société.

### Analyse Financière

1. La méthode d'actualisation des Cash Flows disponibles, qui consiste à projeter jusqu'en 2012 les comptes consolidés de la société. Les résultats des projections sont décrits ci-dessous. Etant donné la difficulté de faire des projections fiables à long-terme, la prudence a été de mise dans la projection des cash flows ; et se traduit notamment par une baisse en dinars courants des cash flows opérationnels libres (en 2012 ce cash flow est au niveau de 2006 ; et après 2012, le taux de croissance retenu est de 0,25%). Cela signifie que le niveau de cash flow atteint par ASSAD ne progressera que de 0.25 % en dinars courants après cette date ; et qu'en dinars actualisés, il baissera chaque année de 10,54% .

> Cette méthode donne une valeur de l'action de 21,3 Dinars

2. La méthode de la rente du GOODWILL, définie comme la différence entre une rentabilité normale des capitaux mis en œuvre (qui est fonction des taux longs du moment (BTA 10 ans) et de la prime de risque à appliquer sur le marché et l'entreprise) et la rentabilité réelle des capitaux investis. Cette suite de bénéfices est actualisée et ajoutée à la valeur de l'actif net comptable de l'entreprise à la fin 2003.

> Cette méthode donne une valeur de l'action de 21,64 Dinars

3. La méthode de Valeur de Rentabilité, définie comme la valeur actuelle des bénéfices courants futurs de l'entreprise. La valeur de l'entreprise est alors égale aux bénéfices capitalisés qu'il peut espérer en contrepartie de l'abandon de la liquidité. La base de cette méthode est la détermination du bénéfice courant moyen (sur la période 2005-2009) de l'entreprise, et la valeur de rentabilité s'approche par la formule suivante:  $V=B/i$  ; avec B étant le bénéfice courant moyen de la période et i le taux d'actualisation (10,54%).

> Cette méthode donne une valeur de l'action de 18,2 Dinars

4. La méthode d'actualisation des dividendes (ou modèle Gordon-Shapiro), où la valeur de l'action est égale au flux des dividendes futurs actualisés. Les principales hypothèses retenues sont :

- \* dividende de l'année où les nouveaux actionnaires entreront : 0,850 dinar par action prévus pour 2004 (D)
- \* le taux de croissance attendu sur le moyen terme (5 ans) : 6,5% (g)
- \* et le taux d'actualisation : 10,54%. (k)

$$\text{Valeur} = \frac{D}{k-g}$$

> Cette méthode donne une valeur de l'action de 21,1 Dinars

5. A titre indicatif, dans l'objectif d'avoir plus d'éléments de confort sur les résultats dégagés par les méthodes susmentionnées, une approche patrimoniale a été également effectuée pour déterminer l'actif net réévalué de la société. Cette méthode se base sur l'actif net comptable au 31 décembre 2003. Ce dernier a fait l'objet des corrections sur les terrains, les constructions et les métiers suite aux travaux réalisés par des cabinets externes. Le " Goodwill " de la marque a été calculé en pourcentage du CA (15%). Enfin, il a été déduit l'impôt que paie normalement ASSAD .

> Cette méthode donne une valeur de l'action de 20,47 dinars

### Le Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été approché par le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC en anglais), qui est calculé selon la formule et les hypothèses suivantes.

$$\text{Coût Moyen Pondéré du Capital} = [k_e \times E/(D+E)] + [k_d (1-t) \times D/(D+E)]$$

\*  $k_e$  = coût des fonds propres avec  $k_e = R_f + (\beta \times R_p)$

\*  $k_d$  = coût de la dette : TMM+2 soit 7%.

\*  $t$  = taux d'imposition de la société soit 12%

\*  $D$  = montant de la dette nette totale y compris hors bilan

\*  $E$  = montant des fonds propres au dernier bilan

\*  $\beta$  = Volatilité de l'action par rapport au marché, mesure du risque spécifique :

\*  $R_f$  = taux de l'emprunt d'Etat sur 10 ans = BTA 10 ans : 7 %, qui est le dernier taux coté des BTA 10 ans souche avril 2014

\*  $R_p$  = prime de risque du marché action : 3,3%, étant la différence entre l'inverse du taux long et le PER du marché qui est de 11

Le risque spécifique de ASSAD a été fixé comme étant supérieur de 80% à celui du marché. En effet, malgré les hypothèses extrêmement prudentes quant au cours du plomb, principale matière première utilisée ; la sensibilité de ASSAD à une variable totalement exogène (cours du plomb à Londres) justifie cette prime de risque spécifique supérieure à celle du marché. Par ailleurs une grande partie du business plan étant étayée par les possibilités offertes par les marchés étrangers, les risques de l'export pèsent aussi sur ce risque spécifique.

> Le taux d'actualisation tel que déterminé par ces calculs est de 10,54%

### Synthèse des méthodes d'évaluation :

Le tableau ci-dessous résume les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues et les résultats obtenus en faisant une équi-pondération des différentes méthodes.

valeur par action en dinars	
Cash flows	21,3
Goodwill	21,64
Valeur de Rentabilité	18,2
Dividendes	21,1
Moyenne	20,6

> La synthèse des méthodes donne donc un prix de 20,6 dinars par action

## VI- Le prix proposé

Le prix proposé est de 18,8 dinars par action, soit une décote de 9% par rapport à la moyenne des valeurs.

Ce prix proposé correspond à :

- > Une valorisation par rapport à l'actif net comptable de 1,6 fois
- > Par rapport au PER, à 15 fois les bénéfices 2004f
- > Par rapport à la marge brute d'autofinancement, à 7 fois celle de 2004f
- > A un rendement de l'action de 4,5% nets au titre de 2004f (dividende de 850 millimes par action)



## Intermédiaire en Bourse chargé de l'introduction

### Arab Financial Consultants

4, rue 7036 El Menzah 4  
Tél : 71 75 47 20 / Fax : 71 23 46 70



## Evaluateur et Conseiller financier

### AXIS

Immeuble Lotus, rue du Lac Lochness,  
les Berges du Lac, 1053 Tunis  
Tél : 71 96 27 20 / Fax : 71 96 33 90



**Batteries**  
**ASSAD**

**& ça démarre**