Groupe CEREALIS

Recommandation : **Souscrire à l'OPF**

Prix d'introduction : 6,750D

Nombre d'actions offertes : 1 777 778 actions

Jouissance des actions : 1er Janvier 2014

Capitalisation boursière : 33,2MD

Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Famille Gahbiche	100,00%	63,6%
Public	-	30,0%
Placement Privé	-	6,4%
Total actions	**100%**	**100%**

Ratios boursiers*

	2013	2014e	2015e
PE	19,1	17,7	12,4
VE/CA	2,1	1,6	1,3
VE/EBITDA	9,8	9,5	7,1
P/BV	6,0	2,7	2,3
Div Yield	-	3,0%	3,6%

Données par action (D)*

	2013	2014e	2015e
Bénéfice	0,353	0,381	0,544
Dividende	-	0,203	0,244
Actif net	1,120	2,499	2,884

Compte de résultat (MD)

	2013	2014e	2015e
CA	16,3	22,2	27,8
EBITDA	3,6	3,7	5,2
Résultat net	1,7	1,9	2,7

Données financières

	2013	2014e	2015e
Marge nette	10,6%	8,4%	9,6%
ROE	31,5%	15,3%	18,9%
Gearing	33,0%	11,9%	28,2%

**Données en Post money*

But de l'introduction en bourse :

- Lever les fonds nécessaires à la croissance du groupe ;
- Créer un pôle métier dans la fabrication et la distribution des snacks salés et sucrés ;
- Accroitre la notoriété du groupe auprès de ses clients ;
- Bénéficier de l'avantage fiscal relatif à la baisse du taux d'impôt sur les sociétés.

Eléments clés :

- Leader sur le marché des chips et un partenariat avec General Mills pour la production des Bugles en Tunisie ;
-
- Un fléchissement des marges suite aux diverses actions promotionnelles ;
- Un endettement très élevé pour l'entité Bolério nécessitant une recapitalisation : objet de la présente levée de fonds ;
- Des perspectives de développement très ambitieuses avec une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 23,8% sur le prochain quinquennat ;
- Une valorisation correcte mais demeure tributaire de la réalisation des objectifs ;

Nous recommandons de souscrire à l'OPF avec une attention particulière quant à la réalisation des objectifs escomptés

Contact : Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 656 299
E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 888 889 actions anciennes qui seront cédées par la famille GAHBICHE représentant 18,2% après réalisation de l'augmentation de capital et 888 889 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, soit 18,2% après réalisation de l'augmentation de capital. Au total, l'offre porte sur 1 777 778 actions, représentant 36,4% du capital.

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles et anciennes: 6,750D, soit une valeur nominale de 1 dinar et une prime d'émission de 5,750D

Montant de l'opération : 12MD

Période de souscription : du 08/12/2014 au 12/12/2014 inclus

Jouissance des actions : Les actions portent jouissance à partir du 1er janvier 2014

Offre proposée : Les 1 777 778 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

1- Offre à Prix Ferme

Une Offre à Prix Ferme qui s'effectuera en termes de quotités d'actions composées chacune d'une (1) action nouvelle à souscrire en numéraire et d'une (1) action ancienne, soit un total de 411 109 quotités offertes réparties comme suit :

Catégories	Part d'allocation	Nombre de quotités	Nombre d'actions Anciennes	Nombre d'actions Nouvelles	Montant (en Dinars)
Catégorie A : OPCVM tunisiens, sollicitant au minimum 2 000 quotités et au maximum 122 222 quotités.	45,2%	186 000	186 000	186 000	2 511 000
Catégorie B: Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, autres qu'OPCVM, sollicitant au minimum 10 quotités et au maximum 12 222 quotités pour les non institutionnels et 122 222 quotités pour les institutionnels.	54,8%	225 109	225 109	225 109	3 038 972
Total	**100%**	**411 109**	**411 109**	**411 109**	**5 549 972**

Les demandes d'acquisition seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation de chaque catégorie, déterminé par le rapport quantité offerte/quantité demandée et retenue.

Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement sans que la part ne dépasse 5% du capital à l'issue de l'opération pour les institutionnels et 0,5% du capital de l'opération pour les non institutionnels.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté à l'autre catégorie.

Etant précisé que les investisseurs qui auront à souscrire dans le cadre de l'une de ces deux catégories n'auront pas le droit de souscrire dans le cadre du Placement Global et du Placement Privé.

2- *Placement Global*

Dans le cadre du Placement Global, 322 226 quotités soit 644 452 actions représentant 13,2% du capital de la société après augmentation seront offertes à des investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum pour un montant de 250.006,500 dinars.

Les donneurs d'ordre dans le cadre de ce placement s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente. Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres,
- Après information préalable du CMF,
- Et en respectant la règlementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage, ci-dessus fixées, préalablement au vendeur et ce, pour la période restante.

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 18 519 quotités correspondant à 37 038 actions soit l'équivalent à un montant minimum de 250 006,500 DT, et un maximum de 122 222 quotités correspondant à 244 444 actions soit l'équivalent à un montant de

1 649 997DT.

En outre, les demandes d'acquisition par les OPCVM ne doivent pas porter sur plus de 10% des actifs nets ayant servi pour le calcul de la dernière valeur liquidative publiée, précédant la date de la demande d'acquisition.

Les investisseurs dans le cadre du Placement Global n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et du Placement Privé et inversement.

Les demandes d'acquisition seront centralisées auprès d'un syndicat de placement composé par les intermédiaires en Bourse AXIS Capital Bourse et AFC et dirigé par AXIS Capital Bourse désigné comme étant établissement chef de file.

3- *Placement Privé*

Dans le cadre du Placement Global, 155 554 quotités soit 311 108 actions représentant 6,4% du capital de la société après augmentation seront offertes à des investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum pour un montant de 250.006,500 dinars.

Les donneurs d'ordre dans le cadre de ce placement s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente. Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres,
- Après information préalable du CMF,
- Et en respectant la règlementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage, ci-dessus fixées, préalablement au vendeur et ce, pour la période restante.

Les investisseurs dans le cadre du Placement Global n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et du Placement Privé et inversement.

Contrat de liquidité :

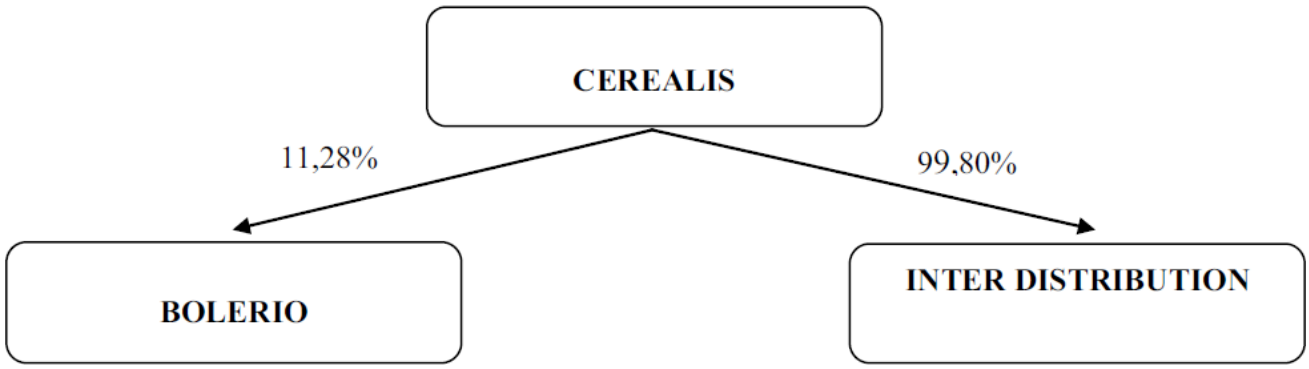
Un contrat de liquidité pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions de la société CEREALIS, a été établi entre la société Axis Capital Bourse, intermédiaire en Bourse, et certains actionnaires de référence de CEREALIS portant sur un montant de 750mD et 37 037 actions.

La société mère du groupe **CEREALIS** a été créée en 2003 par la famille GAHBICHE et produit des snacks salés et chips à base de pomme de terre ou de maïs. En 2004, un partenariat a été conclu avec la multinationale General Mills afin de produire la marque Bugles. Actuellement, la société se positionne en tant que leader du secteur avec 65% de part de marché et 30 références de produits commercialisés.

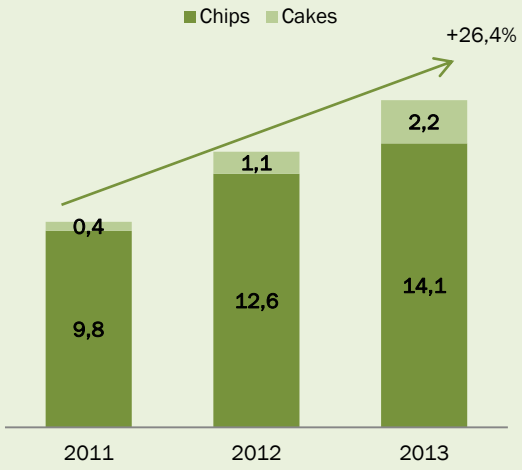
En 2009 et dans un but de diversification, la famille GAHBICHE a créé la société Bolério spécialisée dans la production des cakes : un produit de grande consommation et mois exposé au pouvoir d'achat que les chips. En moins de 3 années, la société a pu accaparer une part de marché de 5%.

De plus et en 2010, les fondateurs ont créé la société Inter Distribution en vue d'être le distributeur des produits fabriqués par Céréalis et Bolério sur l'ensemble du territoire tunisien.

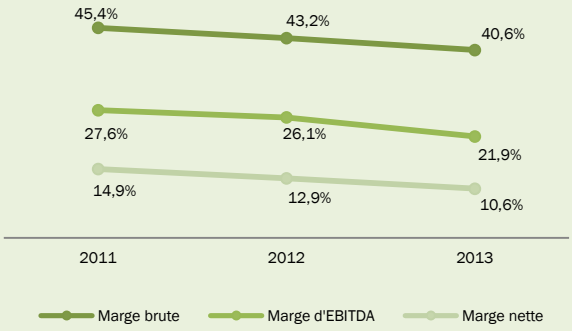
L'architecture du groupe CEREALIS après introduction en bourse se présente comme suit :



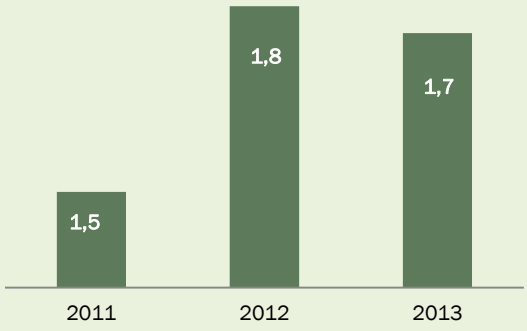
Evolution du chiffre d'affaires de CEREALIS



Les marges de CEREALIS



Evolution du bénéfice net



L'activité du groupe CEREALIS a affiché un taux de croissance annuel moyen de 26,4% passant de 10,2MD en 2011 à 16,3MD en 2013. L'activité « Chips » représentant plus de 87% des revenus du groupe a connu à elle seule une progression moyenne de 20,5% durant les 3 dernières années pour s'établir à 14,1MD en 2013.

Quant à l'activité « Cakes », elle affiche des revenus de 2,2MD en en 2013 contre 0,4MD seulement en 2011. Cette activité présente un taux de croissance de +120% malgré à son jeune âge.

D'un point de vue marges, le groupe présente des marges assez confortables mais en fléchissement d'une année à une autre. La marge brute s'est dépréciée de 5 points en raison des diverses actions promotionnelles.

Le développement du groupe à travers Bolério et Inter Distribution a engendré des coûts supplémentaires notamment en matière de recrutement. L'effectif global du groupe est passé de 139 en 2011 à 197 personnes en 2013 avec un taux d'encadrement de 27,4%. Ainsi, la masse salariale est passée de 618,5mD en 2011 à 1,4MD en 2013, soit un taux de croissance annuel moyen de 54,3%.
La marge d'EBITDA s'établit à 21,9% contre 27,6% en 2011.

En revanche et outre l'augmentation des charges d'exploitation, le résultat net part du groupe a été impacté négativement par l'augmentation des impôts ainsi que la perte de Bolério de 818mD en 2013.
Ainsi, le groupe a affiché une bénéfice net de 1,7MD contre 1,5MD en 2011, soit une marge nette aux alentours de 10,6%.

D'un point de vue équilibre financier, le groupe présente une structure financière déséquilibrée caractérisée par un fonds de roulement qui n'arrive pas à couvrir le BFR du groupe qui affiche une trésorerie nette déficitaire de 1MD. de plus, le groupe affiche en 2013 une dette nette de 1,8MD représentant un gearing de 33%.

Compte d'Exploitation

(mD)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	TCAM 2014-2018
Chiffre d'affaires	13 739	16 305	22 237	27 836	33 373	39 741	47 143	
Evolution		*18,7%*	*36,4%*	*25,2%*	*19,9%*	*19,1%*	*18,6%*	*23,8%*
- Achats & variation de stocks	7 807	9 686	13 703	17 060	20 412	24 392	29 054	
Marge Brute	**5 932**	**6 618**	**8 534**	**10 776**	**12 961**	**15 349**	**18 089**	
Evolution		*11,6%*	*28,9%*	*26,3%*	*20,3%*	*18,4%*	*17,9%*	*22,4%*
- Autres charges d'exploitation	1 322	1 580	2 579	2 893	3 190	3 505	3 918	*21,5%*
- Charges de personnel	1 030	1 463	2 294	2 665	2 975	3 326	3 728	*21,7%*
Excédent brut d'exploitation (E.B.E.)	**3 580**	**3 575**	**3 661**	**5 218**	**6 796**	**8 518**	**10 444**	*24,6%*
Evolution		*-0,1%*	*2,4%*	*42,5%*	*30,2%*	*25,3%*	*22,6%*	
- Dotations aux amortissements et aux provisions nettes	577	770	1 307	1 538	1 506	1 327	1 309	
Résultat d'exploitation	**3 003**	**2 805**	**2 354**	**3 680**	**5 290**	**7 191**	**9 135**	*29,4%*
Evolution		*-6,6%*	*-16,1%*	*56,3%*	*43,7%*	*35,9%*	*27,0%*	
- Charges financières nettes	337	419	392	561	426	354	325	
+/- Autres Eléments ordinaires	-30	20	153	214	212	208	103	
Résultat avant impôt	**2 635**	**2 407**	**2 115**	**3 333**	**5 076**	**7 045**	**8 913**	*32,6%*
Evolution		*-8,7%*	*-12,1%*	*57,6%*	*52,3%*	*38,8%*	*26,5%*	
- Impôts sur les bénéfices	753	548	224	582	780	1 032	1 279	
Résultat après impôt	**1 882**	**1 859**	**1 891**	**2 751**	**4 296**	**6 013**	**7 635**	*34,1%*
Evolution		*-1,2%*	*1,7%*	*45,5%*	*56,1%*	*40,0%*	*27,0%*	
Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	29	29	35	71	110	110	110	
Quote-part dans le résultat des sociétés mise en équivalence	-82	-93	0	0	0	0	0	
Résultat net consolidé	**1 772**	**1 736**	**1 856**	**2 680**	**4 185**	**5 903**	**7 525**	*35,2%*
Evolution		*-2,0%*	*6,9%*	*44,4%*	*56,1%*	*41,0%*	*27,5%*	
Part Intérêts minoritaires	1	1	-20	2	2	3	4	
Résultat net part du groupe	**1 771**	**1 735**	**1 875**	**2 679**	**4 183**	**5 900**	**7 521**	*35,1%*
Evolution		*-2,0%*	*8,1%*	*42,9%*	*56,1%*	*41,1%*	*27,5%*	

Ratios Financiers

	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Marge brute	43,2%	40,6%	38,4%	38,7%	38,8%	38,6%	38,4%
Marge d'EBITDA	26,1%	21,9%	16,5%	18,7%	20,4%	21,4%	22,2%
Marge d'exploitation	21,9%	17,2%	10,6%	13,2%	15,8%	18,1%	19,4%
Marge nette	12,9%	10,6%	8,4%	9,6%	12,5%	14,8%	16,0%
ROE	34,1%	31,5%	15,3%	18,9%	24,7%	28,6%	30,0%
Gearing	11,7%	33,0%	11,9%	28,2%	4,9%	-15,8%	-29,3%

Structure financière

	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
FR	2 175	2 186	5 117	4 373	7 394	10 976	15 724
BFR	2 132	3 283	4 269	5 246	6 059	6 678	8 036
TN	44	-1 097	847	-873	1 335	4 298	7 688

Contact : Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 656 299
E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

Le groupe compte axer sa stratégie de développement sur trois lignes majeures, à savoir le développement de l'activité snacks salé « chips », le développement de l'activité snacks sucrés « Cake » et le développement de sa capacité de distribution et de stockage.

En effet, cette levée de fonds va servir essentiellement à :

- Renforcer la capacité de distribution du groupe (renforcement du réseau de distribution et prise de nouvelles parts de marché) pour les deux principales catégories de produits (Snacks salés et snacks sucrés) ;
- Accroitre les capacités de production et de stockage correspondants aux objectifs de vente visés.

Ces objectifs vont être atteints, à travers la réalisation des étapes suivantes ;

Chips : Maintenir la position de leader avec une part de marché de 65%, en dépit de l'entrée sur le marché local de nouveaux intervenants à travers ;

- ✓ L'augmentation de la capacité de production et de la capacité de stockage par un investissement de 3MD ;
- ✓ La réalisation d'importantes compagnes marketing ;
- ✓ La maitrise des achats, dans un contexte concurrentiel inflationniste.

Par ailleurs, Céréalis entend déployer une importante force de distribution qui s'appuie sur des actions promotionnelles (Trade marketing) et l'élargissement de sa gamme de produits (Nouvelles recettes, Nouvelles catégories de produits).

Cake : Faire progresser la part de marché du groupe jusqu'à atteindre l'objectif de 7,5% de part de marché à l'horizon de 2018pour passer à 25% de part de marché par la suite, ce qui se fera essentiellement à travers :

- ✓ L'optimisation de l'utilisation de l'outil de production jusqu'à atteindre la pleine capacité ;
- ✓ La maitrise des achats à travers une production en interne de certains intrants ;
- ✓ La réalisation d'importantes compagnes marketing.

Distribution : Renforcer la force de distribution par de nouveaux moyens matériels et humains et une meilleure organisation. Réaliser des actions promotionnelles.

→ *Compte tenu de cette stratégie de développement* :

Les revenus du groupe CEREALIS devront afficher une croissance annuelle moyenne de 23,8% passant de 16,3MD en 2013 à 47,1MD à fin 2018. L'activité « Cake » connaitra un rythme de croissance plus soutenu que celui de l'activité « Chips » qui représentera désormais 61% des revenus du groupe contre 87% en 2013.

Il est à signaler que pour 2014, le groupe table sur un chiffre d'affaires de 22,2MD, soit +36,4% par rapport à 2013. Cette estimation nous parait assez optimiste eu égard des réalisations du groupe durant les 9 premiers mois de l'année avec des revenus de 12,9MD en repli de 4,8% par rapport à la même période de 2013. Le management justifie cette décroissance par la baisse du pouvoir d'achat des ménages. Ainsi, nous estimons que le groupe ne pourra réaliser ses objectifs escomptés du moins pour l'année 2014.

La marge brute du groupe connaitra un léger fléchissement suite aux diverses actions promotionnelles visant à acquérir de nouvelles parts de marché. le taux de marge brute devrait se stabiliser aux alentours de 38% tout au long de la période prévisionnelle 2014-2018.

Quant à la marge opérationnelle, elle devra se déprécier de 7 points en 2014 en raison de l'enveloppe des investissements à amortir puis connaitra une tendance haussière pour s'établir à 19,4% à l'horizon 2018.

Le renflouement des caisses du groupe à travers l'actuelle augmentation de capital permettra la recapitalisation de la filiale Bolério avec un taux d'endettement quasiment nul à l'horizon 2016.

Au niveau du bottom line, le groupe table sur un bénéfice net de 1,9MD pour 2014 avec une croissance annuelle moyenne de 35,1% !!!!! pour arriver à 7,5MD à l'horizon de 2018.

En matière de distribution des dividendes, et grâce aux cash flows générés, la société mère du groupe compte allouer une enveloppe considérable pour rémunérer ses actionnaires avec un pay out moyen de plus de 60%.

L'évaluation du groupe CEREALIS a été réalisée par AXIS CAPITAL sur la base du business plan pour une période allant de 2014 à 2018.

L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :
- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF) ;
- La méthode de l'Economic Value Added (EVA) ;
- La méthode des comparables boursiers.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :
- Un taux sans risque de 6,39% ;
- Une prime de risque du marché des actions de 7% ;
- Un béta désendetté de 0,94 avec une prime de risque spécifique de 20% pour tenir compte des caractéristiques spécifiques du groupe (taille, marché, …)

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 2%.

La synthèse des trois méthodes est présentée dans le tableau suivant :

(mD)	Valeur des fonds propres
DCF	36 446
EVA	35 693
Comparables	24 950
Moyenne	**32 363**
Prix par action	8,091
Décote	-16,6%

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une capitalisation de 32,4MD soit une valeur par action de 8,091 dinars, offrant ainsi une décote de 16,6% par rapport au prix d'émission.

Avec un prix d'introduction de 6,750D (1D de nominal et 5,750D de prime d'émission pour les nouvelles actions émises), le titre est valorisé à 17,7 fois les bénéfices estimés pour 2014 et 12,4 fois ceux projetés pour 2015 : une valorisation que nous jugeons correcte par rapport à l'ensemble du marché mais qui demeure tributaire de la réalisation des objectifs. En effet, le groupe CEREALIS, compte sur un plan d'affaires prévisionnel assez ambitieux avec des prévisions de croissance très importantes.

Le titre offre un rendement en dividende de 3%. Il y a lieu de signaler que les nouvelles actions émises dans le cadre de cette augmentation de capital auront droit au dividende distribué au titre de l'exercice 2014. Le dividende prévu est de 0,203D par action.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF avec une attention particulière quant à la réalisation des objectifs escomptés