

Introduction de la société « SOPAT » au marché alternatif

Pour voler un oiseau a besoin de ses deux ailes, les sociétés aussi...

Investment Highlight

✚ Une bonne réputation pour ce qui touche à la qualité et au respect des règles d'hygiène, appuyée par la certification la plus récente ISO 22000, version 2005.

✚ Un bon positionnement sur le marché des viandes blanches. La SOPAT, avec une part de marché de 22%, est le deuxième opérateur après le leader EL MAZRAA.

✚ La rivalité avec le principal concurrent est très dure à assumer par la SOPAT. Bénéficiant du soutien de POULINA, groupe fort en renommée et en rentabilité, EL MAZRAA a les moyens de contrecarrer une éventuelle stratégie commerciale agressive de la SOPAT.

✚ Une activité largement exposée aux risques de hausse des matières premières et de propagation des maladies avicoles telles que la grippe aviaire.

✚ Un fort endettement qui aggrave le risque d'insolvabilité et dont le coût absorbe une bonne partie des revenus de l'entreprise.

✚ Le management prévoit l'emploi des fonds générés par l'introduction au marché alternatif pour se désendetter et financer des projets qui permettent un contrôle de l'ensemble de la chaîne de valeur. Ces investissements concernent essentiellement la réalisation d'une intégration verticale, et ce afin de limiter la dépendance de la société envers ses tiers. Ultérieurement, l'accès aux marchés libyen et algérien pourrait être envisageable et permettrait ainsi de doper les revenus de la société.

✚ Le business plan prévoit un assainissement de la situation financière de l'entreprise, soit un désendettement total d'ici 2010. Une distribution de dividende serait possible à partir de l'exercice 2009.

✚ La réalisation de ces objectifs sera tributaire du respect strict du plan d'affaires. Liant ces prévisions à la réalité économique et aux aléas qui affectent l'activité de la société, nous avons dégagé une valorisation moyenne de 11,68 DT du titre SOPAT, soit une décote de 6,21%.

Recommandation	Souscrire
Prix d'introduction	11 DT
Valeur	SOPAT
Secteur	Industrie agroalimentaire
Prix estimé	11,68 DT
Décote	6,21 %
Nombres d'actions après OPS	2 000 000
Valeur nominale	5 DT
Flottant après OPS	26,13%
Actionnaire majoritaire après OPS	Famille LAHMAR
ROE (LT)	20 %
Dettes nettes au 31-12-06	10,265 MDT
Date de jouissance	1 janvier 2007
Période de souscription	Du 03 au 15 Décembre 2007

Recommandation

Partant d'une situation délicate, la SOPAT entend user des fonds générés par son introduction au marché alternatif pour se restructurer financièrement, rentabiliser ses fonds propres et profiter pleinement de son potentiel de croissance. Toutefois, opérant dans un secteur à forts retournements conjoncturels, l'activité future de la SOPAT sera imprégnée d'une note d'incertitude. Tenant compte de tous ces éléments, le titre SOPAT est valorisé à 11,68 DT et le souscripteur devrait bénéficier d'un rendement annuel moyen de 15 %. Ainsi, nous recommandons la souscription à l'OPS.

Tableau sommaire (en mDT)

Année	Revenus	EBITDA	Marge EBITDA	Résultat Net	Marge Nette	VE/EBITDA	BPA	PER	ROE	CFPA	P/CFPA	Div	Yield	FPA	PBK
2006	29 584	2 770	9,36%	1 808	6,11%	5,89	0,904	12,17	29,82%	-1,445	-7,61	-	-	3,03	3,63
2007	31 672	4 075	12,87%	1 058	3,34%	3,79	0,529	20,78	8,22%	2,338	4,70	-	-	6,44	1,71
2008	35 024	4 466	12,75%	2 482	7,09%	4,07	1,241	8,86	16,16%	1,060	10,38	0,62	5,64%	7,68	1,43
2009	38 773	5 736	14,79%	3 635	9,38%	3,39	1,818	6,05	20,48%	2,468	4,46	0,91	8,26%	8,87	1,24
2010	42 933	6 618	15,42%	4 549	10,60%	2,97	2,275	4,84	22,21%	2,772	3,97	1,14	10,34%	10,24	1,07
2011	46 746	7 521	16,09%	4 862	10,40%	2,56	2,431	4,52	21,08%	2,999	3,67	1,22	11,05%	11,53	0,95

Présentation de la société

La société d'élevage et d'abattage des volailles de Tébourba (SOPAT), plus connue sous le nom commercial « Mliha », a été créée en 1990 par la famille LAHMAR avec un capital initial de 87 milles dinars. Au 31-12-2006, son capital social a atteint 7 386 mDT, divisé en 1 477 258 actions d'une valeur nominale de 5 DT. L'activité de la SOPAT tourne autour de trois principaux axes :

- ✚ La production de la viande blanche (poulets et dindes) : c'est la principale activité de la société en terme de revenu, représentant près de 85% du chiffre d'affaires. Elle consiste à produire et à vendre les produits sous leur forme fraîche, congelée et emballée.
- ✚ Les produits transformés ou charcuterie (jambon, Salami, saucisses) représentent 12% du revenu de la SOPAT.
- ✚ Les produits marinés ou produits prêts à la consommation, nouveau créneau porteur, ne constituent que 1,5% du chiffre d'affaires.

La SOPAT a initié, dès sa création, un processus d'intégration en amont et en aval grâce à cinq sociétés qui faisaient jadis partie du groupe. DINDY, NUTRITOP et AVITOP œuvrent respectivement dans la couvaison, l'élevage reproducteur et la production d'aliments pour volailles et l'engraissement. En aval, LOGITOP assure la logistique et le transport de la société et RAVY opère dans la gestion de l'activité de vente de détail. Cette intégration a permis à la SOPAT de maîtriser l'ensemble de sa chaîne de valeurs. La société possède également un réseau de points de vente sous l'enseigne « Mliha » et a développé le concept de Fast Food, à base de poulet, sous l'enseigne « Chicos ».

Durant la période 2006-2007, la SOPAT a procédé à la cession de ses participations dans les sociétés AVITOP, LOGITOP, FOODCOURT, RAVY au profit de la société « LAHMAR Holding ».

Présentation du secteur avicole tunisien

Le secteur avicole assure à lui seul près de 33% de la production animale, 11% de la production agricole et approvisionne le marché en viande à hauteur de 50%. Ces chiffres mettent en lumière un phénomène très important, celui d'une aviculture qui a pour but essentiel de combler le déficit du pays en protéines animales, apportées par les viandes rouges. Cette carence résulte d'un déséquilibre, d'une part entre une demande de plus en plus croissante en raison de l'amélioration du niveau de vie et du changement des habitudes alimentaires, et d'autre part à une offre en viandes rouges aléatoire qui se trouve fortement tributaire des variations climatiques et saisonnières courantes.

Structure de l'actionnariat

Avant OPS		
Féthi LAHMAR	2 244 950	30,20%
Rached LAHMAR	2 244 940	30,20%
Imed LAHMAR	2 244 900	30,20%
Autres	693 290	9,4%
Après OPS		
Famille LAHMAR	6 734 790	67,35%
Public	2 613 710	26,13%
Autres	651 500	6,53%

Assurant 33% de la production animale et 11% de la production agricole, le secteur avicole tunisien est bien ancré.

Cette évolution, aussi bien en matière de développement de l'aviculture que dans le comportement alimentaire du tunisien, est la consécration d'un ensemble de mesures de soutien et d'encouragement au secteur mises en place par l'Etat. L'année 2006 a été marquée par la poursuite des réformes prises dans les diverses branches de l'aviculture, en vue d'améliorer les niveaux de production, d'hisser la qualité vers les normes internationales, d'augmenter les rendements et de maîtriser les coûts. Ces mesures ont pour principal objectif la promotion du milieu rural, et la réalisation d'un développement équilibré et durable qui permettra au secteur de faire face à la concurrence internationale et ce conformément aux orientations de l'Etat visant l'ouverture sur l'extérieur et l'intégration de l'économie tunisienne à l'économie mondiale.

Vue d'ensemble

L'aviculture tunisienne se scinde en deux compartiments à savoir la branche traditionnelle et la branche moderne.

Aviculture traditionnelle

L'aviculture traditionnelle ou informelle est une branche qui est très présente en Tunisie particulièrement dans le milieu rural, occupant une place importante dans les activités et le patrimoine des paysans. Cette activité doit sa pérennité à un effectif d'élevage stable et auto-renouvelable, en équilibre avec le milieu naturel. Ces produits traditionnels sont très recherchés de par leur qualité et leurs bienfaits. Les consommateurs acceptent naturellement de les payer plus chers que les produits du secteur industriel moderne. En ce qui concerne les techniques de production, les conditions sont rudimentaires et les maladies constituent l'ennemi principal de cet élevage. Les actions visant l'amélioration de ce secteur n'ont pu aboutir, s'agissant de petits élevages, très éparpillés et difficiles d'accès.

Aviculture moderne

A fort potentiel de croissance, l'aviculture moderne consiste en l'élevage intensif de la volaille à l'échelle semi-industrielle ou industrielle. Ayant démarrée en 1965, cette activité a connu un développement important surtout au cours des années 70. La consommation de viande de volaille et d'oeufs a continuellement progressé au fil du temps. Le nombre de producteurs témoigne du poids que représente l'aviculture dans le tissu économique national. Les derniers recensements indiquent que le nombre d'éleveurs de poulet est de 4 000, celui des éleveurs de dinde est de 260. Le nombre d'emplois offerts par le secteur avicole est, lui, de 13 000.

La Grippe aviaire

La grippe aviaire, identifiée pour la première fois en Italie il y a plus de 100 ans, désigne une maladie virale proche de la grippe, touchant les volailles et les oiseaux domestiques ou sauvages. Cette affection est transmissible entre volailles et plus rarement à des mammifères (porc), mais elle reste difficilement transmissible à l'Homme. La forme la plus grave, appelée autrefois « peste aviaire », se manifeste par une maladie aiguë causant un taux de mortalité pouvant avoisiner les 100 %. Le contact direct ou indirect entre les volailles, ainsi que les marchés d'oiseaux vivants ont historiquement joué un rôle important dans la propagation de cette maladie. Néanmoins, des mesures sanitaires rigoureuses appliquées aux fermes peuvent assurer une certaine protection.

Autres maladies avicoles

D'autres maladies aviaires peuvent toucher les volailles et qui occasionnent des pertes importantes au niveau des élevages. On peut citer :

- La pseudo-peste ou maladie de Newcastle, souvent confondue avec la grippe aviaire de part leurs similitudes.*
- La maladie de Marek qui affecte lourdement l'effectif des pondeuses suite à l'apparition probable d'un mutant très virulent, rebelle aux vaccins habituellement utilisés.*
- La salmonellose est une maladie causée par une bactérie naturellement présente dans l'intestin des animaux, en particulier chez les volailles et les porcs. Les personnes qui consomment des aliments contaminés par la Salmonelle sont susceptibles de contracter la salmonellose.*
- La bronchite infectieuse et la variole aviaire sont des maladies infectieuses d'origine virale qui affectent de nombreuses espèces d'oiseaux.*
- La coccidiose est une infection par des parasites microscopiques qui vivent dans les cellules des parois de l'intestin.*

Au sein du secteur, les performances techniques sont dans l'ensemble satisfaisantes avec évidemment des variations entre éleveurs selon leur degré de maîtrise des techniques de l'élevage. Le poulet de chair est généralement vendu à l'âge de 35 jours, à un poids vif allant de 1,7 à 2,2 kg et le cycle d'élevage de la dinde atteint les 3 mois. Pour la pondeuse, la production moyenne est estimée à 237 oeufs. Cette activité de production intense nécessite toutefois un suivi strict des normes d'hygiène, une bonne gestion du système d'approvisionnement et une maîtrise des contraintes liées à l'approvisionnement en intrants de la filière avicole moderne.

Evolution de la production

Le marché mondial de la viande est caractérisé par une augmentation de la production et de la consommation dans les pays en développement. Dans ce contexte de hausse perpétuelle des prix de la viande, une évolution moyenne de 10% est prévue sur les prochaines années au sein du secteur avicole.

Un fléchissement de la production avicole en 2006

Depuis 2004, la production avicole tunisienne enregistre un arrêt de sa croissance et se trouve, en 2006, sanctionnée d'une baisse de 24,3%, pour revenir à 66,2 milles tonnes, contre 87,4 milles tonnes en 2005. Ce recul est la conséquence de la crise qu'a connue la branche de l'aviculture, engendrée principalement par la menace de la grippe aviaire qui a sévit dans certains pays. La production de dinde, quant à elle, a connu en 2006 un repli de 12,6% par rapport à 2005 allant de 31,166 milles tonnes à 27,221 milles tonnes.

Une relance modérée de la consommation malgré le changement d'attitude des consommateurs face à la menace de la grippe aviaire

Compte tenu de la poursuite de la croissance vigoureuse de l'économie tunisienne en 2007, le regain de la confiance des consommateurs et la diminution du nombre de maladies devraient se traduire par une augmentation de la demande de viande en Tunisie, et plus spécialement celle de la volaille. A titre d'indication, depuis 1993, la consommation de viandes avicoles n'a cessé d'augmenter et, au bout de plus de dix ans, elle a presque doublé. Aujourd'hui le Tunisien consomme annuellement, en moyenne, 14 kg de viandes de volaille (soit 35% de la consommation totale de viandes sous toutes ses formes).

Une dominance prononcée des gros aviculteurs. Plus de 70% du chiffre d'affaires des usines est réalisé par une dizaine de sociétés.

Une hausse de 10% du prix de la viande blanche est prévue sur les prochaines années au sein du secteur avicole

Production de la branche de poulet chair

En tonnes	2004	2005	2006	Evolution
Production de poulet chair	93943	87393	66172	-24,2%

Production de la branche de dinde

En tonnes	2004	2005	2006	Evolution
Production de dinde	29 372	31 166	27 221	-12,6%

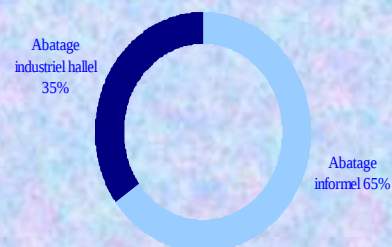
L'infrastructure avicole en Tunisie

L'aviculture tunisienne dispose d'une infrastructure assez importante qui se localise essentiellement autour de la capitale et dans les principaux centres touristiques du Nord-Est et du Centre-Est du pays. En raison d'une infrastructure de base favorable (routes, réseaux électriques ...), ces régions garantissent l'écoulement des produits avicoles. Celles-ci abritent de grandes unités avicoles constituant des pôles de développement autour desquels gravite un ensemble de petits et moyens aviculteurs qui s'y approvisionnent. Les gros aviculteurs dominent, ainsi, d'une façon absolue le secteur avicole. Il s'agit surtout d'entreprises intégrées disposant d'une usine d'aliment, d'un couvoir, d'un abattoir et même de points de vente.

La plus grande partie des éleveurs pratique essentiellement l'élevage du poulet de chair dont le cycle de production est court et la technique d'élevage facile à maîtriser. En Tunisie, le nombre de couvoirs a atteint 36 unités pour les poulets de chair, 2 couvoirs totalement spécialisés pour la dinde et 4 unités pour la poulette d'un jour. Le nombre d'usines d'aliments est de plus de 800 dont 140 à caractère commercial, le reste étant constitué d'unités propres aux éleveurs pour le mélange à la ferme.

Officiellement, le nombre d'abattoirs est de 18, on compte 7 ateliers de découpe et 7 ateliers de transformation au sein de ces abattoirs. Leur capacité totale d'abattage est de 29 550 poulets par heure, et 10 100 dindes par heure et celle de stockage de 5 581 tonnes. Il convient de souligner le rôle de l'abattage industriel de volailles dans l'amélioration de la qualité de la viande avicole, permettant une meilleure traçabilité du produit. Il contribue également au renforcement du stock stratégique de poulets congelés, et ce dans le but de réguler le marché. Cependant, une grande partie de la volaille échappe aux abattoirs et passe par les circuits traditionnels de commercialisation avec la vente aux marchés et aux petits points de vente. Ces animaux sont vendus vivants ou abattus sur place, dans des conditions hygiéniques douteuses. Seul 35% de la production avicole passe par l'abattage industriel.

Structure du secteur de l'abattage de volailles



L'abattoir de la SOPAT dispose d'une capacité horaire de poulet de 3500, de 1600 dindes par heure, et d'une capacité de stockage de 600 tonnes.

Difficultés du secteur

Le développement de l'aviculture laisse apparaître un ensemble de difficultés touchant principalement trois points:

Au niveau de la production

Malgré l'expérience importante (plus de 30 ans d'existence) dont bénéficie l'aviculture tunisienne intensive, le secteur souffre encore de fragilités relevant d'une mauvaise maîtrise de la technique d'élevage et des moyens de production et d'une négligence des règles élémentaires d'hygiène observée chez certains éleveurs (essentiellement petits et moyens). Cette sous performance peut conduire à un taux de mortalité élevé, un mauvais indice de consommation et des prix de revient élevés. Pour y remédier, la législation tunisienne, soucieuse de la bonne santé du secteur, a ainsi prévu de nouvelles mesures dans un contexte d'épidémie aviaire. Ainsi la vente de volailles vivantes est interdite depuis janvier 2006 (*Arrêté du ministre du commerce et de l'artisanat du 9 décembre 2005*). Ces ventes informelles, représentant 65% du marché, vont être déviées vers le secteur industriel.

Au niveau de l'approvisionnement

L'approvisionnement constitue un goulot d'étranglement dans le secteur avicole, du fait de l'augmentation des prix des aliments dont les principaux intrants sont généralement importés. Pour mémoire, le prix du blé tendre a atteint, au cours du mois d'octobre 2007, le record de 433 dollars la tonne, contre 215 dollars en début d'année. Le prix de l'orge s'est élevé à 330 dollars contre 200 dollars durant cette même période. Dans cette optique, le gouvernement tunisien a décidé de réviser à la hausse le prix de vente des céréales à la production. Le prix du quintal de blé dur est ainsi passé en 2007 à 40 dinars contre 32,8 dinars auparavant, celui du blé tendre à 35 dinars contre 28,7 dinars tandis que le prix de l'orge a été porté de 20 dinars à 30 dinars le quintal.

Dans ce contexte de flambée des prix des céréales et particulièrement celui du blé sur les marchés internationaux, l'aviculture se trouve être une victime de cette crise. Les produits de substitution, tel que le tritical, la farine de poisson, la farine de viande restent très limités. Parallèlement aux augmentations du prix de l'aliment, une hausse des charges de production vient s'ajouter aux dépenses de l'éleveur telles que: les poussins, la main-d'oeuvre, l'électricité, le matériel et les produits vétérinaires.

Prévisions des prix des céréales en 2007-2008

La FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations), prévoit une augmentation de la production mondiale de céréales en 2007-2008. Toutefois, les disponibilités totales de céréales devraient rester sous pression sur cette période, en raison de la forte croissance attendue de la consommation céréalière mondiale. L'augmentation de la consommation provient essentiellement de la forte demande dans les secteurs des biocarburants et des produits pour animaux. Les stocks céréaliers devraient ainsi augmenter fin 2008 et le rapport stocks céréaliers mondiaux/ consommation atteindra 19,6%, évoluant légèrement par rapport au bas niveau enregistré en 2006-2007. En gros, la FAO prévoit une situation « toujours tendue » pour le prix des céréales, en s'établissant toutefois à des niveaux inférieurs à ceux de 2006-2007.

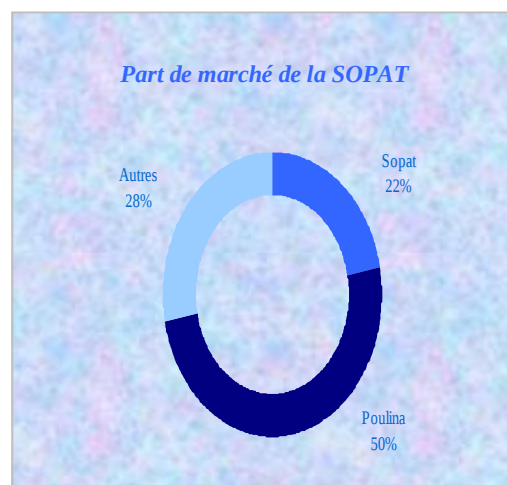
Au niveau de la commercialisation

La commercialisation des produits avicoles demeure un problème important du secteur. Ainsi, le manque d'organisation et de planification dans la mise en circulation des différents produits font que l'offre soit aléatoire et ne tienne pas compte du besoin du marché. Enfin, il faut remarquer que l'aviculteur a très peu accès aux prêts bancaires. Les banques sont réticentes, surtout en période de crise, et l'aviculteur ne peut disposer de source de financement pour entreprendre ses activités.

Positionnement de la société

La société bénéficie d'un bon positionnement sur le marché local en se plaçant deuxième au sein de son secteur, son principal concurrent étant EL MAZRAA. En effet, elle accapare 24% de part de marché sur le segment de la dinde et de 20% sur le segment du poulet. Avec 49% du chiffre d'affaires, la SOPAT est toutefois plus axée vers le segment de la dinde qui lui procure une marge bénéficiaire plus large.

En outre, la diversification des produits est devenue un impératif sur le secteur des viandes blanches puisque la tendance actuelle s'oriente vers les plats préparés et la charcuterie. A cet effet, la SOPAT compte consolider sa position sur ce segment et ce par la mise en place d'un budget de communication et d'une force de vente dédiée à améliorer son image sur le marché.



Management et stratégie

- 🚩 La société SOPAT compte un effectif d'environ 390 personnes avec un taux d'encadrement relativement faible de 5,13% en 2006. Ce taux est tout à fait dans la norme puisque cette activité fait plutôt appel aux compétences techniques (350 exécutants).
- 🚩 Selon le management, le personnel de la SOPAT est qualifié et expérimenté compte tenu de son ancienneté. En plus, la société assure une formation permanente à son effectif, ce qui a tendance à favoriser un développement durable de la société.
- 🚩 La société bénéficie d'un système d'information bien ancré et qui va être renforcé par l'achat d'un nouveau progiciel de type ERP (Entreprise Ressources Planning). Cette structure va permettre d'améliorer le pilotage et l'organisation de la société.

- ✚ Au niveau du contrôle interne, la SOPAT a prévu de constituer un comité permanent d'audit, ce qui entraînera sans aucun doute la mise en place d'un système performant de contrôle interne.
- ✚ La société « SOPAT » a été certifiée ISO 9001 version 2000 et ISO 22000 version 2005. Ces certifications permettent à l'entreprise de conquérir les marchés européens.
- ✚ Le management de la société a opté pour l'ouverture du capital de la société et l'introduction de ses titres au marché alternatif moyennant une offre publique de souscription (OPS), portant ainsi le capital social de 7 386 mDT à 10 000 mDT. Cette augmentation de capital serait alors réalisée par la création de 522 742 actions nouvelles, soit 26,1% du capital. Le prix d'introduction proposé est de 11DT par action.

Le management vise, à travers cette opération, les objectifs opérationnels suivants :

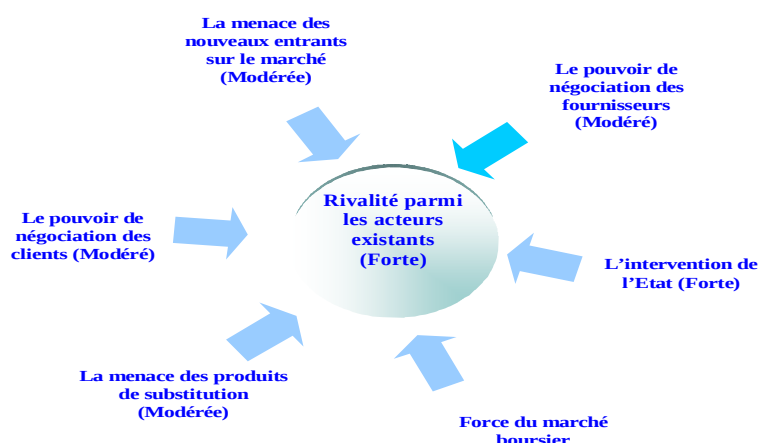
- ✚ Financer une enveloppe d'investissement globale de 9 130 mDT. En effet, la société va procéder à une intégration en amont par la création d'unités d'élevage d'engraissement dinde, d'une unité de production d'œufs à couvrir et une unité d'aliments ;
- ✚ Améliorer la gouvernance ;
- ✚ Accroître la notoriété ;
- ✚ Réduire le niveau de la dette ;
- ✚ Accéder ultérieurement à une source de financement importante et moins coûteuse ;

Le succès de cette opération sera tributaire de l'effort de marketing qui se fera autour des fondamentaux de la société et de ses projets de développement.



Analyse de l'environnement concurrentiel : Modèle de PORTER

A ce niveau, une analyse des avantages compétitifs de la SOPAT en rapport avec les évolutions de son environnement s'impose en se basant sur le modèle des cinq forces de Porter. En tenant compte du poids de l'Etat dans le secteur avicole, il nous semble impératif d'introduire le pouvoir du gouvernement en tant que sixième force dans le modèle. Une septième force sera également introduite afin de tenir compte de l'effet de l'introduction de la société sur le marché alternatif.



La menace des nouveaux entrants sur le marché (Modérée)

L'attractivité du secteur dans lequel opère la SOPAT réside dans le fait que le nombre d'abattoirs industriels HALAL soit insuffisant en Tunisie. Ceci devrait inciter d'autres acteurs à faire leur entrée sur le marché de la viande blanche surtout avec le développement remarquable de la demande sur les produits des fast-foods à base de viande blanche. Toutefois, plusieurs difficultés entachent l'activité dans ce secteur et sont ainsi de nature à décourager les acteurs intéressés. En effet, le secteur des viandes blanches est régi par des normes drastiques particulièrement pour ce qui touche à l'hygiène. Des règles sont ainsi imposées par la législation tunisienne tout au long du processus de production et allant même jusqu'à la distribution. En outre, les fléaux devenant fréquents en aviculture, le consommateur se fait de plus en plus exigeant en matière de traçabilité. En conséquence, les mesures sanitaires prises par la législation ont été renforcées en vue de contrôler la qualité des produits, notamment avec la mise en place d'un nouveau cahier de charges régissant l'activité de la production et la mise sur le marché de viandes blanches.

Par ailleurs, le renchérissement des matières premières auquel nous assistons actuellement, et qui devrait se poursuivre les prochaines années, a pour effet d'augmenter les prix de

revient et d'affaiblir ainsi les marges, rendant l'activité dans ce domaine moins attractive. Toutes ces difficultés s'associent pour créer des sortes de freins, décourageant l'entrée en scène de nouveaux concurrents.

La menace des produits de substitution (Modérée)

Ce risque est celui que les consommateurs délaissent la viande blanche au profit d'autres produits qu'il peuvent lui substituer. Ces produits peuvent être soit la viande rouge soit le poisson et les fruits de mer. Cette menace est d'autant plus grande en périodes d'émergence de maladies avicoles. Les consommateurs, pris par une vague de panique, pourrait aller jusqu'à l'exclusion totale des viandes de leurs plats, anéantissant ainsi les ventes de la société.

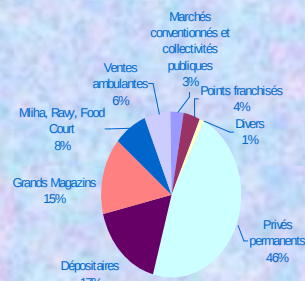
Par ailleurs, la viande blanche ainsi que ces produits substitués sont affectés par la forte tendance à la hausse des matières premières. Cependant, la viande blanche se vend à des prix nettement plus accessibles que ceux des autres substitués. En conséquence, si la hausse des prix devient trop importante, elle sera bénéfique à la SOPAT vu que le consommateur, à pouvoir d'achat limité, délaissera les autres produits substitués au profit de la viande blanche.

Le pouvoir de négociation des clients (Modéré)

La clientèle de la SOPAT est peu concentrée. Avec une part de 45,95%, les privés permanents représentent les acteurs les plus importants auxquels recourt la société pour écouler ses ventes. Les clients les plus organisés, tels que les grands magasins et les collectivités publiques, ne représentent qu'une faible part des ventes de la société avec respectivement 15,25% et 2,50% des ventes totales. Néanmoins, la stratégie de la SOPAT va dans le sens du renforcement de ses ventes réalisées sur les grands magasins et sur son réseau propre. A cet effet, la société pratique actuellement de la force de vente sur les grands magasins et entend réaliser une importante campagne marketing pour améliorer son positionnement. Pour ce qui est de son réseau propre, la SOPAT compte franchiser bon nombre de privés permanents pour, notamment, accroître la notoriété de l'enseigne « Mliha ». La franchise devrait réduire le pouvoir de négociation des clients au profit de la SOPAT.

Notons, par ailleurs, que si la société réalise un effort de communication autour de sa certification, elle pourrait représenter une source de différenciation ce qui devrait augmenter la sollicitation de la marque « Mliha » par les clients surtout en cas d'émergence de maladies avicoles.

Ventilation du chiffre d'affaires par catégorie de client (2006)



La répartition du chiffre d'affaires montre que la SOPAT n'a pas de dépendance envers un client en particulier.

Le pouvoir de négociation des fournisseurs (Modéré)

L'unité de production de la SOPAT repose sur trois principales sections : l'abattage, la découpe et la transformation. Le bon fonctionnement de cette unité nécessite un approvisionnement régulier et suffisant. Auparavant, l'approvisionnement de la société était réalisé auprès de sociétés filiales (AVITOP, NUTRITOP et DINDY), selon une politique d'intégration en amont ainsi qu'auprès d'éleveurs avec lesquels elle a signé des contrats d'exclusivité. Cependant, la SOPAT a procédé à la cession totale des participations qu'elle détenait dans ces filiales. On s'attend à ce qu'elle maintienne, dans l'immédiat, ses relations avec ces sociétés. Ainsi, le risque de dépendance envers les fournisseurs devrait demeurer faible étant données les relations historiques d'affaires liant la SOPAT à ces ex-filiales ainsi que les relations de parenté entre les dirigeants. Pour ce qui est des éleveurs exclusifs, ils assurent l'approvisionnement de la société moyennant des prix fixés dès la signature des contrats. La société peut néanmoins profiter des éventuelles baisses des prix en recourant à d'autres éleveurs.

D'un autre côté, la SOPAT entend poursuivre sa stratégie d'intégration en amont en vue d'éliminer sa dépendance envers ses fournisseurs. La SOPAT a ainsi prévu le développement d'unités d'élevage d'engraissement de dinde, la création d'une unité de production d'œufs à couver et une unité d'aliments. Cette politique d'intégration en amont devrait assurer une certaine autonomie à la société. Néanmoins, elle l'exposera davantage au risque de hausse des prix des matières premières.

Rivalité parmi les acteurs existants (forte)

La SOPAT détient une part de marché de 22%. Son principal concurrent étant EL MAZRAA (50%). Le reste du marché est partagé entre autres acteurs avec des parts moins significatives. La rivalité avec El MAZRAA est très intense vu que cette dernière fait partie d'un groupe solide, à savoir POULINA et dispose ainsi d'un fort soutien. D'autant plus, El MAZRAA bénéficie d'une gamme de produits plus diversifiée et dispose d'une large marge de manœuvre quant à la fixation des prix de ventes.

Par ailleurs, hormis, quelques acteurs tels que EL MAZRAA et CHAHIA et MLIHA, le marché fourmille d'acteurs non organisés. Ces derniers devraient disparaître avec la nouvelle réglementation en vigueur. En effet, le nouveau cahier de charge régissant l'activité dans le secteur avicole, interdit depuis janvier 2006 la vente de volailles vivantes. Tous les espaces de vente du poulet vivant



ont ainsi été fermés, ce qui devrait rabattre les parts de ces acteurs vers la SOPAT et les autres acteurs les plus organisés.

Afin de développer sa part de marché, la société repose essentiellement sur l'amélioration de la notoriété de l'enseigne MLIHA via la franchise de privés permanents, la pratique de la force de vente sur les grands magasins et des campagnes marketing.

L'intervention de l'Etat (Forte)

L'intervention du gouvernement a pour but la protection du consommateur et de l'économie tunisienne en général vu qu'il s'agisse d'un secteur stratégique répondant à un besoin de première nécessité. Ceci est perceptible au niveau des exigences sanitaires et au niveau de la législation. En effet, bien qu'étant hautement développé, le secteur avicole en Tunisie est caractérisé par une certaine instabilité en raison de l'alternance de périodes d'insuffisance de production et de périodes de surproduction. Par conséquent, les prix de ces produits sont sujets à d'importantes fluctuations. Afin de réguler le marché, l'Etat intervient périodiquement par le biais de la société ELLOUHOUM pour procéder à l'importation de viande avicole et d'œufs.

Le pouvoir exercé par le gouvernement est également ressenti au niveau de l'approvisionnement. L'Office des Céréales dispose, en effet, du monopole d'importation du maïs et du tourteau de soja dont les commandes sont passées par l'intermédiaire d'appels d'offres internationaux. Il cède par la suite, selon un protocole bien défini, les quantités de maïs et de tourteaux de soja nécessaires aux industriels pour le fonctionnement de leurs ateliers.

La force du marché boursier

Le financement des sociétés opérant dans le secteur de la SOPAT, se fait essentiellement par dettes, auprès des banques. En conséquence, elles sont obligées de subir des coûts importants et restent à la merci des banquiers qui, en cas de crise affectant le secteur, deviennent réticents à leur accorder des crédits. A cet effet, l'introduction de la SOPAT sur le marché alternatif lui permettra :

- de financer ses projets à moindres coûts,
- de renforcer son pouvoir de négociation avec les banquiers,
- et de lui éviter de restreindre ses projets faute de financement.

La principale contrainte qu'elle aura à subir reste l'exigence informationnelle de la part des investisseurs. Dans cette optique, les dirigeants de la SOPAT affichent clairement leur volonté de se conformer aux règles de transparence requises.



ANALYSE FINANCIERE DE LA SOPAT

Au cours de cette analyse, on procédera à l'étude de la rentabilité de la société SOPAT à travers le modèle DU PONT et à l'analyse de son équilibre financier.

Analyse de la rentabilité des fonds propres

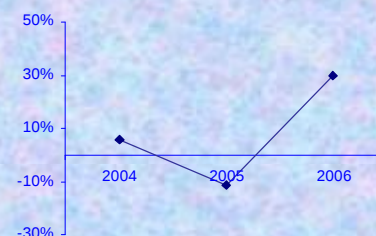
Dans cette section, nous allons analyser l'évolution de la rentabilité financière de la SOPAT, conformément au modèle DUPONT. Le principe est de décortiquer la mesure de la rentabilité afin de repérer les variables responsables d'une amélioration ou d'une dégradation de sa situation financière.

Le modèle décompose le ratio de rentabilité des fonds propres (ROE), en trois composantes, à savoir la marge nette, la rotation de l'actif et le coefficient d'endettement.

	2004	2005	2006
Marge Nette	1.30%	-1.99%	6.11%
Rotation de l'actif	75.71%	82.45%	136.88%
Coefficient d'endettement	6.01	6.92	3.56
ROE	5.91%	-11.38%	29.82%

Exception faite de l'année 2005 qui affiche un ROE négatif, la rentabilité financière de la SOPAT a nettement progressé sur les trois dernières années en passant de 6% en 2004 à 30% en 2006. Cette performance spectaculaire s'explique par une importante évolution de la marge nette et de la gestion des actifs.

Evolution de la rentabilité financière



Analyse de la marge nette

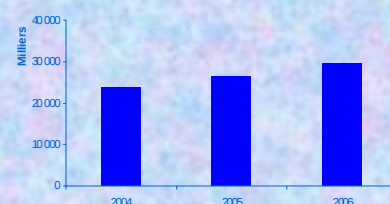
En mDT	2004	2005	2006
Chiffre d'affaires	23 791	26 394	29 584
Total des achats	16 942	21 247	23 182
Marge brute	6 849	5 147	6 402
Taux de marge	28.79%	19.50%	21.64%
Autres charges d'exploitation	1 757	1 446	1 572
Valeur ajoutée	5 092	3 700	4 829
Charge personnelle	1 491	1 635	2 059
EBITDA	3 601	2 065	2 770
Marge d'EBITDA	15.14%	7.83%	9.36%
Dotations aux amortissements et aux provisions	2 211	1 240	880
Charges d'exploitation /CA	94,16%	96,87%	93,61%
Résultat d'exploitation	1 389	825	1 889
Charges financières nettes	1 179	1 429	1 110
Produits des placements	17	12	16
Autres gains ordinaires	98	123	1 333
Autres pertes ordinaires	15	57	321
Résultat des activités ordinaires avant impôt	310	-525	1 808
Impôt sur les sociétés	1	1	0
Résultat des activités ordinaires après impôt	310	-526	1 808
Résultat net	309	-525	1 808
Taux de la marge nette	1,30%	-1,99%	6,11%

La marge nette de la SOPAT a enregistré une croissance significative, passant de 1,30% en 2004 à 6,11% en 2006. Cette amélioration résulte des faits suivants :

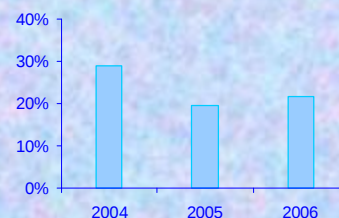
✚ Tout au long des trois derniers exercices, le chiffre d'affaires de la SOPAT a enregistré une croissance moyenne de 10%, passant de 23,7 MDT en 2004 à 29,5 MDT en 2006. Cette évolution est, certes, attribuée à la croissance significative du volume d'activité (+7,5%) mais aussi à la révision à la hausse des prix de vente (+3,7%). Notons que l'année 2006 a enregistré la plus forte progression du chiffre d'affaires (+12%), provenant essentiellement de la croissance des ventes sur la ligne poulet (+38,2%). En outre, soulignons la forte progression des produits élaborés (+24%), en raison essentiellement de l'amélioration du niveau de vie du consommateur tunisien. Cette évolution est d'autant plus favorable que ces produits se caractérisent par des marges élevées.

✚ Représentant 93% du chiffre d'affaire en 2006, les charges d'exploitation s'établissent à un niveau élevé. L'importance de ces charges résulte essentiellement de la hausse des coûts

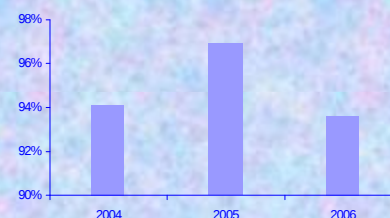
Evolution du chiffre d'affaires



Evolution de la marge brute



Evolution du ratio charges d'exploitations/CA



d'approvisionnement. Cette tendance devrait s'accroître avec la flambée des prix des céréales, composante indispensable à l'élevage des volailles.

- ✚ Du côté du résultat d'exploitation, la marge d'EBIT a progressé de 129,02% en 2006, conséquence d'une augmentation de la marge opérationnelle et d'une baisse du montant de la dotation aux amortissements de 28%. En revanche, les charges financières ont absorbé une bonne partie du résultat d'exploitation de la SOPAT.
- ✚ Le résultat net de la SOPAT a enregistré une montée remarquable au terme de l'exercice 2006 (+244%), atteignant ainsi 1,8 MDT contre un résultat négatif en 2005, dû essentiellement aux problèmes conjoncturels qui ont frappé tout le secteur. L'amélioration du résultat net provient principalement des éléments exceptionnels : produits de la cession des participations dans le capital Nutritop et Avitop pour un montant total de 986 mDT.

Il convient de souligner l'importance de l'impact de la plus value réalisée sur cession sur la rentabilité de la société. Compte non tenu de ces éléments extraordinaires, le ratio de marge nette se trouve amputé de 3,3%, se situant ainsi à 2,8%.

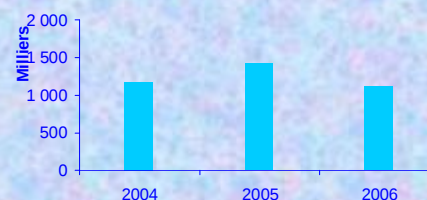
Retenons, finalement que malgré les efforts déployés par la SOPAT, la concurrence accrue au sein du secteur ainsi que l'importance des charges financières exercent une pression sur la société de manière à maintenir le ratio de marge nette à un niveau relativement faible.

La rotation de l'actif : Indicateurs d'efficacité de la gestion des actifs

	2004	2005	2006
Rotation de la gestion des actifs à CT			
Délai moyen d'écoulement de Stock (en jrs)	47	56	37
Délai moyen de recouvrement des créances (en jrs)	64	56	53
Délai moyen de règlement de Fournisseurs (en jrs)	59	99	33
Cycle de conversion de l'encaisse=BFR (en jrs)	52	13	57
L'efficacité de la gestion des actifs à LT			
Rotation de l'actif	0.76	0.82	1.37
Rotation de l'immobilisation	1.15	1.28	2.41
Rotation de l'encaisse	17.60	17.21	27.56

La rotation de l'actif est un indicateur qui mesure la capacité d'une entreprise à générer du chiffre d'affaires en fonction de ses actifs. Avec un total d'actifs de 21 MDT, la SOPAT génère un chiffre d'affaires de 29,6 MDT en 2006, soit un taux de rotation de 1,37 contre un taux de 0,76 en 2004. Ce taux confirme le trend haussier

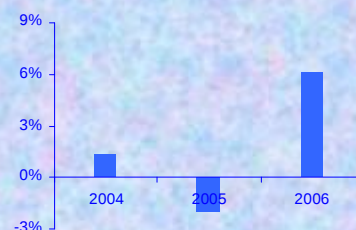
Evolution des charges financières



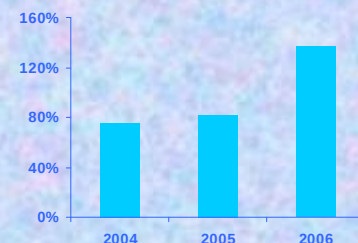
Evolution du résultat net



Evolution de la marge nette



Evolution de la rotation d'actif



des indicateurs de la société sur la période 2004-2006. Cette amélioration provient essentiellement d'une croissance interne: en effet, le chiffre d'affaires s'est accru avec un taux annuel moyen de 11,51%. Parallèlement l'actif total a chuté en moyenne de 17% et ce en raison de l'opération de restructuration des participations de la SOPAT. Avec un délai de paiement des fournisseurs inférieur à celui de recouvrement de ses créances, la SOPAT n'arrive pas à financer ses achats par ses clients, soit un long cycle de conversion de 57 jours du chiffre d'affaires. Cette stratégie peut affecter la trésorerie, entravant ainsi son activité sur le court terme.

Le levier financier

	2004	2005	2006
Risque d'insolvabilité			
Liquidité générale=AC/PC=ratio de FR	86.9%	78.3%	91.8%
Ratio de liquidité restreinte	61.7%	50.1%	61.6%
Risque financier			
Dettes/ FP	269.3%	249.7%	192.6%
Dettes nettes (en mDT)	12 737	10 015	10 266
Ratio de couverture des charges financières	-0,85	-1,73	-0,59
Dettes nettes/EBITDA	3,54	4,85	3,71
Gearing %*	243.5%	216.6%	169.3%

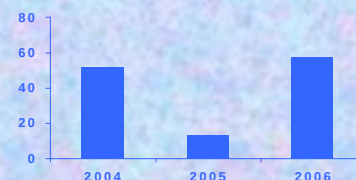
*Le Gearing se définit comme étant la dette nette de la trésorerie rapportée aux fonds propres

La SOPAT souffre d'un endettement trop important pesant énormément sur sa rentabilité. L'endettement a atteint 192,6% en 2006, en baisse par rapport à son niveau de 2004 (269%), mais reste toutefois un fardeau pour la société. La diminution de l'endettement en 2006 résulte principalement du remboursement de la dette envers AVITOP, réalisé grâce au produit de la cession des immobilisations financières. Notons que le ratio dettes nettes/ EBITDA s'est élevé à 3,71 en 2006. Bien qu'en amélioration, ce ratio dépasse encore la limite tolérable qui est de 3 fois.

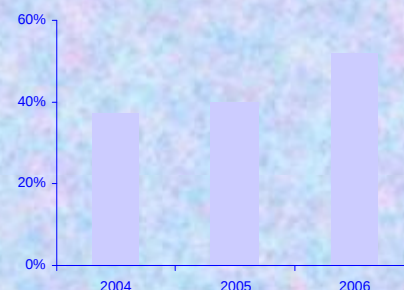
Par ailleurs, le fort endettement est d'autant plus néfaste que la société opère dans le secteur agricole et ne paye donc pas d'impôt et, par conséquent, il ne procure même pas l'avantage fiscal qu'il est censé apporter.

Un examen attentif du risque d'insolvabilité, montre que la société ne dispose pas de la liquidité nécessaire pour répondre aux besoins immédiats, elle court le risque de ne pas honorer ses engagements dans les délais. En effet, le ratio de fonds de roulement s'est maintenu à des niveaux inférieurs à celui d'équilibre (100%) tout au long de la période passée. Il s'est élevé à 91,8% en 2006, en progression par rapport à 2005, attestant de l'attention que porte le management de la SOPAT au respect de ses engagements à court terme.

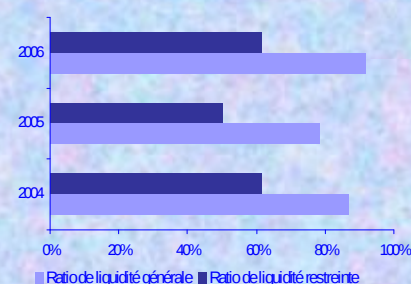
Evolution de BFR en jours



Evolution du ratio de solvabilité



Evolution des ratios de liquidité



L'équilibre financier

	2004	2005	2006
BFR	4 084 175	914 545	4 168 529
Var BFR	680,4%	-77,6%	355,8%
FR	-1 618 511	-3 171 947	-832 206
TN	-5 702 686	-4 086 492	-5 000 735
FR/BFR	-39,6%	-346,8%	-19,9%

La période récente a été marquée par une dégradation des indicateurs de l'équilibre financier. L'analyse de ces indicateurs fait ressortir les faits suivants:

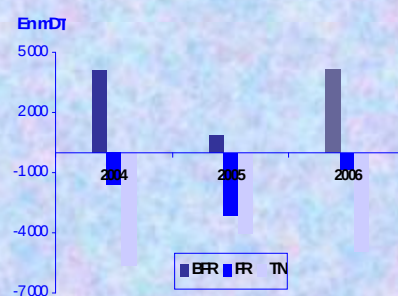
✚ Un fonds de roulement négatif tout au long des trois dernières années, il s'est élevé à -832 mDT en 2006.

✚ Un besoin en fonds de roulement qui a manqué de stabilité sur les trois derniers exercices, il s'est établi à 4 168 mDT en 2006 contre 914 mDT en 2005, soit une croissance de 356%. Cette instabilité atteste de la sensibilité du besoin en fonds de roulement aux aléas conjoncturels, notamment à l'émergence de la grippe aviaire en 2005.

✚ Une trésorerie déficitaire sur la période, qui a atteint 5 MDT en 2006. En effet, le fonds de roulement négatif de la SOPAT n'assure pas le financement des emplois stables de la société, ce qui atteste d'un déséquilibre financier.

Finalement, l'analyse du BFR et de FR révèle une société en besoin structurel de financement sur les trois années.

Evolution de l'équilibre financier



L'analyse discriminante : mesure d'ALTMAN (Z score)

L'analyse discriminante multidimensionnelle permet, à travers une combinaison linéaire d'un ensemble de ratios financiers pertinents, d'évaluer le risque de défaillance d'une société donnée (ALTMAN, 1968). Selon que le score d'une entreprise soit inférieur ou supérieur à un certain seuil, nous pouvons affirmer que l'entreprise est saine ou en détresse.

Caractérisée par une structure financière instable, il était indispensable de se pencher sur le risque que présente la société SOPAT en terme d'insolvabilité. Une grille de scoring sera attribuée à la société afin d'évaluer le risque de faillite qu'elle peut présenter et ce sur une période allant de 2006 à 2009.

Dotée d'un pouvoir prédictif, la mesure d'ALTMAN se veut un instrument de synthèse, prenant en considération les aspects financiers de manière conjointe et non de façon séparée. Une société peut sembler en bonne santé financière au regard d'un ratio et dans l'impasse par rapport à un autre. Le choix des ratios et des valeurs se base sur le fait qu'il y ait plus d'un aspect à prendre en considération pour juger de la situation financière d'une entreprise. La liquidité, la solvabilité, la rentabilité et la croissance d'une firme sont autant d'aspects à considérer.

Le modèle d'ALTMAN se présente comme suit :

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 0.999 X_5$$

Le score d'Altman relatif à la SOPAT :

Ratio	Définition	2006	2007 p	2008 p	2009 p
X ₁	Fond de roulement/ Total actif	-0.04	0.25	0.19	0.19
X ₂	Réserves/ Total passif	0.06	0.07	0.11	0.13
X ₃	EBIT/ Total actif	0.09	0.08	0.12	0.15
X ₄	Capitalisation boursière/dettes	0.52	1.83	4.47	8.67
X ₅	Chiffres d'affaires/ Total actif	1.37	1.24	1.49	1.56
Z	Z-score	2.00	3.10	4.94	7.67

Les intervalles du modèle d'Altman :

$Z\text{-score} \leq 1.8$ probabilité de faillite très élevée

$1.8 \leq Z\text{-score} \leq 2.7$: probabilité de faillite élevée

$2.7 \leq Z\text{-score} \leq 3$: probabilité de faillite modérée

$3 \leq Z\text{-score}$: la faillite n'est pas probable

A l'issue des calculs, le score étant de 2 en 2006, la société est, comme le qualifie Altman, dans une zone grise. La SOPAT a atteint un seuil d'alarme et peut être considérée en détresse financière. Ceci est équivalent à dire que la probabilité de faillite est de 70% dans les deux années qui suivent.

Néanmoins, en se référant au business plan, les résultats trouvés montrent que la fonction permet de dégager un score dépassant les 3 points sur la période 2007-2009, rendant ainsi le risque de faillite peu probable.

Enfin, bien que les études mesurant l'efficacité du Z-Score aient montré une fiabilité satisfaisante (72% à 80%), il faut toutefois considérer que cette mesure a des limites afférant à la pondération donnée à chacun des ratios.



EVALUATION DE LA « SOPAT »

La société SOPAT vise les axes stratégiques suivants:

- ▼ Le premier axe concerne son métier de base qui est l'abattage industriel, la SOPAT compte se concentrer sur ce métier tout en intégrant progressivement les activités d'élevage, de reproduction et d'aliments. La SOPAT compte développer ses trois lignes de produits à savoir le poulet, la dinde et les produits élaborés. En effet, la conversion de l'abattage traditionnel du poulet vers l'abattage industriel halal devrait hisser les ventes du poulet sur le marché local. Voulant profiter de cette expansion la SOPAT prévoit la consolidation de sa part de marché sur le segment dinde et l'amélioration de sa marge brute. Pour ce qui est des produits élaborés, caractérisés par une forte marge, la société projette de mettre au point une stratégie commerciale spécifique à cette ligne.
- ▼ Le deuxième axe concerne l'outil de production de la SOPAT. Voulant profiter de l'expansion de l'activité de l'abattage industriel halal du poulet, la société compte augmenter sa capacité de production sur cette ligne. Par ailleurs, la SOPAT accorde une attention particulière à l'optimisation de sa gestion de production, c'est ainsi qu'elle compte acquérir un progiciel de gestion intégrée et réaliser des investissements annuels de renouvellement.
- ▼ Le troisième axe est relatif aux moyens de financement. A ce niveau, la SOPAT prévoit un désendettement sur les années à venir. La résorption des charges financières permettra à la société d'améliorer ses marges et de bénéficier ainsi d'une situation financière plus stable.

Il est à noter que l'investissement va se faire d'une façon échelonnée, et ce à raison de 2MDT par an. Le retour sur investissement sera normalement perçu à partir de 2009.

Dans la conception du Business Plan de la société SOPAT, les introducteurs se sont basés sur les hypothèses suivantes pour une période s'étalant sur cinq ans :

- Sur la ligne poulet : un taux de croissance du chiffre d'affaires de 10%, puis de 5% et une marge brute atteignant les 17% ;
- Au niveau de la dinde: une croissance du chiffre d'affaires de 10% et une marge brute qui sera de 27% puis de 30%;
- Pour les produits élaborés: une croissance du chiffre d'affaires de 15% et une marge brute accédant à la barre des 60% ;
- Par prudence, les prix de ventes seront maintenus à leurs niveaux de 2006 pour les trois produits, tenant ainsi compte du contrôle qu'exerce l'Etat sur les prix des volailles ainsi que de la pression des concurrents.

Pour évaluer la société SOPAT, nous avons utilisé trois méthodes d'évaluation sur la base d'un business plan, présenté par la direction de la société :

- La méthode d'actualisation des cash-flows futurs;
- La méthode des multiples;
- La méthode d'actualisation de la Valeur Ajoutée Economique;

Nous n'avons pas appliqué la méthode de Bates à l'instar de l'introducteur de la société, du fait que cette méthode s'applique généralement à une PME dont l'existence est assez longue et souvent en phase de maturité, ce qui n'est pas le cas de la SOPAT qui est une société en phase de restructuration et dont la rentabilité est très contingente aux aléas du secteur. De plus, la société ne commencera à distribuer des dividendes qu'à partir de l'exercice 2008.

1- La méthode de Discounted Free Cash-Flows:

La méthode des flux futurs de trésorerie, également désignée sous le **terme de Discounted Cash Flow (DCF)**, est très largement admise en matière d'évaluation d'actif et traduit financièrement qu'un actif «vaut ce qu'il rapporte». Cette approche consiste à déterminer les free cash-flows futurs ou flux de trésorerie disponibles et à les actualiser au coût de fonds propres afin de déterminer directement la valeur des actions de la société.

Le free cash flow (flux de trésorerie discrétionnaires) se définit comme étant les flux de trésorerie provenant de l'exploitation déduction faite des investissements de maintenance, communément connus sous le nom de CAPEX.

Détermination du coût de fonds propres :

- R_f = taux sans risque le taux de marché des obligations d'État à 15 ans ;
- $R_m - R_f$ = prime de risque ;
- Un taux de croissance à l'infini de 3%, soit le taux de croissance historique moyen de l'économie mondiale;

Rf (BTA 15 ans)	6.90%
Prime de risque= $R_m - R_f$	8%
Bêta sans dettes	1
Coût de fonds propres	14.90%
Taux de croissance à long terme	3%

La société appartient à un secteur défensif qui est le secteur agroalimentaire. Le bêta de l'actif économique relatif à ce secteur est aux alentours de 0,8. Cependant, l'activité de la SOPAT dépend d'un ensemble de paramètres, ce qui appelle à la révision à la hausse de ce bêta. En effet, la forte exposition de la société au risque des maladies avicoles et sa dépendance envers les fluctuations des prix des matières premières sont autant de facteurs qui font que la rentabilité de la SOPAT soit fortement volatile. C'est ainsi que, nous avons jugé de ramener le bêta de l'actif économique à 1.

Afin de rémunérer le risque du marché, nous avons accordé une prime de risque de 8%, se référant à des études très crédibles, qui prévoient généralement un taux variant entre 7 et 8%.

Détermination de la valeur des fonds propres:

	2007	2008	2009	2010	2011
Cash flow opérationnel	4 676 104	2 119 620	4 935 016	5 544 600	5 997 380
CAPEX	-2 725 000	-2 385 000	-2 736 250	-1 519 063	-1 053 516
Cash flow libres (FCF)	1 951 104	-265 380	2 198 766	4 025 537	4 943 864
Cash Flow actualisé	1 698 088	-201 015	1 449 502	2 309 637	2 468 689
Somme des cash flow actualisés					7 724 902
Valeur résiduelle					42 791 427
Valeur résiduelle actualisée					21 367 643
Valeur des fonds propres					29 092 545
Nombre d'actions					2 000 000
Valeur par action					14.55

Selon cette méthode la société SOPAT vaut 29,09 MDT, soit 14,55 DT par action.

2-La méthode des multiples :

Cette méthode des multiples consiste à calculer la valeur d'une entreprise en se référant à des entreprises comparables. Contrairement aux approches intrinsèques qui déterminent la valeur de l'entreprise à partir de ses performances futures, la méthode des multiples est basée sur une logique d'analogie. Généralement, cette méthode est utilisée lors d'introduction en bourse du fait que l'on dispose de la valorisation d'entreprises comparables cotées.

Dans notre cas, la seule entreprise cotée et comparable à la SOPAT est EL MAZRAA avec tout de même des différences notables. Afin de valoriser la SOPAT, nous avons appliqué un escompte de 30% aux multiples d'EL MAZRAA, dont le choix repose sur les éléments suivants:

- La société EL MAZRAA est une filiale de l'important groupe « POULINA». Créée en 1967, le groupe POULINA compte aujourd'hui plus d'une vingtaine de filiales, touchant différents secteurs. De ce fait, la notoriété de la société EL MAZRAA revient en parti à son intégration dans un groupe aussi solide et puissant. De plus, première société implantée dans le secteur des volailles, EL MAZRAA a acquis de l'avance sur ses concurrents, en termes de savoir-faire, de visibilité et de parts de marché : elle est donc leader dans son secteur. Coté revenu, la société EL MAZRAA présente un chiffre d'affaires qui est presque le double que celui de la SOPAT. L'effet taille de la société EL MAZRAA est donc important par rapport à ses concurrents.
- L'enseigne EL MAZRAA a été créée en 1985, et depuis cette date, la société n'a pas cessé d'investir dans le marketing et la promotion de ses produits. La SOPAT compte également intégrer le marketing dans ses stratégies commerciales à partir de l'exercice 2008. En effet, un montant annuel de 1,2 MDT a été prévu par le management pour les dépenses en communication.

✚ Le problème majeur actuel de la SOPAT réside dans son fort endettement : en effet, au 31-12-2006, la dette nette de l'entreprise s'élève à 10,265 MDT. D'ailleurs, en se référant au business plan de la SOPAT, nous remarquons que l'objectif principal de la société est de se désendetter, et ce via l'opération d'augmentation de capital à laquelle l'entreprise va procéder.

En gros, la situation actuelle de la SOPAT étant délicate, si l'on se base sur les données récentes, la comparaison avec EL MAZRRAA risque d'être largement en défaveur de la SOPAT. En effet, l'accès au marché alternatif, générant une entrée de fonds, ne commencera à porter ses fruits que dans des exercices ultérieurs. Pour cette raison nous avons considéré les multiples de la SOPAT relatifs à l'exercice 2008, puis ceux relatifs à l'exercice 2009, donnant ainsi le temps à la SOPAT de surpasser ses problèmes d'endettement et d'assainir sa situation conformément au plan d'affaires.

N.B : Afin de rapporter une situation plus récente, nous avons employé des multiples relatifs aux douze derniers mois « Trailing » (du 30-06-2006 au 30-06-2007) de la société EL MAZRRAA.

El Mazraa (Trailing 2007)		SOPAT (2008)		SOPAT (2009)	
Chiffre d'affaires					
Chiffre d'affaires	60 155 689	Chiffre d'affaires	35 024 900	Chiffre d'affaires	38 773 186
Capitalisation boursière au 30/11/2007	44 950 000	Multiple du CA	0.59	Multiple du CA	0.59
Dettes nettes	5 622 234	Dettes nettes	2 830 020	Dettes nettes	1 704 907
Valeur de l'entreprise	50 572 234	Valeur de l'entreprise	20 611 537	Valeur de l'entreprise	22 817 337
Multiple du CA	0.84	Valeur Intrinsèque des fonds propres	17 781 517	Valeur Intrinsèque des fonds propres	21 112 431
		Valeur actuelle des fonds propres	15 475 645	Valeur actuelle des fonds propres	15 991 830
EBITDA (Excédent brut d'exploitation)					
EBTDA	4 393 563	EBTDA	4 466 649	EBTDA	5 736 112
Valeur de l'entreprise	50 572 234	Multiple de l'EBITDA	8.06	Multiple de l'EBITDA	8.06
Multiple de l'EBITDA	11.51	Valeur de l'entreprise	35 989 442	Valeur de l'entreprise	46 217 981
		Dettes nettes	2 830 020	Dettes nettes	1 704 907
		Valeur Intrinsèque des fonds propres	33 159 422	Valeur Intrinsèque des fonds propres	44 513 075
		Valeur actuelle des fonds propres	28 859 375	Valeur actuelle des fonds propres	33 716 892
EBIT (Résultat d'exploitation)					
EBIT	4 393 563	EBIT	2 798 104	EBIT	3 827 612
Valeur de l'entreprise	50 572 234	Multiple du résultat d'exploitation	8.06	Multiple du résultat d'exploitation	8.06
Multiple du résultat d'exploitation	11.51	Valeur de l'entreprise	22 545 362	Valeur de l'entreprise	30 840 484
		Dettes nettes	2 830 020	Dettes nettes	1 704 907
		Valeur Intrinsèque de fonds propres	19 715 342	Valeur Intrinsèque des fonds propres	29 135 578
		Valeur actuelle des fonds propres	17 158 696	Valeur actuelle des fonds propres	22 069 047
PER					
Résultat net	4 274 875	Résultat net	2 482 104	Résultat net	3 635 212
Capitalisation boursière au 30/11/2007	44 950 000	Multiple du PER	7.36	Multiple du PER	7.36
PER	10.51	Valeur Intrinsèque de fonds propres	18 269 402	Valeur Intrinsèque des fonds propres	26 756 791
		Valeur actuelle des fonds propres	15 900 263	Valeur actuelle des fonds propres	20 267 210
Cash Flow					
Cash Flow	7 745 038	Cash Flow	4 150 649	Cash Flow	5 543 712
Capitalisation boursière	44 950 000	Multiple du Cash Flow	4.06	Multiple du Cash Flow	4.06
Multiple du Cash Flow	5.80	Valeur Intrinsèque de fonds propres	16 862 430	Valeur Intrinsèque des fonds propres	22 521 892
		Valeur actuelle des fonds propres	14 675 744	Valeur actuelle des fonds propres	17 059 442
Price to Book Ratio					
Fonds Propres	26 402 852	Fonds Propres	15 355 634	Fonds propres	17 749 793
Capitalisation boursière au 30/11/2007	44 950 000	Multiple du PBR	1.19	Multiple du PBR	1.19
PBR	1.70	Valeur Intrinsèque de fonds propres	18 299 728	Valeur Intrinsèque des fonds propres	21 152 914
		Valeur actuelle des fonds propres	15 926 656	Valeur actuelle des fonds propres	16 022 495

SOPAT			
	2008	2009	Valeur moyenne des fonds propres 2008/2009
Valeur moyenne des fonds propres relative aux multiples utilisés	17 999 397	21 764 894	19 882 145
Nombre d'actions	2 000 000	2 000 000	2 000 000
Valeur par action	9.00	10.88	9.94

La méthode des multiples fait ressortir une valeur moyenne des fonds propres (2008/2009) de 19,882 millions de dinars, soit 9,940 DT par action.

3-La méthode «Economic Value Added » (EVA):

C'est une méthode de performance financière, qui consiste à déterminer la valeur ajoutée économique et de l'actualiser au coût moyen pondéré du capital (WACC). La valeur ajoutée économique est une évaluation de la différence entre le résultat d'exploitation net d'impôt (NOPAT) et le taux de rentabilité minimum exigé par les actionnaires. Notons que la hausse stable de la valeur ajoutée économique (EVA) aura pour conséquence la hausse du cours de l'entreprise.

$$EVA = \text{Résultat d'exploitation net d'impôt} - (AE \times WACC)$$

AE= actif économique ou capitaux engagés

WACC= coût moyen pondéré des capitaux c'est-à-dire le coût moyen pondéré des ressources de l'entreprise (capitaux propres et dettes).

Détermination du WACC:

	2007	2008	2009
Dettes nettes	2 564 640	2 830 020	1 704 907
Fonds propres	12 873 530	15 355 634	17 749 793
Dettes nettes/Fonds propres	19.92%	18.43%	9.61%
Béta dettes	1.20	1.18	1.10
% Fonds propres	83.39%	84.44%	91.24%
% Dettes	16.61%	15.56%	8.76%
Coût de la dette	10%	10%	10%
Coût de fonds propres	16.49%	16.37%	15.67%
WACC	15.41%	15.38%	15.17%

Pour actualiser les EVA, on utilisera le WACC évolutif pendant les trois premières années du Business Plan. A partir de l'année 2010, la SOPAT devient désendettée, c'est pour cela qu'on va actualiser les EVA au coût de fonds propres (14,90%).

Détermination de la valeur ajoutée économique (EVA) :

	2007	2008	2009	2010	2011
BFR	1 969 720	3 926 037	4 274 878	5 019 327	5 660 803
Immobilisations nettes	13 799 458	14 819 625	15 815 830	15 336 326	14 355 101
Capitaux investis	15 769 178	18 745 662	20 090 708	20 355 654	20 015 903
EBIT	2 142 711	2 798 104	3 827 612	4 583 083	5 410 038
Impôt	0	0	0	0	541 004
NOPAT	2 142 711	2 798 104	3 827 612	4 583 083	4 869 034
Capitaux investis*WACC	2 430 816	2 883 536	3 048 095	3 006 078	2 890 386
EVA	-288 105	-85 432	779 516	1 577 004	1 978 648

Détermination de la valeur des fonds propres:

	2007	2008	2009	2010	2011
EVA	-288 105	-85 432	779 516	1 577 004	1 978 648
EVA Actualisée	-249 626	-64 171	510 256	904 800	988 026
Somme des EVA Actualisée					2 089 286
Valeur de revente					17 126 113
Valeur de revente actualisée					8 724 913
Valeur de SOPAT					10 814 198
Capitaux propres 2007					12 873 530
Valeur intrinsèque de la firme					23 687 728
Dettes nettes 2007					2 564 640
Valeur des fonds propres					21 123 088
Nombre d'actions					2 000 000
Valeur par action					10.56

L'évaluation de la société par la méthode EVA s'établit à 21 MDT soit 10,56 DT par action.

Synthèse d'évaluation

Méthode utilisée	Valeur globale	Nombre d'actions	Valeur par action
DCF	29 092 545	2 000 000	14.55
Multiples	19 882 145	2 000 000	9.94
EVA	21 123 088	2 000 000	10.56
Moyenne	23 365 926	2 000 000	11.68

La moyenne des trois méthodes dérive une valeur globale de 26,197 MDT pour 2 millions d'actions, soit un prix de **11,68 DT** par action. Le prix proposé par l'introducteur est de 11 dinars par action, soit une décote de **6,21%**.

Synthèse et Recommandation

La situation actuelle de la SOPAT laisse à désirer. Accablée de dettes, elle n'arrive ni à générer une rentabilité satisfaisante ni à financer les investissements nécessaires à son développement. De plus, l'activité future de la SOPAT sera fortement contingente aux risques afférant au secteur avicole (maladies, concurrence, prix des céréales...).

*Toutefois, le désendettement prévu devrait assainir sa situation financière, rentabiliser ses fonds propres et la nouvelle législation en matière d'abattage aura pour effet la migration des ventes du secteur informel vers le secteur HALAL, augmentant ainsi les revenus de la SOPAT. Le prix estimé de la SOPAT étant de 11,68 DT, le souscripteur devrait bénéficier d'un rendement annuel moyen de 15%. Ainsi, **nous recommandons la souscription à l'OPS.***

LEXIQUE

- ✚ **BPA : Bénéfice par action** = Bénéfice net/ nombre d'actions en circulation.
- ✚ **Cash Flow** : Résultat net + amortissements
- ✚ **CFPA**: Cash flow par action.
- ✚ **Dettes financières nettes** = Dettes totales - Encaisses
- ✚ **EBIT (Earning before interest and taxes)**: Résultat d'exploitation
- ✚ **EBITDA** : Bénéfice avant impôts, intérêts et dotations aux amortissements
- ✚ **FPA** : Fonds propres par action
- ✚ **Kp** : Coût des fonds propres
- ✚ **PER**= capitalisation boursière/bénéfice net
- ✚ **PBK: (Price to book)**; Cours /FPA.
- ✚ **Rendement total** : Plus value + Yield
- ✚ **ROE (Return on equity) : Bénéfice net/ fonds propres** ; exprime la rentabilité des fonds propres.
- ✚ **VE : Valeur de l'entreprise** = Capitalisation boursière + dettes financières nettes.
- ✚ **VE/EBIT(x) : Valeur de l'entreprise/EBIT** ; C'est un indicateur qui met en valeur l'efficacité opérationnelle de l'entreprise hors structure financière et fiscale.
- ✚ **Yield** : Taux de rendement des dividendes
- ✚ **Trailing** : Les douze derniers mois (30/06/06- 30/06/07)
- ✚ **Investment highlights** : Faits saillants