

**SOTIPAPIER EN BOURSE
ROBUSTESSE ET CROISSANCE**



SOTIPAPIER

ANALYSE FINANCIÈRE

Souscriptions du 4 au 11 Mars 2014 inclus

Intermédiaire en Bourse Introduceur & Evalueur
Immeuble Integra, Centre Urbain Nord
Tél : 71 189 600 - Fax : 71 949 325

Tunisie Valeurs
BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER
membre d'INTEGRA
PARTNERS



Flash sur l'opération

Créée en 1981, la SOTIPAPIER est spécialisée dans la production de papier Kraft et de papier Test Liner et Cannelure.

Avec une capacité nominale installée de 60.000 Tonnes, la SOTIPAPIER est un acteur de référence sur le marché du papier en Tunisie.

La société est le leader sur le marché du papier Kraft avec une part de marché avoisinant les 80%, et la 1^{ère} société tunisienne sur le marché du Test Liner avec une part de marché de 26%.

Aux côtés de l'activité centrale de production de papier, la société produit également de l'électricité à travers un mécanisme de cogénération installé depuis 2007. A ce titre, la société a été la première unité industrielle en Tunisie à avoir mis en place un système de cogénération pour la production d'électricité.

Les fondamentaux de la société sont très appréciables avec une marge d'EBITDA moyenne de 25% sur les quatre dernières années, une marge nette tout aussi confortable de 16%, une situation financière saine et une rentabilité financière (ROE) supérieure à 30%.

OPF et Placement Global

Nombre d'actions offertes	8 080 000
Prix par action	5 DT
Montant de l'opération	40 400 000 DT
Capitalisation boursière	119 750 000 DT
Jouissance en dividende	01/01/2013
Période de souscription	Du 04/03/2014 au 11/03/2014 inclus

Structure d'actionariat après introduction

Actionariat après introduction

Famille HAMROUNI ^(*)	18%
Sociétés gérées par Swicorp ^(*)	42%
Flottant	40%

() Un pacte d'actionnaire sur une durée de 20 ans a été signé en date du 22/11/2013*

Chiffres clés de la SOTIPAPIER

(En MDT)	2013E
Revenus	54,1
EBITDA	11,5
Résultat net	9,1
Dette nette	- 1,0
Fonds propres	35,8





Ratios de valorisation

	2012	2013 E
VE/EBITDA	10,6	10,2
P/E	14,1	13,1
Yield	5,0%	5,3%

Présentation générale de la société SOTIPAPIER

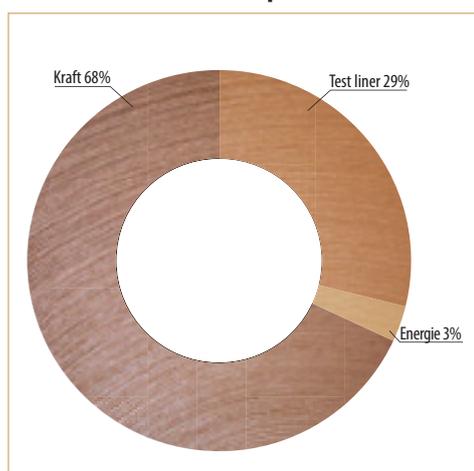
Fondée en 1981 par Monsieur Abdelkader Hamrouni, la société SOTIPAPIER « Société Industrielle du Papier et du Carton » est spécialisée dans la production de deux types de papier :

- Le papier Kraft destiné à la production de sacs de ciment. La SOTIPAPIER est le leader national sur ce segment et fournit 80% des besoins du marché en papier Kraft. Le reliquat est comblé par les importations.
- Le papier Test Liner & Cannelure ; destiné à la production de cartons d'emballage. Sur cette 2^{ème} activité, la SOTIPAPIER est bien positionnée avec une part de marché de 26%, contre 15% pour son concurrent local, le reste du marché est comblé par les importations.

Papier Kraft	Test Liner & Cannelure
<p>Destiné essentiellement au secteur du ciment</p> 	<p>Destiné aux emballages en carton ondulé</p> 

Aux côtés de ces deux activités stratégiques de papier, la SOTIPAPIER dispose de revenus provenant de la vente d'énergie. Grâce à un système de cogénération installé depuis 2007, la SOTIPAPIER est non seulement en autosuffisance en termes de consommation électrique mais arrive aussi à revendre son excédent énergétique à la STEG.

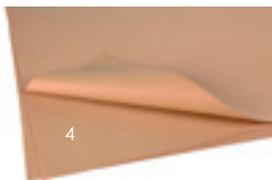
Structure du CA par activité



L'essentiel des revenus de la SOTIPAPIER provient de l'activité historique de la société, le papier Kraft, qui représente environ les 2/3 du CA de la société.

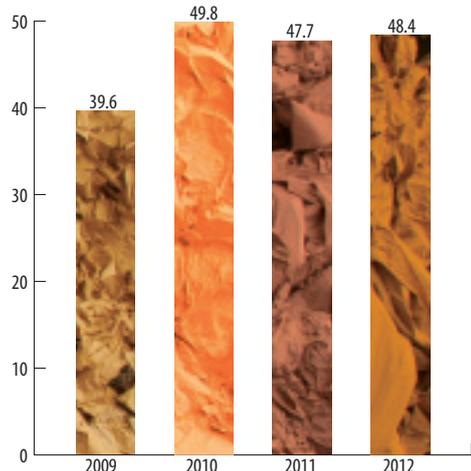
La société est implantée dans la zone industrielle de Belli sur 9 terrains d'une superficie approximative de neuf hectares. L'usine et l'administration occupent une surface de 20.000m².





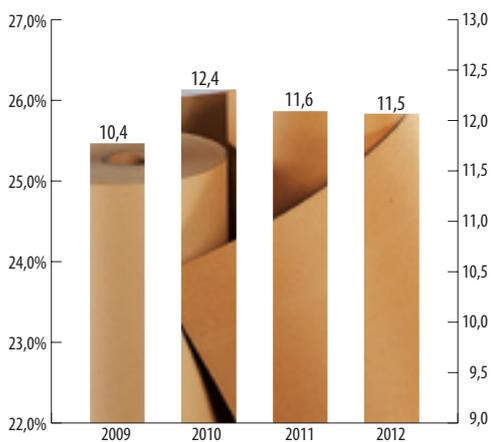
Analyse des performances historiques

Malgré le contexte difficile des deux dernières années, la capacité bénéficiaire de la SOTIPAPIER est restée intacte.



Evolution du CA (en MDT)

La baisse du chiffre d'affaires en 2011 s'explique principalement par le repli de l'activité Test Liner dont le volume à l'export vers la Libye a chuté.

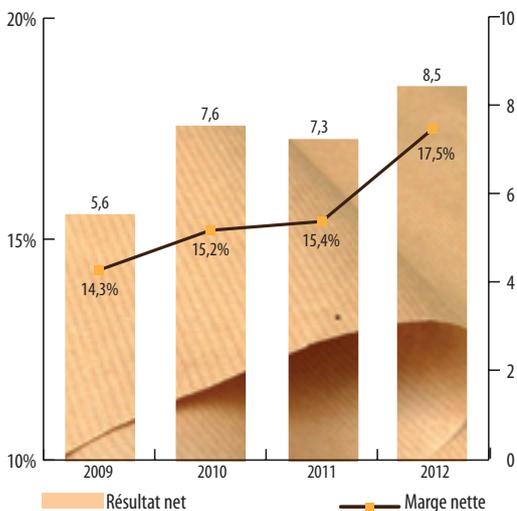


Evolution de l'EBITDA (en MDT)

La société utilise deux types de matières premières :

- La pâte à papier, pour la production de papier Kraft, en provenance de Russie, Chili, Etats Unis, Autriche . . .
- Le vieux papier, pour la production de Test Liner et Cannelure, dont l'approvisionnement se fait principalement sur le marché local.

La société tente de répercuter partiellement la variation du prix de la matière première (pâte à papier et vieux papier) sur ses prix de vente, ce qui lui permet de stabiliser ses marges.



Evolution du résultat net (en MDT) et de la marge nette (en %)





Situation financière

La structure financière de la SOTIPAPIER est saine. La dette nette de la société s'élève à fin décembre 2012 à 2 MDT. La dette de la société est à court terme, principalement sous forme d'escompte, destinée à financer le cycle d'exploitation.

La rentabilité économique et financière de la SOTIPAPIER sont très appréciables avec, respectivement un ROCE de 25% et un ROE de 35% à fin 2012.

	2009	2010	2011	2012
ROCE	20,6%	22,1%	18,6%	24,9%
ROE	24,3%	28,4%	28,2%	34,5%

L'activité de la société est fortement génératrice de cash flow ce qui permet à la SOTIPAPIER d'autofinancer ses investissements et d'assurer une politique de dividendes généreuse.

	2009	2010	2011	2012
Dette nette (MDT)	8,53	5,89	1,91	2,03
Fonds propres (MDT)	28,30	34,31	33,20	32,90
Gearing	30%	17%	6%	6%

Analyse SWOT

FORCES	OPPORTUNITES
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Position de leader sur le marché Kraft ▪ Maîtrise du processus de production et bonne réputation sur le marché ▪ Top management de qualité et bonne gouvernance ▪ Forte génération de cash flow ▪ Situation financière saine et bons niveaux de rentabilité ▪ Industrie capitalistique constituant une barrière à l'entrée ▪ Un bon rendement en dividende (valeur de fonds de portefeuille) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Potentiel de croissance important sur le marché du Test Liner ▪ Modernisation de l'équipement industriel en vue d'améliorer le processus de production et la qualité des produits ▪ Un potentiel à l'export largement sous-exploité
FAIBLESSES	MENACES
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Une gestion du BFR à améliorer ▪ Un équipement industriel nécessitant une mise à niveau ▪ Qualité du papier Kraft en dessous des standards internationaux 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Instabilité politique et sociale du pays

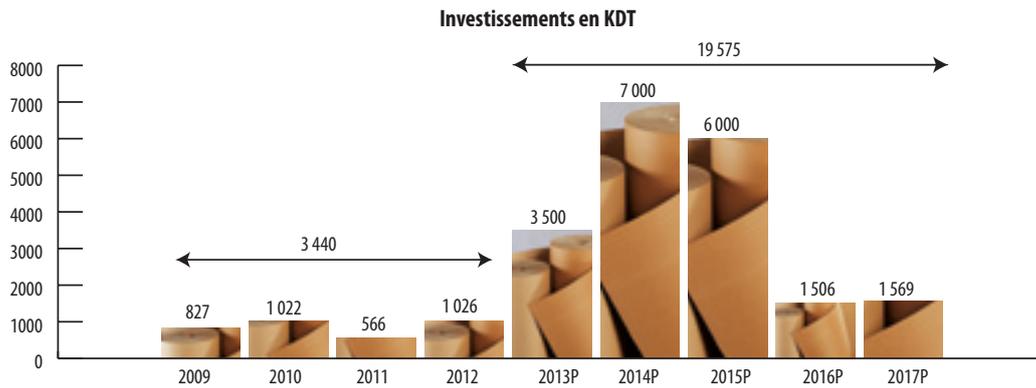




Perspectives et stratégie de développement

La croissance et la rentabilité de la SOTIPAPIER ont historiquement été limitées par l'outil de production installé. C'est dans cette perspective que la direction de la société a décidé de mettre en place un important plan d'investissement sur la période 2013-2017, en vue d'optimiser et de moderniser ses équipements.

Avec une enveloppe d'investissement de près de 20MDT, la politique de la SOTIPAPIER tranche radicalement avec le passé.

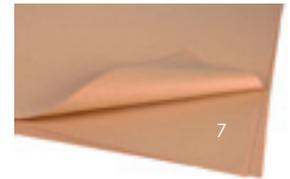


La stratégie de développement de la société est plutôt axée sur une croissance organique en raison du potentiel de croissance inexploité. Ainsi, les investissements engagés permettront à la société de :

- Améliorer la qualité des produits existants et développer de nouveaux produits. Ceci permettra à la société de développer davantage les exportations et de suppléer partiellement les importations de Test Liner ;
- Réaliser des économies de coûts en augmentant la productivité des machines et en réduisant la consommation d'énergie...

Remise à niveau de l'équipement	Investissements en environnement
<ul style="list-style-type: none"> • Améliorer la qualité du papier Kraft et du Test Liner • Augmenter la production • Optimiser le processus de production et améliorer la productivité • Réduire le taux de rebus 	<ul style="list-style-type: none"> • Réduire l'impact environnemental, (réduction de la consommation d'eau, traitement des déchets...). • Investissement à partir de 2016
Développer de nouveaux produits	Développer le marché export
<ul style="list-style-type: none"> • Développement de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée • Substitution à l'importation 	<ul style="list-style-type: none"> • Cibler de nouveaux marchés tels que la Libye



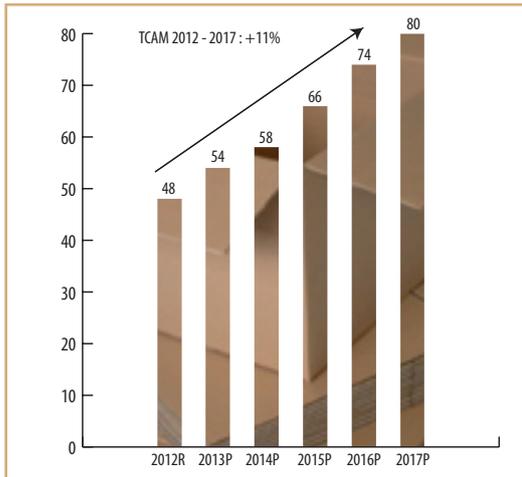


Soutenu par ces investissements, le chiffre d'affaires de la SOTIPAPIER devrait afficher une croissance annuelle de 11% sur la période 2012-2017 (+8% pour le Kraft et +16% pour le Test Liner).

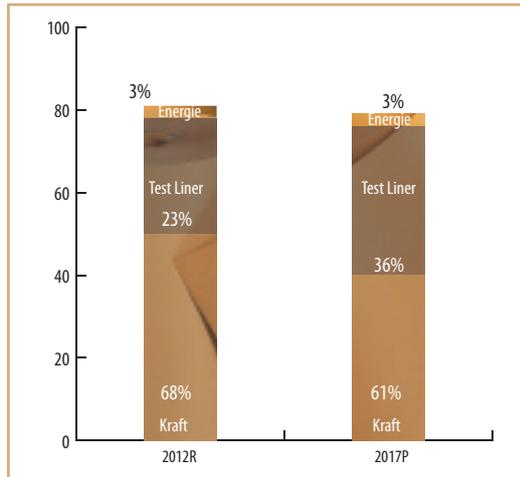
L'activité Kraft, demeurera le pilier de l'activité de la société générant 60% du chiffre d'affaires.

L'amélioration de la qualité et le développement de nouveaux produits de Test Liner à plus forte ajoutée permettront à la SOTIPAPIER de cibler davantage les marchés à l'export, une niche jusque là sous exploitée, et de se substituer partiellement aux importations.

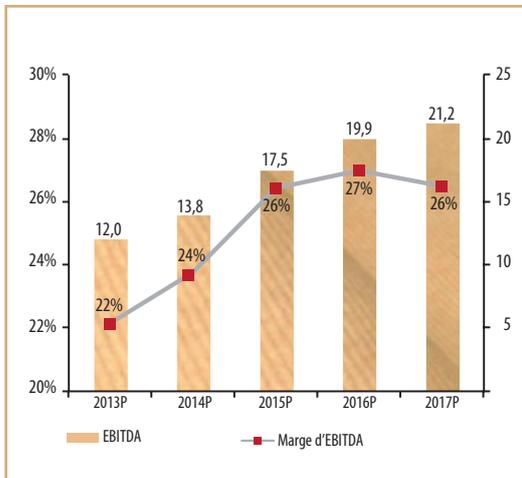
Evolution du CA (MDT)



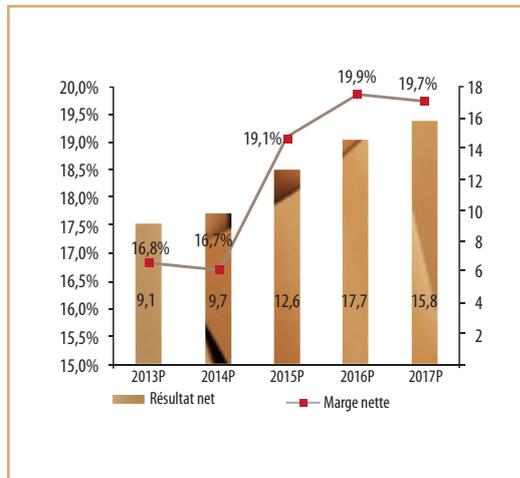
Structure du CA



Evolution de l'EBITDA (MDT)



Evolution du Résultat net (MDT)



Compte tenu du changement progressif du mix produit et de l'optimisation des charges de production, la marge d'EBITDA s'améliorera progressivement pour atteindre 26.5% à fin 2017.

Le résultat net devrait afficher une croissance annuelle de 13% sur la période pour atteindre 15.8 MDT en 2017.

Fort de sa capacité à générer des cash flow, la société ne devrait pas mobiliser des ressources financières externes pour boucler son schéma de financement.





	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Fonds propres (MDT)	35,8	39,1	44,8	50,6	56,1
Dettes nettes (MDT)	-1	2	4,2	1,8	-1,1
Gearing	-3%	5%	9%	4%	-2%
ROE	34%	33%	39%	40%	38%
ROCE	25%	28%	31%	31%	31%
Dividendes (MDT)	6,4	6,8	8,8	10,3	11
Dividende par action (DT)	0,27	0,26	0,30	0,32	0,31

Evaluation

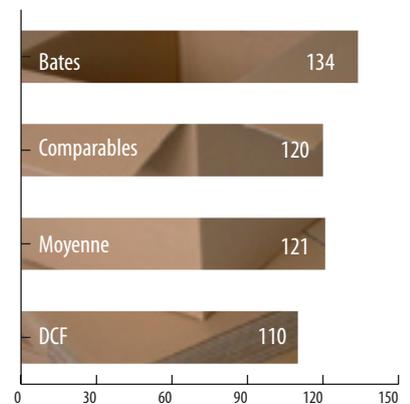
L'évaluation de la SOTIPAPIER a été faite sur la base de 3 méthodes : la méthode des Discounted Cash Flow (DCF), la méthode de Bates et l'approche par les comparables boursiers.

La synthèse des travaux d'évaluation prend en considération une moyenne des différentes méthodes, aboutissant à une valorisation de 121 MDT, soit un prix d'introduction de 5.050 DT.

Prix proposé

Arrondi à 5DT la capitalisation boursière de SOTIPAPIER s'élève à 119.750 MDT.

La décote d'introduction est relativement peu significative du fait de la nature défensive de l'action et de son haut rendement (dividende de plus de 5%).



	2012	2013 E
VE/EBITDA	10,6	10,2
P/E	14,1	13,1
P/B	3,6	3,3
Yield	5,0%	5,3%

Les multiples de valorisation de la SOTIPAPIER sont très attractifs compte tenu des fondamentaux de la société, du plan d'investissement à engager et du bon rendement en dividendes.

La SOTIPAPIER constitue une bonne opportunité d'investissement : une société opérant dans un secteur défensif et à faible profil de risque, gérée par un management de qualité et affichant de bons fondamentaux et un très bon rendement en dividendes. **Des spécificités qui font du titre une valeur de fonds de portefeuille.**





Caractéristiques de l'opération

L'introduction en Bourse se fera à travers une cession de titres portant sur 40% du capital (28% par les fonds d'investissement et 12% par la famille HAMROUNI). Le montant de l'opération porte sur 9.580.000 actions au prix unitaire de 5DT l'action, soit un montant global de 47,9 MDT.

Le placement des titres au public se fera selon :

- **Une Offre à Prix Ferme** portant sur 1.580.000 actions, soit 7.9 MDT, représentant 7,18% de l'offre au public ; répartie en deux catégories :

	Catégorie	Nombre d'actions	Montant en DT	Répartition en % de l'OPF
Catégorie A	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 600 actions et au maximum 6 000 actions.	580 000	2 900 000	36,7%
Catégorie B	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 6001 actions et au maximum 119 750 pour les non institutionnels et 1 000 000 pour les institutionnels	1 000 000	5 000 000	63,3%
Total		1 580 000	7 900 000	100,00%

Le mode de satisfaction des ordres d'achat se fera, pour les catégories A et B, au prorata sur la base d'un taux d'allocation, 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 de chaque OPCVM ne dépasse 5% du capital à l'issue de l'opération pour les institutionnels et 0,5% du capital à l'issue de l'opération pour les non institutionnels.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie A puis B.

- **Un Placement Global** portant sur 6.500.000 actions, soit 32,5 MDT, représentant 80,45% de l'offre au public.

Le Placement Global sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'Offre à Prix Ferme.

Les donneurs d'ordre dans le cadre du Placement Global s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de 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,
- Sans fractionnement,
- Après information préalable du CMF,
- Et en respectant la réglementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage citées ci-dessus.

Les donneurs d'ordre dans le cadre du Placement Global n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'OPF et du Placement Privé et inversement.

Toutefois, les titres non acquis dans le cadre du Placement Global pourraient être affectés à la catégorie A, puis B de l'OPF.

- **Placement Privé** : Au cours de la période de l'Offre au Public, 1.500.000 actions SOTIPAPIER représentant 6,26% du capital social de la société feront l'objet d'un Placement Privé réalisé par Tunisie Valeurs, intermédiaire en Bourse. Ce placement sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'OPF.

Les donneurs d'ordre dans le cadre de ce placement s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 9 premiers mois suivant la date de première cotation en Bourse.

Les donneurs d'ordre dans le cadre du Placement Privé n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'OPF et du Placement Global et inversement.

Contrat de liquidité

Les actionnaires de SOTIPAPIER, (la société HAN TN, la société Value Consulting et Monsieur Abdelkader HAMROUNI), ont mis en place un contrat de liquidité pour une période de 12 mois à partir de la date de la première cotation du titre SOTIPAPIER en Bourse et ce pour un montant de 4.000.000 DT en espèces et 400.000 actions.

Ce contrat a été confié à l'intermédiaire en bourse Tunisie Valeurs.

Prix de l'action

Le prix de l'action SOTIPAPIER a été fixé à 5,000 DT.

Période de validité de l'offre

L'opération sera ouverte au public du 04 /03/2014 au 11/03/2014 inclus.





Annexe

Etats financiers prévisionnels de la SOTIPAPIER

Bilan prévisionnel

Actifs	2012	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P
Immobilisations Incorporelles	176 293	176 293	176 293	176 293	176 293	176 293
Moins: amortissements	176 293	176 293	176 293	176 293	176 293	176 293
Immobilisations incorporelles nettes	0	0	0	0	0	0
Immobilisations Corporelles	45 182 615	48 682 615	55 682 615	61 682 615	63 188 615	64 757 365
Moins: amortissements	41 497 160	42 712 477	44 797 771	46 961 482	49 055 045	51 212 031
Immobilisations corporelles nettes	3 685 455	5 970 138	10 884 844	14 721 133	14 133 570	13 545 334
Immobilisations financières	643 280	643 280	643 280	643 280	643 280	643 280
Moins : provisions	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000
Immobilisations financières nettes	433 280					
Total actifs non courants	4 118 735	6 403 418	11 318 124	15 154 413	14 566 850	13 978 614
Stocks	16 684 855	13 514 601	14 550 043	16 510 466	18 432 137	19 959 937
Moins:provisions	371 126	371 126	371 126	371 126	371 126	371 126
Stocks nets	16 313 729	13 143 475	14 178 917	16 139 340	18 061 011	19 588 811
Clients et comptes rattachés	10 879 765	20 000 000	17 548 495	18 503 861	23 571 335	28 436 075
Moins:provisions	24 470	24 470	24 470	24 470	24 470	24 470
Clients nets	10 855 295	19 975 530	17 524 025	18 479 391	23 546 865	28 411 605
Autres actifs courants	1 340 841	2 073 473	2 232 335	2 533 113	2 827 944	3 062 347
Liquidités et équivalent de liquidités	7 195 686	2 567 834	2 705 011	2 357 331	2 470 898	2 707 831
Total des actifs courants	35 705 551	37 760 312	36 640 289	39 509 175	46 906 719	53 770 594
Total des actifs	39 824 286	44 163 730	47 958 413	54 663 588	61 473 568	67 749 207
Capitaux Propres & Passifs	2012	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P
Capital social	21 700 000	23 950 000	26 382 591	29 001 114	32 223 817	35 858 019
Réserves légales	1 970 000	2 395 000	2 638 259	2 900 111	3 222 382	3 585 802
Autres capitaux propres	486 675	237 353	166 745	96 136	96 136	96 136
Résultats reportés	266 436	100 430	157 229	192 702	425 077	823 973
Total des capitaux propres avant résultat	24 423 111	26 682 783	29 344 824	32 190 064	35 967 413	40 363 931
Résultat de l'exercice	8 476 494	9 108 830	9 719 495	12 591 163	14 655 061	15 764 004
Total des capitaux propres après résultat	32 899 605	35 791 612	39 064 320	44 781 226	50 622 474	56 127 935
Emprunt	-	-	-	-	-	-
Provisions	-	-	-	-	-	-
Passifs non courants	-	-	-	-	-	-
Fournisseurs et comptes rattachés	4 513 239	4 887 472	5 261 934	5 970 908	6 665 869	7 218 388
Autres passifs courants	852 165	1 925 368	2 072 883	2 352 176	2 625 948	2 843 607
Concours bancaires et autres passifs financiers	1 559 277	1 559 277	1 559 277	1 559 277	1 559 277	1 559 277
Total des passifs courants	6 924 681	8 372 117	8 894 093	9 882 361	10 851 094	11 621 273
Total des passifs	6 924 681	8 372 117	8 894 093	9 882 361	10 851 094	11 621 273
Total des capitaux propres & passifs	39 824 286	44 163 730	47 958 413	54 663 588	61 473 568	67 749 207

**Etats de résultat prévisionnels**

	2012	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P
Revenus	48 414 080	54 058 405	58 200 174	66 041 865	73 728 548	79 839 749
Production immobilisée	1 498 611	-	-	-	-	-
PRODUITS D'EXPLOITATION	49 912 691	54 058 405	58 200 174	66 041 865	73 728 548	79 839 749
Variation de stocks	-	-	-	-	-	-
Achats de marchandises consommées	22 787 649	23 096 312	25 434 911	28 418 123	31 437 687	34 110 121
Approvisionnements consommés	9 434 826	10 859 751	9 959 675	10 524 919	11 998 011	13 312 455
Charges de personnel	4 066 135	4 823 135	5 408 757	5 841 458	6 308 774	6 813 476
Autres charges d'exploitation	2 094 472	3 313 469	3 556 667	3 800 345	4 086 941	4 441 218
Dotations aux amortissements et provisions	1 474 140	1 215 317	2 085 294	2 163 711	2 093 563	2 156 986
CHARGES D'EXPLOITATION	39 857 223	43 307 985	46 445 305	50 748 556	55 924 977	60 834 256
RESULTAT D'EXPLOITATION	10 055 469	10 750 420	11 754 869	15 293 309	17 803 571	19 005 492
Charges financières nettes	533 387	233 000	211 417	358 317	355 548	229 229
Produits des placements	276 016	191 413	72 413	76 281	66 477	69 679
Autres gains ordinaires	302 152	249 322	70 607	70 609	-	-
Autres pertes ordinaires	-	-	-	-	-	-
Impôts	1 623 755	1 849 325	1 966 978	2 490 720	2 859 438	3 081 939
Résultat Net	8 476 494	9 108 830	9 719 495	12 591 163	14 655 061	15 764 004

Etats de flux de trésorerie prévisionnels

	2012	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P
Resultat net	8 476 494	9 108 830	9 719 495	12 591 163	14 655 061	15 764 004
Ajustement pour :						
Amortissements & provisions	1 332 202	1 215 317	2 085 294	2 163 711	2 093 563	2 156 986
Provisions pour risques & charges	-	-	-	-	-	-
Plus-value/cession d'immobilisation	-	-	-	-	-	-
Résorption Prime d'investissement	- 274 853	- 249 322	- 70 607	- 70 609	-	-
Variation BFR :	5 874 608	5 235 177	- 1 779 177	2 228 298	6 315 243	5 856 764
(+) Stocks	981 622	- 3 170 254	1 035 442	1 960 423	1 921 671	1 527 800
(+) Créances	4 929 415	9 120 235	- 2 451 505	955 366	5 067 474	4 864 740
(+) Autres actifs	689 876	732 632	158 862	300 777	294 832	234 402
(-) Fournisseurs	1 538 819	374 233	374 461	708 975	694 960	552 520
(-) Autres passifs courants	- 812 514	1 073 203	147 515	279 293	273 772	217 659
Flux de Trésorerie d'Exploitation	3 659 235	4 839 648	13 513 359	12 455 967	10 433 381	12 064 226
Acquisition d'immo. corp & incorp	- 1 026 306	- 3 500 000	- 7 000 000	- 6 000 000	- 1 506 000	- 1 568 750
Cession d'immobilisations corporelles	809 324	-	-	-	-	-
Acquisition d'immo. Financières	-	-	-	-	-	-
Cession d'immobilisations financières	-	-	-	-	-	-
Flux de Trésorerie d'Investissement	- 216 982	- 3 500 000	- 7 000 000	- 6 000 000	- 1 506 000	- 1 568 750
Encaissement suite à l'émission d'actions	-	-	-	-	-	-
Dividendes	- 8 500 000	- 5 967 500	- 6 376 181	- 6 803 647	- 8 813 814	- 10 258 543
Encaissements provenant des emprunts	-	-	-	-	-	-
Remboursement des emprunts	-	-	-	-	-	-
Flux de Trésorerie de Financement	- 8 500 000	- 5 967 500	- 6 376 181	- 6 803 647	- 8 813 814	- 10 258 543
Variation de trésorerie	- 5 057 747	- 4 627 852	137 178	- 347 680	113 567	236 933
Trésorerie au début de l'exercice	10 694 157	5 636 410	1 008 558	1 145 735	798 055	911 623
Trésorerie à la clôture de l'exercice	5 636 410	1 008 558	1 145 735	798 055	911 623	1 148 556



Siège social : 13 rue Ibn Abi Dhiaf, Z.I Saint Gobain
Megrine Riadh, 2014 Ben Arous - Tunisie
Tél : 71 434 957 - Fax : 71 429 256
Usine : Belli Village, 8022 Nabeul - Tunisie
Tél : 72 200 120 - Fax : 72 200 411

www.sotipapier.com