

Sc

Souscrire

Un papier qui emballe le marché

Prix : 5.000 Df

Actionnariat :

Abdelkader Hamrouni : 18%

Sociétés de capital investissement* : 42%

Flottant : 40%

* Sociétés de capital investissement gérées par Swicorp.

** Un pacte d'actionnaires a été signé entre M. Abdelkader Hamrouni et les sociétés d'investissement pour une durée de 20 ans.

Période de souscription :

Du 04 au 11 mars inclus

Capitalisation Boursière:

119.750 DT

Ratios de Valorisation:

SOTIPAPIER / Marché

P/E 2013e: 13.1 / 14.2x

Yield 2013e: 5.3% / 3.4%

P/B 2013 : 3.3x / 1.8x

ROE 2013e : 34%

Analyste chargée de l'étude:

Lilia KAMOUN

Recommandation boursière

La SOTIPAPIER est le leader incontestable du papier Kraft en Tunisie.

Grâce à son ancienneté et à sa position dominante sur le marché, la société affiche des fondamentaux robustes et un bilan sain.

Le plan de développement mis en place par le nouveau management devrait non seulement consolider la position de la société sur le marché local mais lui permettre également d'attaquer le marché export.

L'introduction en bourse par cession de titres n'occulte en rien les investissements qui seront engagés. Ces derniers, s'élevant à près de 20MDT, seront financés par la société, forte de sa capacité à générer du cash.

Le prix de l'action a été fixé à 5 DT, valorisant la société à près de 120MDT. Un niveau attrayant (PER₂₀₁₃ de 13.1x) par rapport aux fondamentaux du titre, à son rendement en dividendes (5.3%) et à ses perspectives de développement. **Nous recommandons de souscrire à l'OPF.**

■ Présentation de la société « SOTIPAPIER » :

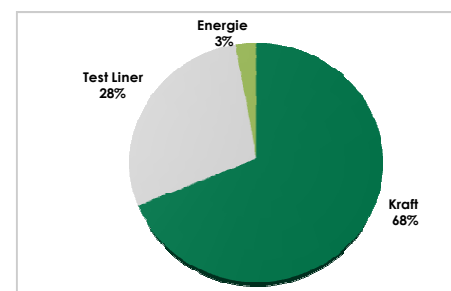
La SOTIPAPIER est spécialisée dans la production de papier d'emballage : le papier **Kraft** (pour les sacs de ciment) et le papier **Test Liner** (pour les cartons).

Sur son segment historique du Kraft, la SOTIPAPIER est le leader national avec 80% du marché, le reste de la demande est comblé par les importations. Cette position ultra-dominante, elle la doit à son ancienneté mais surtout à la nature capitalistique de cette activité qui constitue une barrière 'naturelle' à l'entrée.

La SOTIPAPIER est également bien positionnée sur son deuxième produit de Test Liner (26% de part de marché), un segment plutôt dominé par les importations (plus de la moitié du marché).

Aux côtés de ses activités centrales de production de papier, la SOTIPAPIER dispose de revenus provenant de la vente d'énergie. Bien que peu significatifs dans le chiffre d'affaires (3%), ces revenus énergétiques reflètent bien l'attitude pionnière et avant-gardiste de la société. La SOTIPAPIER a été la première unité tunisienne à avoir installé, en 2007, un système de cogénération pour optimiser sa consommation énergétique. Depuis, elle est non seulement en auto-suffisance mais arrive aussi à revendre son excédent énergétique à la STEG.

Structure du chiffre d'affaires de la SOTIPAPIER

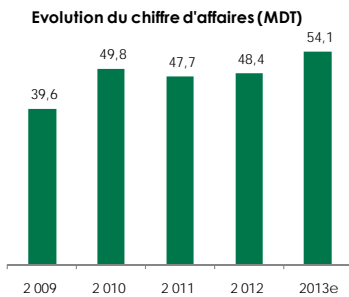


L'activité historique du Kraft est le produit prépondérant dans l'activité de la SOTIPAPIER

Courant l'année 2012, la SOTIPAPIER a ouvert son capital à des sociétés de capital investissement, gérées par Swicorp, et ayant pour actionnaires finaux des investisseurs institutionnels internationaux (tels que la BEI, la PROPARCO, la SFI). Cette ouverture, portant sur 70% du capital, ne fragmente en rien les actionnaires de la société; le noyau dur (60% du capital*) a mis en place un pacte d'actionnaires sur une durée de 20 ans.

* Monsieur Abdelkader Hamrouni (18%); les sociétés de capital investissement (42%).

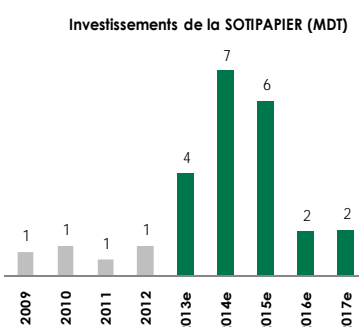
Malgré le contexte difficile des deux dernières années, l'activité de la SOTIPAPIER a globalement résisté



De bons niveaux de rentabilité pour un secteur exposé à la volatilité des matières premières

La SOTIPAPIER dispose d'une forte latitude à l'investissement avec des cash flow confortables et une capacité potentielle à l'endettement

La nouvelle stratégie d'investissement de la SOTIPAPIER tranche radicalement avec le passé



■ Analyse financière de la société SOTIPAPIER :

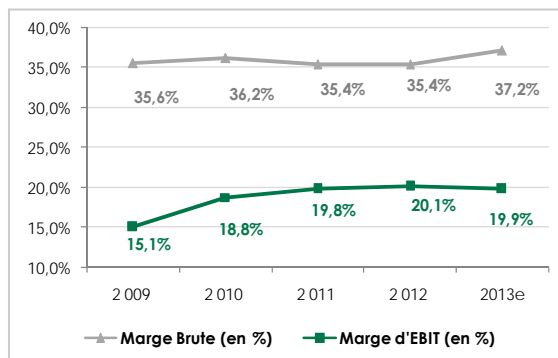
Sur les 4 dernières années, la SOTIPAPIER a affiché une croissance annuelle de 8% de son chiffre d'affaires, un rythme qui aurait pu être bien plus soutenu n'eut été les « circonstances exceptionnelles » qu'a connues le pays les deux dernières années.

La baisse du chiffre d'affaires en 2011 (-4%) s'explique par certaines difficultés d'approvisionnement en matières premières mais également par la chute des exportations de Test Liner vers la Libye. A noter que les exportations de la SOTIPAPIER (5% du chiffre d'affaires) se font exclusivement sur le Test Liner, le marché local absorbe l'essentiel de la production de la société.

Dans son processus de production, la SOTIPAPIER importe principalement de la pâte à papier pour produire du papier Kraft. Elle est, de ce fait, confrontée à la volatilité des prix internationaux de la pâte mais également au glissement du Dinar par rapport à l'Euro et au Dollar.

Historiquement, la SOTIPAPIER a toujours essayé de répercuter, à la hausse comme à la baisse, cette volatilité sur ses prix de vente; ce qui lui a permis de défendre globalement ses marges.

La SOTIPAPIER bénéficie d'un outil substantiellement amorti qui lui permet de dégager une bonne rentabilité opérationnelle dans un métier à forte intensité capitalistique.



La deuxième caractéristique qui distingue la SOTIPAPIER c'est sa forte capacité à générer du cash. Sur les 4 derniers exercices, les Free Cash Flows ont dépassé les 7MDT en moyenne, destinés principalement à rémunérer les actionnaires vu le faible endettement de la société: une dette nette de 2MDT (pour des fonds propres de 33 MDT, soit un gearing de 6%).

Malgré le peu de levier mobilisé, le ROE de la société est élevé: 30% en moyenne sur les 3 dernières années. La rentabilité économique (ROCE) est également parmi les plus élevées comparativement à des industries 'lourdes' (25%).

■ Perspectives de développement :

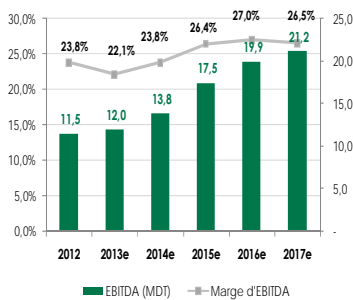
Après quelques années d'inertie, la SOTIPAPIER a repris depuis 2013 un appétit à l'investissement. Le vaste plan de développement mis en place par le nouveau management en témoigne : une enveloppe de 20MDT qui tranche radicalement avec le passé.

La question qui se pose intuitivement face à de tels investissements c'est : pourquoi avoir sollicité le marché boursier pour une cession de titres plutôt qu'une augmentation de capital?

Forte de ses cash flows, la SOTIPAPIER mettra à contribution sa trésorerie excédentaire pour financer son plan de développement. La société est même passée outre toute forme de crédit bancaire, pourtant elle aurait pu bénéficier de conditions assez avantageuses (gearing faible, bonne rentabilité, notoriété des actionnaires...).

La stratégie de développement s'attaquera sur deux fronts « la qualité » et « la productivité »

Un BP assez conservateur eu égard aux investissements qui seront engagés



Les niveaux de valorisation de la SOTIPAPIER sont très attractifs comparativement à ses fondamentaux

Un dividende attractif qui sera distribué dans les prochains mois de 2014

Stratégiquement parlant, le développement de la SOTIPAPIER sera plutôt axé sur une **croissance organique** en raison du potentiel de croissance inexploité. Cette stratégie s'attaquera sur deux fronts :

- **La qualité** : Améliorer la qualité des produits existants et développer de nouveaux produits.
- **La productivité** : mettre à niveau les machines (vieillissantes), réduire la consommation d'énergie et réaliser des économies de coûts.

Soutenus par ces investissements, et par la demande sur le marché, le chiffre d'affaires de la SOTIPAPIER devrait afficher une croissance annuelle de 11% d'ici 2017, un chiffre raisonnable comparativement au rythme de croissance historique.

La SOTIPAPIER bénéficiera de la bonne tenue de l'industrie du ciment, principal débouché de ses produits (le papier Kraft).

Le secteur du bâtiment devrait voir sa croissance s'accélérer sur les prochaines années eu égard aux futurs projets d'infrastructure et à l'augmentation de la capacité de production dans le secteur du ciment (démarrage de Carthage Cement, extension de capacité au niveau de 3 usines : Bizerte, Jbel El Ouest, Gabès)

Sur le deuxième volet du papier Test Liner; l'amélioration de la qualité et le développement de nouveaux produits, à plus forte valeur ajoutée, permettront à la SOTIPAPIER de cibler davantage les marchés export, une niche jusque là sous exploitée, et de se substituer partiellement aux importations. Rappelons que ces dernières desservent 50% du marché tunisien de Test Liner, de quoi permettre aisément à la SOTIPAPIER de grignoter quelques points de marché.

Du côté des marges, l'évolution progressive du mix produits couplée aux économies de coûts rehausseront progressivement les niveaux de rentabilité de la société, mais toujours de manière raisonnable.

■ Evaluation et Opinion de Tunisie Valeurs :

L'évaluation de la SOTIPAPIER a été faite sur la base d'un business plan 2013-2017 que nous jugeons assez conservateur, par rapport aux investissements qui seront entrepris. L'action a été valorisée à 5.05 DT et quasiment aucune décote n'a été faite (le prix retenu étant de **5 DT**) considérant que la décote a été concédée au niveau du BP.

Les indicateurs d'activité à fin 2013 nous confortent dans ce sens puisque le CA réalisé au 31 décembre est déjà en dépassement par rapport aux prévisions. Cette tendance devrait également se retrouver au niveau du bottom line.

Avec une capitalisation boursière de près de 120 MDT, les niveaux de valorisation de SOTIPAPIER sont attractifs (PE₂₀₁₃ de 13.1x et PE_{2014e} de 12.3x), particulièrement si on les rapporte à la qualité des fondamentaux et surtout au rendement élevé en dividendes (5.3%). A noter que les actions acquises dans le cadre de cette introduction en bourse porteront (déjà!) jouissance en dividende pour l'exercice 2013.

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

■ Répartition de l'offre :

L'introduction en Bourse de la SOTIPAPIER se fera à travers une cession de titres portant sur 40% du capital (12% par la famille Hamrouni et 28% par les sociétés d'investissement. Le montant global sera donc de 47.9 MDT réparti comme suit :

- Une **OPF de 7.9 MDT**, répartie en deux catégories
- Un **placement global** de 32.5MDT (ticket minimum de 250 mDT);
- Un **placement privé** de 7.5 MDT.

	Catégorie	Nombre d'actions	Montant en DT
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
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
Total		1 580 000	7 900 000

Business Plan de la SOTIPAPIER

	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	48 414	54 058	58 200	66 042	73 729	79 840
Variation		12%	8%	13%	12%	8%
Achats consommés	30 671	32 222	33 956	35 395	38 943	43 436
Charges de personnel	4 066	4 823	5 409	5 841	6 309	6 813
Autres charges d'exploitation	2 094	3 313	3 557	3 800	4 087	4 441
EBITDA	11 530	11 966	13 840	17 457	19 897	21 162
Variation		4%	16%	26%	14%	6%
Marge d'EBITDA	23,8%	22,1%	23,8%	26,4%	27,0%	26,5%
Amortissements	1 474	1 215	2 085	2 164	2 094	2 157
Frais financiers	257	42	139	282	289	160
Impôts	1 624	1 849	1 967	2 491	2 859	3 082
Résultat net	8 476	9 109	9 719	12 591	14 655	15 764
Variation		7%	7%	30%	16%	8%
Marge nette	18%	17%	17%	19%	20%	20%

Source : Prospectus d'introduction