

Recommandation: Souscrire
Prix d'introduction: 5 DT
Flash sur l'opération

Secteur	Industriel
Taille de l'offre	40 400 000 DT
Nombre d'actions offertes	8 080 000
Prix de l'offre	5 DT
Valeur nominale	1 DT
Capi Boursière:	119,75 MDT
Période de souscription:	
Date d'ouverture	04/03/2014
Date de clôture	11/03/2014

Structure de l'actionariat

Actionnaires	Avant l'offre	Après l'offre
Abdelkader HAMROUNI	28,99%	18%
HAN TN	18,18%	15,68%
HAN LUX	33,64%	10,64%
Value Consulting	18,18%	15,68%
Autres	1,01%	0%
Placement privé et public	0%	40%
Total	100%	100%

Chiffres Clés de la société en MDT

	2010	2011	2012
Revenus	49,75	47,71	48,41
EBE	12,39	11,57	11,53
Résultat net	7,56	7,33	8,48
Fonds Propres	34,31	33,2	32,9
Endettement net	5,89	1,91	2,03

Ratios de valorisation

	2010	2011	2012
VE/CA	2,52	2,55	2,52
VE/EBE	10,14	10,51	10,56
Marge nette	15,2%	15,4%	17,5%
ROE	28,4%	28,2%	34,7%
ROA	17,9%	18,7%	21,3%
Gearing	17%	6%	6%
Payout	108%	116%	70%

APERÇU SUR LA SOCIÉTÉ

- La SOTIPAPIER « Société Tunisienne Industrielle du Papier et du Carton », spécialisée dans la fabrication de papier d'emballage, a été constituée en 1981 sous la forme de Société à Responsabilité Limitée par Monsieur Abdelkader HAMROUNI, fondateur du groupe du même nom avec un capital de 230 000 DT.
- Implantée à Belli, tout près de Grombalia et employant plus de 277 salariés, la SOTIPAPIER est un acteur de référence sur le marché du papier en Tunisie. Elle possède une capacité nominale de production de 60 000 tonnes par an.
- La SOTIPAPIER détient environ 80% du marché national de **papier Kraft**, papier destiné à la fabrication de sacs de grande contenance et d'emballage de ciment, et 26% du marché de **Testliner** et **Cannelure**, papier destiné à la production de carton ondulé.
- La SOTIPAPIER produit également de l'énergie à travers un système de cogénération installée depuis 2007 et fut la première unité industrielle en Tunisie à avoir mis en place ce système pour la production d'électricité.
- En 2010, la société a changé sa forme juridique pour se transformer en Société Anonyme. En mai 2012, la SOTIPAPIER a ouvert le capital à trois sociétés (HAN TN, Value Consulting et HAN LUX), gérées par le groupe SWICORP, et détenues directement et indirectement par le fonds d'investissement « INTAJ CAPITAL II ».
- Le capital social de la société a fait l'objet d'une série d'augmentations pour atteindre en 2013, 23,95 MDT.
- En 2012, la SOTIPAPIER a réalisé un chiffre d'affaire de 48,4 MDT, en progression de 1,5% par rapport à 2011 et un résultat net de 8,47 MDT contre 7,33 MDT une année auparavant, soit une appréciation de 16%.

CONSIDÉRATIONS D'INVESTISSEMENT

- La SOTIPAPIER prévoit un plan d'investissement de près de 20MDT sur la période 2013-2017 pour moderniser son outil de production en se basant sur sa forte capacité à générer des cash flow. La société ne compte pas mobiliser des ressources financières externes pour boucler son schéma de financement.
- L'introduction en bourse de la société se fera à travers une offre à prix ferme portant sur 40% du capital, et ce dans le but d'accroître la notoriété de la société auprès du public et de mieux la faire connaître aux investisseurs locaux et étrangers, de bénéficier de l'avantage fiscale ouvrant plus de 30% du capital (abattement du taux d'IS pendant 5ans) et disposer d'un canal de mobilisation de fonds propres.
- Le business plan de SOTIPAPIER semble être réaliste et réalisable avec un TCAM des revenus de 10,5% sur la période de prévision. La rentabilité de la société est aussi en nette amélioration avec un ROE attendu en 2017 de 39% et un ROA qui dépasse les 20%.
- Les fondamentaux de la société sont solides avec une marge d'EBITDA moyenne de 24% sur les trois dernières années et une marge nette également confortable supérieure à 16%.
- La société SOTIPAPIER s'introduit sur la base d'un P/E 2013E de 13,1x. Ce niveau de valorisation est attrayant ajoutant à cela une politique de distribution des dividendes assez généreuse. **Nous recommandons de souscrire à l'OPF.**

Caractéristiques de l'opération

Renseignement sur l'opération

- Montant de l'offre : 40 400 00 DT
- Nombre d'actions offertes : 8 080 000 actions
- Valeur nominale : Un (1) dinar
- Prix d'émission: 5 DT /action
- Date de jouissance : 1er Janvier 2013
- Période de souscription : Du 04 au 11 Janvier 2014 inclus.

Cadre de l'opération

• L'introduction de la société « Société Tunisienne Industrielle du Papier et du Carton », SOTIPAPIER, au marché principal de la cote de la Bourse s'effectuera par la mise sur le marché de 8 080 000 actions d'une valeur nominale d'un dinar chacune, représentant 33,74% du capital de la société, après augmentation, au prix de 5 dinars l'action. L'introduction en bourse se fera au moyen de:

- **L'Offre à Prix Ferme** : L'OPF est constituée de 1 580 000 actions au public, représentant 19,55% de l'offre au public et 6,60% du capital de la société.

- Les actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront réparties en 2 catégories:

Catégories	Nombre d'actions	Montant en DT	Répartition en % de l'OPF	Répartiton en % du capital de la société
Catégorie A Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangère et institutionnels tunisiens et /ou étrangers sollicitant au minimum 600 actions et au maximum 6 000 actions,	580 000	2 900 000	36,70%	2,42%
Catégorie B Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 6 001 actions et au maximum 119 750 pour les non institutionnels et 1 000 000 pour les institutionnels,	1 000 000	5 000 000	63,30%	4,18%
Total	1 580 000	7 900 000	100%	6,60%

- **Placement global** : de 6 500 000 actions représentant 80,45% de l'offre au public et 27,14% du capital social de la société.

- **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 par :

1- La somme de 4.000.000 DT répartie comme suit :

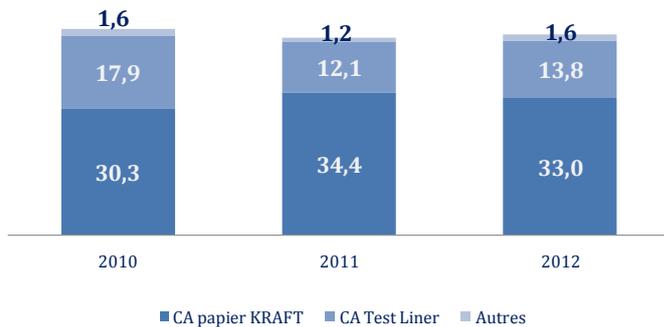
- ⇒ 1.400.000 DT pour la société HAN TN (35%) ;
- ⇒ 1.400.000 DT pour la société Value Consulting (35%);
- ⇒ 1.200.000 DT pour Monsieur Abdelkader Hamrouni (30%)

2 -Un total de 400.000 Titres réparti comme suit :

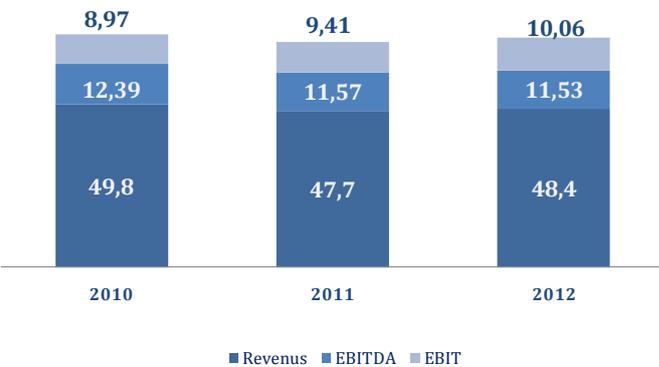
- ⇒ 140.000 Titres pour la société HAN TN (35%) ;
- ⇒ 140.000 DT pour la société Value Consulting (35%);
- ⇒ 120.000 DT pour Monsieur Abdelkader Hamrouni (30%)

- **Avantage fiscal**: En exposant plus de 30% de son capital , la SOTIPAPIER bénéficie de l'avantage fiscal à savoir l'abattement du taux de l'IS pendant 5ans.

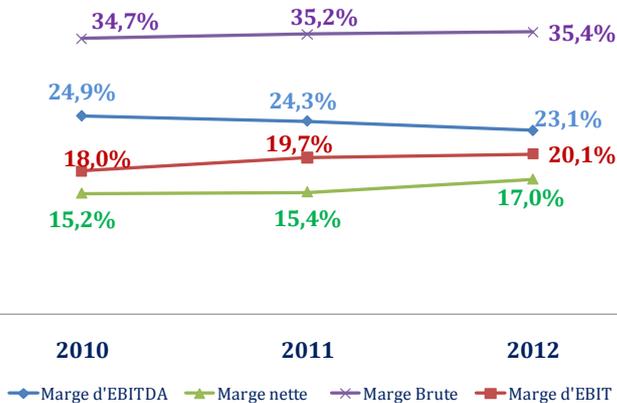
Evolution des revenus 2010-2012 (en MDT)



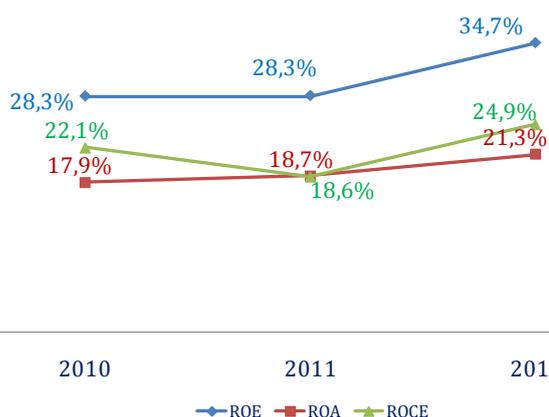
Evolution des principaux indicateurs d'exploitation (en MDT)



Evolution des marges 2010-2012



Evolution de la rentabilité 2010-2012



Analyse de l'exploitation

- En dépit d'un contexte économique assez difficile, la société SOTIPAPIER montre une certaine stabilité quant à l'évolution du chiffre d'affaires au cours des 3 dernières années.
- Les revenus** ont légèrement diminué en 2011 de 4% mais ils ont vite repris en 2012. Le repli de 2011 est expliqué principalement par la baisse du chiffre d'affaires de l'activité Testliner qui est passé de 17,9 MDT à 12,1 MDT en 2011.
- Cette mauvaise orientation est due à certaines difficultés d'approvisionnement sur le marché local ainsi que par l'arrêt des exportations vers la Libye suite à la détérioration de la situation sécuritaire qu'a connu le pays après la révolution.
- Outre les deux activités stratégiques de papier qui génèrent la grande part des revenus (96,7% des revenus de l'année 2012), la société SOTIPAPIER dispose d'autre source de revenus à savoir la vente d'énergie.
- Grâce à l'installation d'un système de cogénération, installé depuis 2007, la société est non seulement en autosuffisance en termes de consommation d'électricité mais elle arrive à vendre son excédent énergétique à la STEG (3,3% des revenus de 2012 proviennent de la vente d'énergie).
- Les achats consommés de la société accaparent la part la plus importante des charges d'exploitation (près de 80% en 2012). La société achète deux types de matières premières:

-La pâte à papier: Pour la production de papier Kraft dont l'approvisionnement se fait principalement par l'importation de la Russie, Chili, Etat Unis, Autriche...

-Le vieux papier: Pour la production de Testliner et Cannelure dont l'approvisionnement se fait sur le marché local.

- L'amélioration du rythme de l'activité entre 2010- 2012 a été accompagnée par une appréciation du taux de la **marge brute** qui est passée de 34,7% à 35,4% en 2012. Cette tendance est expliquée principalement par la bonne stratégie misant sur la répercussion partielle de la variation du prix de la matière première (pâte à papier et vieux papier) sur ses prix de vente, ce qui permet à la SOTIPAPIER de stabiliser ses marges.

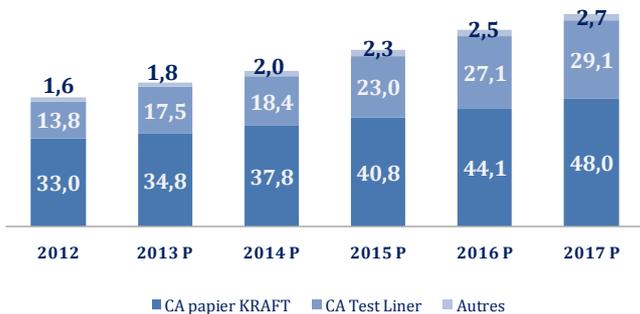
- Le résultat d'exploitation** de la société est passée de 8,97MDT en 2010 à 10,06MDT en 2012 et ce en dépit de la hausse de la masse salariale qui a presque triplé durant la même période 2010-2012.

- Le **résultat net** a été aussi en trend haussier en passant de 7,5 MDT en 2010 à 8,5 MDT fin 2012.

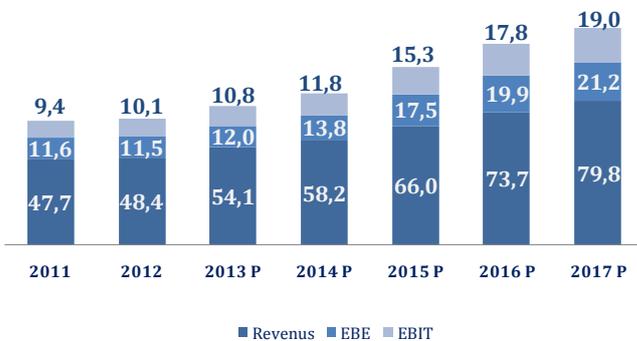
RÉALISATIONS AU 30/06/2013

En MDT	30/06/2013	30/06/2012	% Var (2013/12)	2012
Produits d'exploitation	30,87	27,39	12,7%	49,91
Marge Brute	11,34	9,60	18,2%	17,69
Taux de marge brute	36,7%	35,0%	+1,7Pts	35,4%
Charges de personnel	1,72	1,61	-6,8%	4,07
EBITDA	7,79	6,87	13,4%	11,53
Taux de marge d'EBITDA	25,2%	25,1%	+0,1Pts	23,1%
EBIT	6,99	6,41	9,0%	10,06
Taux de marge d'exploitation	22,6%	23,41%	-0,8Pts	20,1%
Résultat net	5,73	5,43	5,6%	8,48
Taux de marge nette	18,6%	19,8%	-1,2Pts	17,0%

Evolution des revenus 2012-2017 (en MDT)



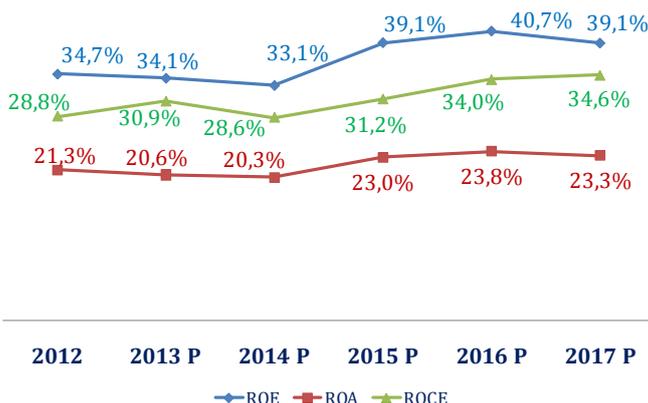
Evolution des principaux indicateurs d'exploitation (en MDT)



Evolution des marges 2010-2017



Evolution de la rentabilité 2010-2017



Stratégie de développement et perspectives

- La croissance et la rentabilité de la SOTIPAPIER ont historiquement été limitées par l'outil de production installé. C'est dans cet objectif que la direction de la société a décidé de mettre en place un important plan d'investissement sur la période 2013-2017, dans le but d'optimiser et de moderniser ses équipements.
- SOTIPAPIER s'est engagé dans un programme d'investissement qui avoisine les 20 MDT pour le développement de son usine.
- La stratégie de développement de la société va être plutôt axée sur une croissance organique en raison du potentiel de croissance inexploité. Ainsi, les investissements engagés permettront à la société de:
 - ⇒ **Optimiser le processus de production:** Améliorer la qualité du papier Kraft et du Testliner et améliorer également la productivité.
 - ⇒ **Réduire l'impact environnemental :** Réduction de la consommation d'eau, traitement des déchets...
 - ⇒ **Développer de nouveaux produits:** Développement de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée.
 - ⇒ **Développer le marché export:** Cibler de nouveaux marchés tels que la Libye.
- Sur la période de prévision du business plan 2012-2017, le chiffre d'affaires de SOTIPAPIER devrait afficher un TCAM de 11% (+8% pour le kraft et +16% pour le TestLiner).

- La croissance du chiffre d'affaires est estimée à 11% annuellement

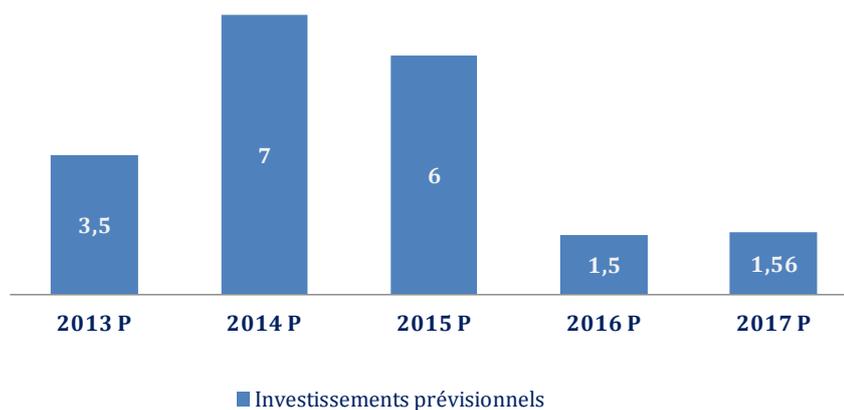
- Les ventes de l'activité Kraft demeurera le vecteur de croissance de la société. Leur poids dans le chiffre d'affaires total passera à plus que 60% en 2017. Le **chiffre d'affaires Testliner** évoluera à un rythme plus soutenu soit le double de celui du papier Kraft (+16% en moyenne sur la période 2012-2017). L'amélioration de la qualité et le développement de nouveaux produits de Testliner à plus forte valeur ajoutée permettront à la société d'une part de cibler davantage les marchés à l'export, une niche jusqu'à présent sous exploitée et d'autre part de se substituer partiellement aux importations.
- SOTIPAPIER vise à consolider son positionnement sur cette activité. D'ailleurs, la part des **ventes Testliner** sautera de 23% en 2012 à 36% à la fin de l'année 2017.
- L'amélioration de la qualité des produits et le développement d'autres produits à plus forte valeur ajoutée va booster le taux de la **marge brute** de SOTIPAPIER qui atteindra 41% en 2017.
- Compte tenu du changement progressif du mix produit et l'optimisation des charges de production, la **marge d'EBITDA** s'améliorera progressivement pour atteindre 26,5% au terme de l'exercice 2017.
- Le **résultat d'exploitation** passera de 10 MDT en 2012 à 19 MDT en 2017, soit un **taux de marge** de 23,8% en 2017 contre 20% en 2012.
- Le **résultat net de la société** évoluera de 8,4 MDT en 2012 à 15,7 MDT en 2017 soit un taux de croissance annuel de 13,2%. Le **taux de marge nette** augmentera de 2,7 points de pourcentage entre 2012 et 2017 pour atteindre 20%.

Le Business Plan

En MDT	2012 R	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P
Produits d'exploitation	49,91	54,06	58,20	66,04	73,73	79,84
Marge Brute	16,19	20,10	22,81	27,10	30,29	32,42
<i>Taux de marge brute</i>	<i>32,4%</i>	<i>37,2%</i>	<i>39,2%</i>	<i>41,0%</i>	<i>41,1%</i>	<i>40,6%</i>
Charges de personnel	4,07	4,82	5,41	5,84	6,31	6,81
EBITDA	11,53	11,97	13,84	17,46	19,90	21,16
<i>Taux de marge d'EBITDA</i>	<i>23,1%</i>	<i>22,1%</i>	<i>23,8%</i>	<i>26,4%</i>	<i>27,0%</i>	<i>26,5%</i>
EBIT	10,06	10,75	11,75	15,29	17,80	19,01
<i>Taux de marge d'exploitation</i>	<i>20,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>23,2%</i>	<i>24,1%</i>	<i>23,8%</i>
Résultat net	8,48	9,11	9,72	12,59	14,66	15,76
<i>Taux de marge nette</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,7%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>19,7%</i>

- Forte de sa capacité à générer des cash flow, la SOTIPAPIER ne devrait pas mobiliser des ressources financières externes pour boucler son schéma de financement

Plan d'investissements prévisionnels sur la période 2013-2017 (En MDT)



Analyse SWOT

FORCES

- Un positionnement de leader sur le marché Kraft.
- Maîtrise du processus de production et bonne réputation sur le marché.
- Top management de qualité et bonne gouvernance au sein de l'entreprise.
- Industrie capitalistique constituant une barrière à l'entrée.

Opportunités

- Potentiel de croissance important sur le marché de Testliner.
- 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

- Une gestion du BFR à améliorer.
- Un équipement industriel nécessitant une mise à niveau.
- Qualité du papier Kraft en dessous des standards internationaux.

Menaces

- Instabilité politique et sociale dans le pays.

Valorisation et recommandation

- L'évaluation de l'action SOTIPAPIER a été effectuée sur la base des états financiers certifiés au 31/12/2012 et sur la base d'un business plan de la période allant de 2013 à 2017, approuvé par le Conseil d'Administration de SOTIPAPIER du 20/08/2013 et examiné par les commissaires aux comptes de la société.

- Trois différentes méthodes ont été retenues pour l'évaluation des actions SOTIPAPIER à savoir

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF)
- La méthode de Bates
- La méthode des comparables boursiers

- **Le taux d'actualisation** utilisé est le **WACC** (coût moyen pondéré du capital) déterminé par :

- Un taux sans risque de 6,29%

- Une prime de risque du marché actions de 6.51%

- Un β non endetté de 0,92

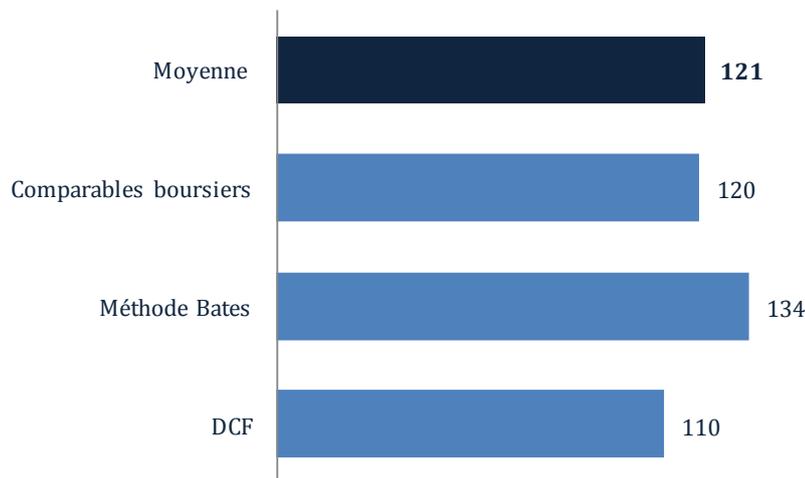
- Un β endetté de 0,98

- Gearing de 8%

- Coût des capitaux propres de 12,6%

- Coût de la dette de 5,50%

Ainsi, le **coût moyen pondéré du capital** serait de 12,05%.



Prix proposé

- La synthèse des travaux d'évaluation, prenant en considération une moyenne des différentes méthodes, aboutissant à une valorisation de 121 MDT, soit un prix d'introduction de 5,05 DT.

- Arrondi à 5 DT, la décote d'introduction est relativement peu significative du fait de la nature défensive de l'action et de son haut rendement.

MAC SA Intermédiaire en Bourse
Département Recherches et Analyses

Salma Zammit Hichri

Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Financier Senior
ibrahim@macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali

Analyste Financier Senior
abdelmonam@macsa.com.tn

Rahma Tayachi Lakhoua

Analyste Financier Junior
Rahma.tayachi@macsa.com.tn

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elle s reflètent les opinions des analystes et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC SA au profit ou envoyé par MACSA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC S Ase dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente suite à l'utilisation de Ce document .

MAC SA n'a pas reçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.