

Sc

Souscrire

Prix : 10.000 Dt

Actionnariat après OPS :

M. Mohamed FRIKHA: 45.5%

Telnet Holding : 9 %

Flottant : 45.5%

Période de souscription :

Du 30 avril au 20 mai inclus

Capitalisation Boursière:

Avant OPS : 30 MDt

Après OPS : 55 MDt

Ratios de Valorisation :

P/E_{2013e} : n.s

P/B_{2013e} : 3x

Yield_{2013e} : 0 %

Gearing_{2013e} : 44%

ROE_{2013e} : -29%

Une start up de croissance

Recommandation boursière

Syphax Airlines (S-A) est un projet **atypique** à plusieurs niveaux : une start up âgée de quelques mois, une part de marché à conquérir dans un secteur compétitif, de grandes ambitions de croissance et avec pour seul patrimoine, un actif incorporel (une licence d'exploitation).

La stratégie 'hybride' de Syphax Airlines lui permettra de se positionner comme un challenger dans le secteur et de grignoter des parts de marchés aux compagnies concurrentes. Cependant, la **pièce angulaire** de la stratégie de S-A repose sur le développement du long courrier; une niche juteuse et jusque-là délaissée.

La valorisation à laquelle s'introduit Syphax Airlines (30 MDt premoney) occulte substantiellement les perspectives de croissance affichées au niveau du Business Plan. Le PER_{2014e} est de 3x, ce qui laisse suffisamment de marge en cas de décalage par rapport aux résultats escomptés.

Syphax Airlines est un projet ambitieux mais compte tenu du profil de croissance de la société et de la valorisation proposée, nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une logique de placement à moyen terme.

■ Présentation de la société Syphax Airlines :

Syphax Airlines (S-A) est une jeune compagnie aérienne de moins de deux ans.

Au lendemain de la Révolution, l'idée était venue à Monsieur Mohamed Frikha, fondateur et Directeur Général du groupe TELNET, de créer une compagnie aérienne basée à Sfax dans le but de développer les activités touristiques et commerciales dans le Sud du pays.

Très vite, des pourparlers ont été engagés et le cabinet international 'Roland Berger' a été mandaté en juin 2011 pour la réalisation de l'étude de marché. Trois mois plus tard, le Conseil National de l'Aviation Civile s'est réuni pour examiner le dossier d'agrément de Syphax Airlines.

La société Syphax Airlines a été juridiquement constituée en septembre 2011 et a effectué son premier vol commercial en avril 2012. La société s'est clairement distinguée par la rapidité de sa création, l'obtention de son agrément et l'entrée en exploitation en un temps **record de 10 mois**.

Syphax Airlines est une compagnie **hybride**; un modèle économique qui se répand de plus en plus dans l'industrie aéronautique. Ce concept repose sur la réduction des coûts opérationnels à l'image des *low cost* tout en offrant des services traditionnels, le tout autour d'une offre de vols Charter et Régulier.

Dès son lancement, Syphax Airlines a opté pour la location d'avions sur la base de contrats s'étalant sur 5 ans. La flotte de la compagnie est aujourd'hui composée de deux Airbus A 319. Un 3^{ème} Airbus viendra étoffer la flotte de la compagnie en juin prochain. L'utilisation d'une flotte homogène permet une meilleure optimisation des charges.

L'aéroport de base de Syphax Airlines est celui de Sfax mais la société dessert également des vols au départ de Tunis, Monastir et Djerba. L'idée de se positionner à Sfax est de née de la volonté de tirer profit d'un potentiel de passage largement sous exploité face à un aéroport de Tunis - Carthage proche de la saturation.

Une stratégie commerciale qui repose substantiellement sur le développement du Long Courier

■ Stratégie commerciale de Syphax Airlines :

Syphax Airlines est un projet **greenfield**. C'est parmi les rares **start up** tunisiennes à s'orienter vers le marché boursier pour lever les ressources nécessaires à son démarrage (et non pas à son développement). Ces particularités expliquent d'ailleurs le choix du recours au marché alternatif.

L'absence d'historique financier au niveau de S-A nous amène à concentrer notre analyse autour de la stratégie future de la société. Celle-ci s'articule autour :

- **Une offre commerciale étudiée** : adaptée à la forme du tourisme tunisien et ciblant des destinations moins traditionnelles mais à fort potentiel. A cet effet, la compagnie a signé de nombreux accords avec des Tour-operators sur différents marchés européens (Pologne, Hongrie, Croatie, Slovénie, France, Belgique, République Tchèque, Italie, Royaume Uni, Suisse...).
- **Du développement du trafic Long Courier** : c'est sans doute la **pierre angulaire** du business model de Syphax Airlines. La compagnie a pour ambitions de combler le vide 'juteux' du long courrier délaissé par la concurrence en reliant la Tunisie à des destinations intercontinentales...Le démarrage du long courrier est prévu dès 2013 avec des vols vers la Chine et le Canada.

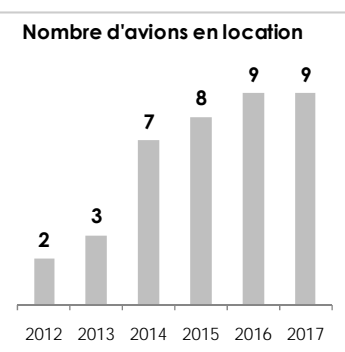
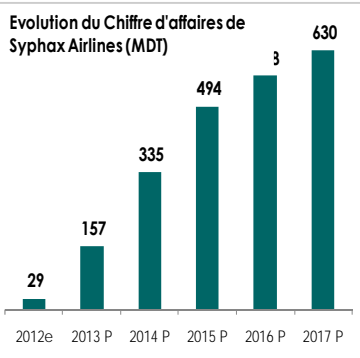
Les principaux facteurs de risque que nous percevons au niveau du projet Syphax Airlines sont :

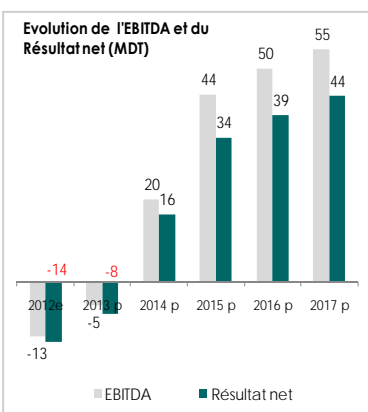
- Des risques de retard / décalage dans la mise en place de la politique commerciale. Comme toute start up, le business plan de Syphax Airlines est exposé à des aléas conjoncturels et/ou intrinsèques pouvant entraîner des décalages par rapport aux prévisions;
- Des perspectives de la destination touristique et économique Tunisie qui restent liées au climat socio-politique du pays;
- La concurrence des grandes compagnies internationales, particulièrement sur les destinations traditionnelles. A ce titre, Syphax Airlines a opté pour une stratégie commerciale diversifiée et une politique tarifaire compétitive;
- L'évolution défavorable des prix du kérosène. Cet élément exogène sera partiellement maîtrisé grâce à la répercussion d'une surtaxe fuel au client adoptée par la plupart des compagnies aériennes. Par ailleurs, les estimations récentes de l'IATA tablent sur une stabilisation, voire une baisse du prix du pétrole sur les deux années à venir.

■ Business Plan Syphax Airlines :

Comme toute société en démarrage, le Business Plan de Syphax Airlines affiche des taux de croissance significatifs :

- Une croissance annuelle de 42% du chiffre d'affaires, alimentée par le lancement progressif de nouvelles lignes. A préciser que selon les indicateurs d'activité de la société, le chiffre d'affaires de 2012 est en dépassement par rapport au BP (31.3 MDT contre 29 MDT attendus);
- Une croissance annuelle de 41% de l'EBITDA sur la période 2014-2017. A terme, la marge d'EBITDA devrait se situer à près de 9%;
- Deux exercices de pertes (en 2012 et 2013) suivis d'un bénéfice de 16 MDT en 2014;
- Un renforcement progressif de la flotte, toujours selon les modalités de location sur 5 ans, et la location d'un Airbus A 330 dès 2013 (destiné aux longs courriers). La compagnie aura par ailleurs recours à des affrètements ponctuels durant la haute saison.





La comparaison avec Tunisair :

Naturellement, le Business Plan de Syphax Airlines va donner lieu à une comparaison avec les données financières de Tunisair. Toutefois, il nous semble important de souligner les limites de cette comparaison :

- Il ne s'agit pas du même modèle économique, notamment en matière de gestion de flotte (Tunisair détient ses propres avions);
- Les deux compagnies sont de tailles très différentes : une dizaine d'avions exploités par Syphax Airlines à terme contre une trentaine pour Tunisair; un sureffectif structurel au niveau de la compagnie étatique... pour ne citer que ces deux éléments de comparaison.
- Il ne s'agit pas du même positionnement commercial : une forte orientation long courrier pour Syphax Airlines (environ 40% du CA à terme).

■ Valorisation et opinion de Tunisie-Valeurs :

Syphax Airlines sera introduite sur le marché alternatif sur la base d'une valorisation *premoney* de 30 MDT. La levée de 25 MDT sur le marché alternatif permettra à la compagnie de renforcer ses fonds propres et de financer son plan de développement (particulièrement la location d'avions).

L'évaluateur (MAC SA) a surtout mis l'accent sur les méthodes de génération de cash flow; mieux adaptées au profil de start up de la compagnie. Les paramètres d'évaluation retenus sont mesurés; le taux d'actualisation utilisé (15.2%) reflète à juste titre la nature cyclique de l'activité de SYPHAX Airlines et son profil de start up.

Méthode	Valorisation (MDT)	Pondération
DCF	35,3	60%
MVA	33,6	10%
Comparables	30,1	30%
Valeur pondérée	33,6	
Décote d'introduction	10,7%	
Valeur d'introduction	30,0	

Compte tenu du business plan de SYPHAX Airlines (deux années de pertes), les PER de 2012 et 2013^e sont insignifiants. Il faudrait attendre l'année prochaine pour pouvoir récolter les fruits de l'investissement avec un PER 2014^e de 3x. **Ce niveau de multiple laisse suffisamment de marge en cas de décalage par rapport aux projections du Business Plan.**

Après avoir vu l'arrivée de trois sociétés industrielles en 2013, le marché alternatif s'apprête à accueillir une compagnie avec un profil très différent ayant pour seul patrimoine un actif incorporel matérialisé dans une licence d'exploitation (pas d'avions en propriété).

Syphax Airlines est une valeur de croissance. C'est une jeune société, dotée d'un management de qualité, qui se positionne comme challenger dans le secteur du transport aérien et qui affiche des perspectives de croissance intéressantes. La création de la société à la veille de l'Open Sky sera de nature à faciliter son développement (levée des restrictions pour le lancement de nouvelles dessertes, notamment sur le long courrier).

Syphax Airlines a opté pour un modèle économique faiblement consommateur d'investissements (location opérationnelle d'avions). Néanmoins, la levée de fonds sur le marché permettra à la société de renforcer ses fonds propres avant de solliciter le système bancaire en 2014 (pour un crédit de 10 MDT).

Le principal actif de Syphax Airlines est incorporel : une licence d'exploitation aérienne

Les souscripteurs à l'augmentation de capital de Syphax Airlines bénéficient du **dégrèvement fiscal sur la moitié de leur souscription** et dans la limite de 35% de leurs revenus imposables.

Les titres seront
également répartis entre
OPF et Placement Garanti

Syphax Airlines est certes un projet ambitieux mais la valorisation proposée est de nature à atténuer le profil de risque pour l'investisseur. Le modèle économique de la compagnie est appelé à dégager une forte rentabilité sur les années à venir.

Compte tenu du profil de croissance de la société et de la valorisation proposée, nous recommandons de souscrire à l'OPF*.

■ **Caractéristiques de l'opération :**

La société Syphax Airlines s'introduit en bourse à travers une augmentation de capital sur le marché alternatif et une levée de 25 MDT (émission de 2.500.000 nouvelles actions au prix unitaire de 10 DT). Les titres sont répartis comme suit :

- Une offre à Prix Ferme de 12.5 MDT (50% de l'offre globale) répartie en 5 catégories;
- Un Placement Garanti de 12.5 MDT réservé à des investisseurs étrangers et locaux avertis.

	Catégorie	Montant	Répartition en % de l'OPF
Catégorie A	Personnel du groupe TELNET	700 000	6%
Catégorie B	Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 100 DT et au maximum 20 000 DT	2 300 000	18%
Catégorie C	Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 20 000 DT et au maximum 150 000 DT	2 500 000	20%
Catégorie D	Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 150 000 DT et un maximum de 275 000 DT pour les non institutionnels et 2 750 000 DT pour les institutionnels	3 000 000	24%
Catégorie E	Demandes réservées aux OPCVM tunisiens sollicitant au minimum 500 DT et au maximum 1 500 000 DT	4 000 000	32%
	Total	12 500 000	100%

Business plan de la société Syphax Airlines

	2012e	2013 P	2014 p	2015 P	2016 P	2017 P
Chiffre d'affaires	28 595	156 701	334 814	494 465	568 036	630 324
Variation		448%	114%	48%	15%	11%
Régulier	16 397	113 876	265 925	396 215	460 717	510 530
Charter	11 919	36 948	56 211	79 440	85 687	95 774
Autres	278	5 877	12 677	18 810	21 632	24 019
Achats consommés	22 009	103 355	217 703	329 124	383 377	424 037
Charges de personnel	2 605	12 782	20 077	28 324	31 691	35 553
Dotation aux amortissements et provisions	1 051	1 985	2 660	4 737	4 587	4 587
Redevances aéronautique	716	1 351	1 398	1 411	1 425	1 438
Assistance fournie aux avions	5 248	17 305	30 054	22 462	24 542	27 458
Loyers Avions	8 617	22 976	39 727	60 236	66 854	76 009
Autres charges d'exploitation	2 216	4 287	6 288	8 673	9 717	11 008
Résultat d'exploitation	- 13 868	- 7 340	16 907	39 499	45 842	50 233
Marge opérationnelle	-48,5%	-4,7%	5,0%	8,0%	8,1%	8,0%
Résultat net	- 14 237	- 7 546	15 963	34 067	39 300	43 834
Marge nette	-49,8%	-4,8%	4,8%	6,9%	6,9%	7,0%

Source : Prospectus d'émission de Syphax Airlines