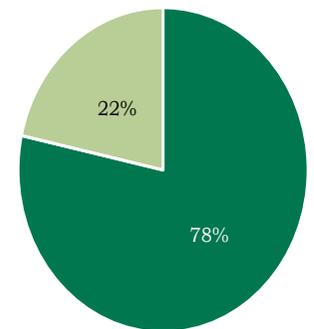


En MDT	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Revenus	17,5	18,9	21,0	25,2	29,6	35,5
<i>Progression</i>		8%	12%	20%	18%	20%
Marge brute	7,0	8,0	9,1	10,9	12,9	15,3
<i>Taux de marge brute</i>	40,0%	42,4%	43,2%	43,4%	43,5%	43,0%
EBITDA	2,8	3,3	4,3	5,3	6,4	7,7
<i>Progression</i>		19%	30%	23%	20%	21%
<i>Marge d'EBITDA</i>	16,0%	17,7%	20,6%	21,1%	21,6%	21,8%
Résultat net ordinaire part du groupe	0,6	0,9	1,5	2,1	2,8	3,3
<i>Progression</i>		44%	66%	35%	33%	18%
<i>Marge nette</i>	2,7%	4,4%	6,5%	8,3%	9,4%	9,2%

PRESENTATION DU GROUPE CEREALIS

- Fondée en 2003 par la famille GAHBICHE, CEREALIS s'est initialement spécialisée dans la production de Chips. Profitant d'un marché en plein essor, mal structuré et dominé par des produits importés, CEREALIS est rapidement devenu leader avec une part de marché de 65% et une trentaine de variétés à son actif. La société a su conquérir un marché à l'état embryonnaire en proposant un produit local, innovant, largement distribué auprès du petit commerce et avec un positionnement prix très compétitif.
- Dans une optique de diversification, CEREALIS s'est lancée dans le segment « sucré » en créant en 2009 la filiale BOLERIO, spécialisée dans la production de pâtisseries enrobées (cakes et muffins). Ce segment est dominé par un acteur de taille (Moulin d'Or) qui accapare 60% du marché, le reste est très fragmenté. Compte tenu du marché fortement concurrentiel, BOLERIO a connu des difficultés financières qui ont poussé le management à la restructurer. L'objectif du management à travers cette filiale est l'optimisation du réseau de distribution et la quête d'économies d'échelle, tant les gains de part de marché s'avèrent une tâche ardue.

Structure du Chiffre d'Affaires du groupe 2018e



■ Snacks Salés ■ Snacks sucrés

Prix : 4,400 DT

Acheter(+)

Actionnariat

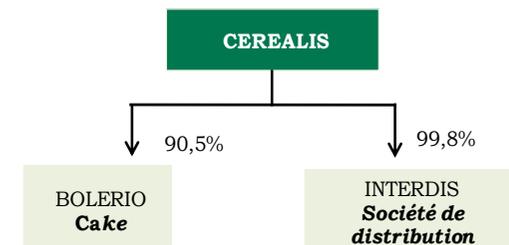
Famille GAHBICHE:	62,5%
CTKD:	20,2%
Public:	17,3%

Capitalisation boursière: 22 MDT

Ratios boursiers:

PER 2018e:	7,8x
PER 2019e:	6,6x
VE/EBITDA 2018e:	3,4x
Yield 2018e:	2,6%
Performance 2018:	+10,2%
ROE 2018e:	21%

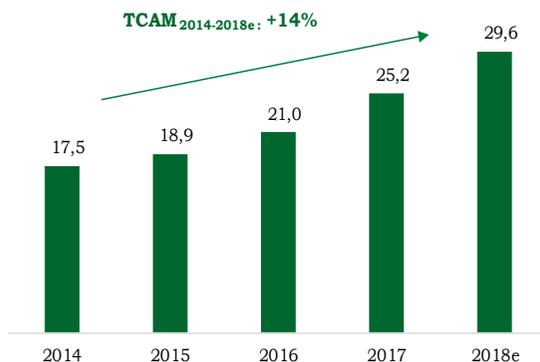
Organigramme du groupe



Analyse financière du groupe CEREALIS

- ◆ Malgré une conjoncture économique difficile, le groupe CEREALIS a pu maintenir un rythme de croissance solide avec une progression moyenne de 14% du CA, sur la période 2014-2018e. Cette performance est d'autant plus louable qu'elle a concerné les deux lignes de métiers du groupe (Snacks salés et Snacks sucrés respectivement +14% et +13,8%).
- ◆ L'intégration du chips dans les habitudes de consommation des tunisiens, l'intensification des efforts de commercialisation et de marketing sont les facteurs qui ont contribué à cette croissance.

Evolution du chiffre d'affaires (en MDT)



Les chips, produits alternatifs s'inscrivent de plus en plus dans les habitudes de consommation des tunisiens

◆ La hausse du chiffre d'affaires s'est accompagnée par une amélioration des marges: La marge d'EBITDA s'est hissée de 5 points de taux à 21,6%, profitant de quatre facteurs :

- la « non volatilité » des prix des matières premières dans la mesure où l'approvisionnement se fait sur le marché local, et les prix de certains composants (comme le sucre, la farine ...) sont administrés par l'Etat,
- le redressement de la filiale « BOLERIO » qui a affiché pour la première fois un résultat bénéficiaire (+0,115MDT) en 2017,
- une stratégie commerciale axée sur l'innovation qui a permis d'augmenter les prix. (Nouvelles gammes de pâtisserie enrobée «Crumble», «Degla», «Droo» et nouveaux chips à plus forte valeur ajoutée comme les chips à base de crevettes...),
- la réalisation d'économies d'échelles découlant des synergies liées à la distribution.

Evolution de la marge brute et de la marge d'EBITDA



◆ Sur le plan financier, la recapitalisation de la filiale BOLERIO et l'amélioration de la rentabilité d'exploitation ont impacté positivement la trésorerie de la société. Les Free cashflow sont passés en territoire positif (de -0,1MDT en 2014 à 2MDT à fin 2017) et ont soulagé de manière radicale le niveau d'endettement du groupe (une dette nette négative de près de -0,8MDT correspondant à un gearing de -6% à fin 2017).

	2014	2015	2016	2017
Trésorerie d'exploitation	1,9	-0,1	2,9	3,7
Free Cash Flow	-0,1	-1,4	1,9	2,0
Dette nette	-0,6	2,3	0,6	-0,8
Gearing	-3%	19%	5%	-6%
ROE	8%	7%	12%	17%

2017 a été le premier exercice profitable pour la filiale « BOLERIO », spécialisée dans la fabrication des snacks sucrés

Perspectives de développement et Opinion de Tunisie Valeurs

◆ La stratégie du groupe CEREALIS sur la période à venir est de:

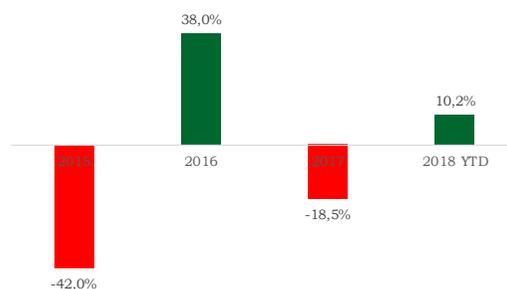
- Maintenir sa position de leader sur le segment des « snacks salés », qui offre encore un potentiel de croissance, grâce au: changement des habitudes de consommation des tunisiens qui plébiscitent de plus en plus la diversité dans la consommation de chips, et aux efforts nationaux pour la relance touristique.

- Continuer de rentabiliser le segment «snacks sucrés» grâce aux efforts continus d'innovation et de différenciation.

Le challenge commercial de CEREALIS repose sur l'intensification des efforts de distribution auprès des détaillants, et l'innovation pour se démarquer de la concurrence.

- ◆ Nous pensons que sur les deux années à venir, CEREALIS devrait afficher une croissance vigoureuse des ventes (+18% en 2018 et +20% en 2019). Cette croissance se fera substantiellement sur le marché local. L'export ne semble pas être une priorité aux yeux du management vu les obstacles auxquels elle fait face. Les marges devraient se stabiliser et le résultat net du groupe devrait atteindre 2,8MDT en 2018 et 3,3MDT en 2019.
- ◆ Coté en Bourse depuis la fin 2014, CEREALIS a connu un parcours particulièrement volatil. L'action a été sanctionnée par le décalage des réalisations par rapport au BP d'introduction. Malgré la consolidation des résultats, la valeur ne s'est pas ressaisie pour autant.
- ◆ Actuellement, le groupe est valorisé à 22MDT, soit un PER_{2018e} de 7,8x et un VE/EBITDA_{2018e} de 3,4x. Une valorisation attrayante pour une valeur défensive.

Performance de l'action CEREALIS



- ◆ CEREALIS a vocation à rester, à moyen terme, une enseigne locale sur le marché de consommation mais pas « de première nécessité ». Certes, ses perspectives de croissance sont assez limitées, mais l'activité de CEREALIS revêt un caractère défensif; le groupe jouit d'un positionnement solide sur le marché local, des marques établies et d'un avantage concurrentiel soutenable.
- ◆ Les bons fondamentaux et surtout la valorisation attractive plaident en faveur d'un positionnement sur le titre.
- ◆ **Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.**