

Informations boursières :

Secteur: Industrie
 Prix: 5,000 dinars
 Valeur Nominal: 1 dinar
 Capital social : 23 950 000 dinars
 Nombre d'actions offertes: 9 580 000 actions
 Montant de l'offre : 47 900 000 dinars
 Jouissance des actions: 1^{er} janvier 2013
 Période de l'offre: 4 mars au 11 mars 2014 inclus
 Capitalisation boursière après introduction : 119 750 000 dinars.

Activité :

La SOTIPAPIER « Société Tunisienne Industrielle du Papier et du Carton » est spécialisée dans la fabrication de papier d'emballage. Elle détient environ 80% du marché national de papier Kraft, papier destiné à la fabrication de sacs de grande contenance et 26% du marché de Test Liner et de Cannelure, papier destiné à la production de carton ondulé.

Actionnariat :

Actionnaires	% du capital	
	Avant Offre	Après Offre
Famille HAMROUNI	29,55%	18,00%
HAN TN	18,18%	15,68%
Value Consulting	18,18%	15,68%
HAN LUX	33,64%	10,64%
Autres actionnaires	0,45%	0,00%
OPF	0,00%	6,60%
Placement Global	0,00%	27,14%
Placement Privé	0,00%	6,26%
Total	100,00%	100,00%

Ratios Boursiers :

	2013e	2014p
P/E	13,15x	12,32x
VE/CA	2,20x	2,04x
VE/EBITDA	9,92x	8,57x
VE/EBIT	11,05x	10,09x

Données Financières :

	2013e	2014p
BPA	0,380	0,406
DPA	0,266	0,284
ROE	34,14%	33,12%
ROA	20,63%	20,27%
Div yield	5,32%	5,68%

Points Forts / Opportunités:

- Position de leader sur le marché Kraft
- Maîtrise du processus de production et bonne réputation sur le marché
- 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

Points Faibles / Menaces :

- Qualité du papier Kraft en dessous des standards internationaux
- Un équipement industriel nécessitant une mise à niveau
- Instabilité politique et sociale dans le pays

Objectifs de l'introduction en bourse :

L'introduction de la société « SOTIPAPIER » en bourse à travers une offre à prix ferme a pour objectifs :

- Renforcer la notoriété de la société auprès de ses partenaires;
- Diversifier les sources de financement et disposer d'un canal de mobilisation de fonds propres;
- Bénéficier de l'avantage fiscal en ouvrant plus de 30% du capital (abattement du taux de l'IS pendant 5 ans).

Caractéristiques de l'opération :

L'introduction de la société SOTIPAPIER au marché principal de la cote de la Bourse se fera par la mise sur le marché dans le cadre d'une cession de la part de ses actionnaires actuels de 9 580 000 actions représentant 40,00% du capital social.

L'introduction en Bourse se fera au moyen de :

1. **D'une Offre à Prix Ferme** de 1 580 000 actions, représentant 16,49% de l'Offre et 6,60% du capital social de la société, réparties en 2 catégories :

Catégories	Nombre d'actions	% de l'OPF	Montant (en dinars)	% du capital après offre
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	36,71%	2 900 000	2,42%
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 actions pour les non institutionnels et 1 000 000 actions pour les institutionnels	1 000 000	63,29%	5 000 000	4,18%
Total	1 580 000	100,00%	7 900 000	6,60%

L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 600 actions, ni supérieur à :

- 1 119 750 actions, soit 5% du capital social pour les institutionnels;
- 119 750 actions, soit 0,5% du capital social pour les non institutionnels.

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 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.

Par ailleurs, les OPCVM donneurs d'ordre dans cette catégorie doivent respecter les dispositions légales notamment celles régissant les ratios prudentiels tels que définis au niveau de l'article 29 de la loi n°2001-83 du 24 juillet 2001 portant promulgation du Code des Organismes de Placement Collectif et fixant un maximum de 10% de l'actif net en titres de créance ou de capital émis ou garantis par un seul émetteur.

Etant précisé que les investisseurs qui donnent des ordres d'achat dans le cadre de l'une de ces deux (02) catégories n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre du Placement Global et du Placement Privé.

2. D'un Placement Global de 6 500 000 actions SOTIPAPIER, soit 32 500 000 dinars, représentant 67,85% de l'Offre et 27,14% du capital social seront offertes à des investisseurs désirant acquérir pour un montant minimum de 250 000 dinars. L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à :

- 119 750 actions pour les non institutionnels (soit au plus 0,5% du capital) ;
- 1 197 500 actions pour les institutionnels (soit au plus 5% du capital)

En outre, les ordres d'achat pour les OPCVM ne doivent pas porter sur plus de 10% des actifs nets ayant servi pour le calcul de la dernière valeur liquidative publiée, précédant la date de l'ordre d'achat. Toute violation de cette condition entraîne la nullité de l'ordre d'achat.

Les investisseurs 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.

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

Le Placement Global 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 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.

3. Placement Privé : au cours de la période de l'offre au public, 1 500 000 actions SOTIPAPIER, soit 7 500 000 dinars, représentant 6,26% du capital de la société feront l'objet d'un placement privé réalisé par Tunisie Valeurs, intermédiaire en Bourse. Ce placement sera réalisé aux mêmes conditions que l'OPF et le Placement Global.

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, puis, à l'issue de cette période et pendant les 3 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente.

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 par la somme de 4 000 000 dinars et un total de 400 000 titres, réparti comme
Ce contrat a été confié à l'intermédiaire en bourse Tunisie Valeurs.

Régulation du cours boursier : Les actionnaires de la société SOTIPAPIER s'engagent, après l'introduction de la société en Bourse, à obtenir lors de la prochaine Assemblée Générale Ordinaire de la société les autorisations nécessaires pour la régulation du cours boursier, et ce, conformément à l'article 19 nouveau de la loi n°94-117 du 14 novembre 1997 portant réorganisation du marché financier.
Le contrat de régulation sera confié à Tunisie Valeurs, intermédiaire en Bourse.

Présentation de la société :

La SOTIPAPIER « Société Industrielle du Papier et du Carton » est spécialisée dans la fabrication de papier d'emballage. Elle a été créée en 1981 sous forme de Société à responsabilité Limitée (SARL) par Monsieur « Abdelkader HAMROUNI », fondateur du « groupe » du même nom, avec un capital initial de 230 000DT. Initialement constituée sous forme de SARL, la société a été transformée en société anonyme en 2010. Au fil des années, la société a vu son capital augmenter pour s'établir aujourd'hui à 23 950 mD. L'usine de la société est implanté à Belli (Bou Argoub – Nabeul), sur neuf terrains d'une superficie approximative de neuf hectares. Le siège social de SOTIPAPIER est sis à la Zone Industrielle de Megrine, Saint Gobain, 2014 Ben Arous. .

1. Les produits de SOTIPAPIER

La SOTIPAPIER est spécialisée dans la fabrication de papier d'emballage, du papier Kraft et du papier Test liner et Cannelure. Elle produit également de la vapeur et de l'électricité à travers un système de cogénération installée depuis 2007. La SOTIPAPIER a été la première unité industrielle en Tunisie à avoir mis en place un système de cogénération pour la production d'électricité.

✓ Le papier Kraft :

La SOTIPAPIER produit du papier Kraft selon différents types de grammage (de 70 à 110 grammes). Cette production est essentiellement destinée aux sacheries et aux cimenteries. Les ventes de papier Kraft sont par conséquent fortement corrélées à la production nationale de ciment.

Avec une capacité de production nominale de 30.000 Tonnes de papier Kraft par an, la SOTIPAPIER se hisse au premier rang des fournisseurs de papier Kraft sur le marché tunisien, avec une part de marché estimée à 80%. Les 20% restants sont fournis par les importations.

✓ Test liner & Cannelure

Le Test liner et la Cannelure sont des papiers produits à base de fibres recyclées. Ils sont utilisés pour fabriquer le carton ondulé. Avec des ventes locales de 18.300 Tonnes de Test liner en 2013, la part de marché de la « SOTIPAPIER » est estimée à 26%. Le principal concurrent de la « SOTIPAPIER » sur le segment du Test liner est la société « T'PAP », une société du groupe POULINA. En Tunisie, la demande nationale pour le Test liner et Cannelure est estimée aujourd'hui à 70.000 T/an fournie pour 43% par des producteurs nationaux et le reste par les importations (57%).

✓ Vente d'énergie

A côtés des deux activités industrielles de production de papier (Kraft et Test liner), la SOTIPAPIER dispose de revenus provenant de la vente d'énergie à la STEG. Afin de maîtriser sa facture énergétique, la SOTIPAPIER a investi en 2007 environ 6MDT dans l'installation de deux turbines à gaz de puissance totale 10 MW et de deux chaudières de récupération de vapeur de capacité totale de 20 T /heure de vapeur saturée.

Analyse Financière de la société :

<i>en mD</i>	2010	2011	2012	TCAM 2010-2012
Kraft	30 288	34 376	33 038	4,44%
Test liner	17 891	12 107	13 788	-12,21%
Autres	1 576	1 223	1 588	0,38%
Total CA	49 755	47 706	48 414	-1,36%
Marge brute	17 245	16 791	17 690	1,28%
<i>Taux de marge brute</i>	<i>34,66%</i>	<i>35,20%</i>	<i>36,54%</i>	
EBITDA	12 386	11 573	11 529	-3,52%
<i>Taux d'EBITDA</i>	<i>24,89%</i>	<i>24,26%</i>	<i>23,81%</i>	
EBIT	8 967	9 409	10 055	5,89%
<i>Taux d'EBIT</i>	<i>18,02%</i>	<i>19,72%</i>	<i>20,77%</i>	
Résultat net	7 558	7 326	8 476	5,90%
<i>Marge nette</i>	<i>15,19%</i>	<i>15,36%</i>	<i>17,51%</i>	
<i>Charges du personnel/CA</i>	<i>2,90%</i>	<i>5,97%</i>	<i>7,08%</i>	
<i>Charges financières nettes/CA</i>	<i>2,09%</i>	<i>2,50%</i>	<i>2,81%</i>	

Le chiffre d'affaires « test Liner » de la société a enregistré au cours des 3 dernières années un repli moyen de (- 12,21%) par an passant de 17 891 m D en 2010 à 13 788 m D en 2012. Cette baisse s'explique principalement par le repli de l'activité en 2011 suite à l'arrêt des exportations et les ruptures d'approvisionnement dans un contexte de révolution en Tunisie d'une part et l'entrée d'un nouveau concurrent sur le marché : « TPAP (filiale groupe POULINA) » qui a fait perdre à la SOTIPAPIER un important client « UNIPACK » (Filiale du groupe POULINA).

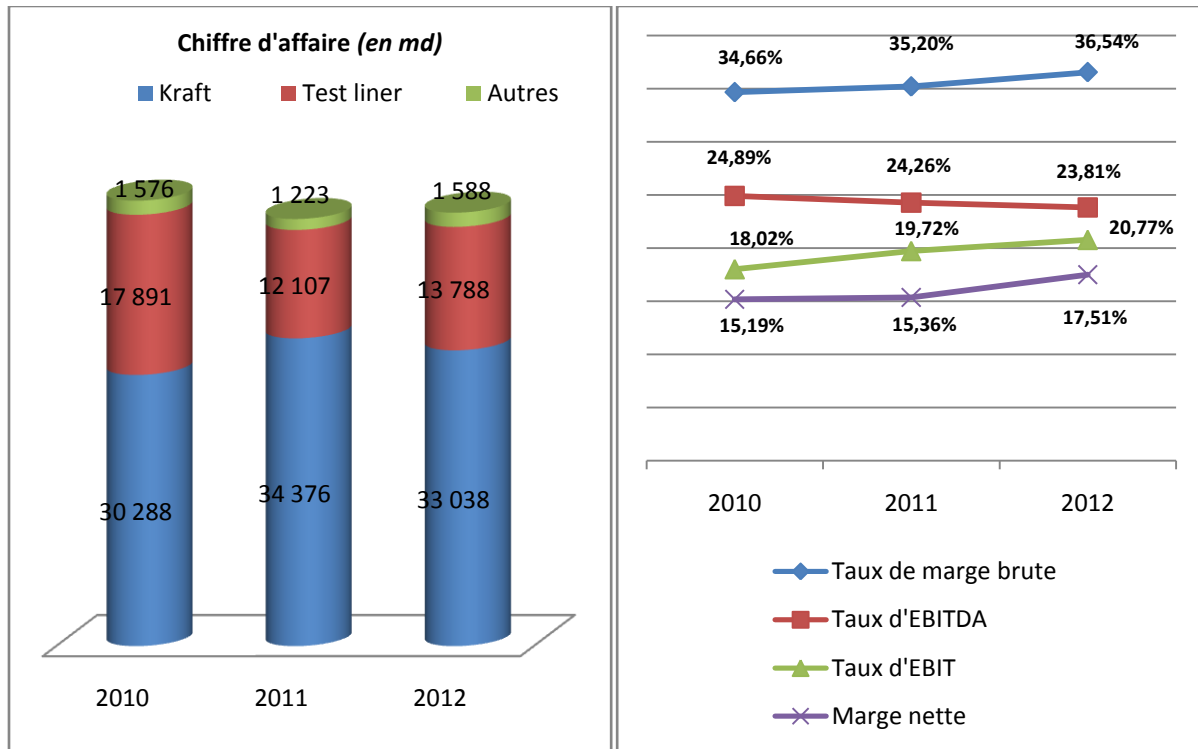
Quant au chiffre d'affaires Kraft qui représente 69,24% des ventes, il est passé de 30 288mD en 2010 à 33 038 mD en 2012, soit une évolution annuelle de (+4,44%), un rythme qui aurait pu être bien plus soutenu en l'absence de « circonstances exceptionnelles ».

Le taux de la marge brute a augmenté de 1,88 points pour atteindre 36,54% en 2012 et ceci malgré la baisse des prix de vente du Kraft de (-7%) en moyenne. Quant à la marge d'EBITDA, elle a été impactée négativement par le repli de l'activité en 2011 passant de (24,89%) en 2010 à (23,81%) en 2012.

L'activité s'est redressée en 2012 et la société a affiché un résultat net de 8 476 m D, en hausse de (+15,70%) par rapport à l'année 2011.

Le chiffre d'affaires réalisé au 30/06/2013 s'est élevé à 30 875 mD, enregistrant une croissance de 13% par rapport à la même période de l'année dernière. Cette augmentation provient d'une amélioration du chiffre d'affaires sur l'ensemble des activités de la société qui se présente comme suit :

- Le chiffre d'affaires Kraft a progressé de 13% à 21 407mD.
- Le chiffre d'affaires Test liner a augmenté de 12% à 8 510mD.
- Les revenus provenant de la vente d'énergie ont progressé de 26% à 828mD.



Chiffres d'affaires en mD	juin-13	Juin-12	Var
Chiffre d'affaires Kraft	21 407	18 978	12,80%
Chiffre d'affaires Test Liner	8 510	7 594	12,06%
Chiffre Energie	828	655	26,41%
Autres	130	165	-21,21%
Total	30 875	27 392	12,72%

Stratégie de développement :

Afin de faire face aux limites de son outil actuel de production, le management de la « SOTIPAPIER » envisage de mettre en place une politique d'investissement intensive sur les prochaines années. En effet une enveloppe de 20MD a été consacrée à la modernisation des équipements, afin d'accroître la capacité de production de la société et de développer son activité.

Les hypothèses retenues par la société SOTIPAPIER pour élaborer son business plan:

- ✓ La production évoluera à un taux de croissance annuel moyen de 5,7% sur la période 2012-2017 avec un pic de 10% en 2015 et ce grâce aux efforts d'investissement qu'il est prévu d'engager.
- ✓ Le chiffre d'affaires prévisionnel de la SOTIPAPIER afficherait un taux de croissance annuel moyen de 10,2% sur la période 2013-2017 pour passer de 54.058 mD à 79 840 mD.
- ✓ Les achats de matières premières sont principalement composés de pâte à papier et de vieux papiers. Le coût d'achat a été estimé sur la base d'une progression de 6% à 8% pour l'achat de la pâte à papier et 6% pour le vieux papier sur la période 2014-2017.

- ✓ Les achats d'approvisionnements consommés d'énergie (gaz et électricité) ainsi que des consommables relatifs aux équipements industriels suivront un taux de croissance annuel moyen de 7%.
- ✓ Les charges de personnel, tenant compte des frais de sous-traitance, enregistreraient une croissance annuelle de 11% sur la période 2012-2017. La société prévoit des recrutements en 2013 et 2014.
- ✓ Les revenus financiers ont été estimés sur la base du placement de 60% de la trésorerie de l'année antérieure au taux du marché monétaire.

<i>en mD</i>	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	TCAM 2012-2017
Kraft	33 038	34 752	37 787	40 767	44 121	48 032	7,77%
Test Liner	13 788	17 472	18 442	23 018	27 087	29 115	16,12%
Energie	1 309	1 528	1 657	1 919	2 163	2 328	12,20%
Autres	279	306	314	338	357	364	5,46%
Total CA	48 414	54 058	58 200	66 042	73 728	79 839	9,85%
<i>Evolution</i>		11,66%	7,66%	13,47%	11,64%	8,29%	
Marge brute	17 690	20 102	22 805	27 099	30 292	32 417	12,88%
<i>Evolution</i>		13,63%	13,45%	18,83%	11,78%	7,02%	
Taux de marge brute	36,54%	37,19%	39,18%	41,03%	41,09%	40,60%	
EBITDA	11 529	11 965	13 840	17 457	19 896	21 162	12,92%
Marge d'EBITDA	23,81%	22,13%	23,78%	26,43%	26,99%	26,51%	
EBIT	10 055	10 750	11 755	15 293	17 803	19 005	13,58%
Marge d'EBIT	20,77%	19,89%	20,20%	23,16%	24,15%	23,80%	
Résultat net	8 476	9 109	9 719	12 591	14 655	15 764	13,21%
<i>Evolution</i>		7,47%	6,70%	29,55%	16,39%	7,57%	
Taux de marge nette	17,51%	16,85%	16,70%	19,07%	19,88%	19,74%	

Valorisation :

La société a été évaluée en se basant sur un business plan allant de 2013 à 2017 selon les 3 méthodes à savoir, la méthode des Discounted Cash Flows (DCF), la méthode de Bates et la méthode des comparables boursiers. Le taux d'actualisation est calculé par le recours à l'approche du coût moyen pondéré du capital (CMPC). Les paramètres retenus dans le calcul du CMPC sont les suivants :

- Un taux sans risque égal à 6,294%, correspondant au taux actuariel de l'adjudication BTA 15 ans (Échéance mai 2022)
- Un rendement de marché de 12,8% en ligne avec les rendements de marché retenus pour les récentes introductions en Bourse.
- Un β désendetté de 0,92%.
- En outre un taux de croissance à l'infini de 2% a été retenu.

- Pour la méthode Bates, un PER de sortie de 13x a été retenu.

- Pour la méthode des comparables, les multiples boursiers retenus sont les multiples d'EBITDA, d'EBIT et de

résultat net pour l'année 2012. La valorisation médiane des fonds propres sur la base de ces éléments ressort à 119 507 m D.

Méthode	Valeur des fonds propres en mD	Prix de l'action en DT
DCF	109 565	4,57
Bates	133 815	5,59
MULTIPLES EBIT	119 507	4,99
Moyenne	120 962	5,05
Prix offert		5,000

Recommandation :

La SOTIPAPIER jouit d'une position de leader sur le marché Tunisien du papier Kraft. La modernisation de son équipement industriel lui permettrait d'améliorer son processus de production et la qualité de ses produits. Avec un prix d'introduction de 5 dinars, la société se cote 13,15x son bénéfice estimé 2013 et offre un rendement en dividende de 5,32%. Compte tenu de ce qui précède **nous recommandons de souscrire à l'OPF.**