

**Informations boursières :**

Secteur: Industrie

Prix: 6,750 dinars

Valeur Nominal: 1 dinar

Capital social 4 000 000 dinars

Nombre d'actions offertes: 1 466 670 actions

Montant de l'offre : 9 900 022,500 dinars

Jouissance des actions: 1<sup>er</sup> janvier 2014

Période de l'offre: 8 Décembre au 12 Décembre 2014 inclus

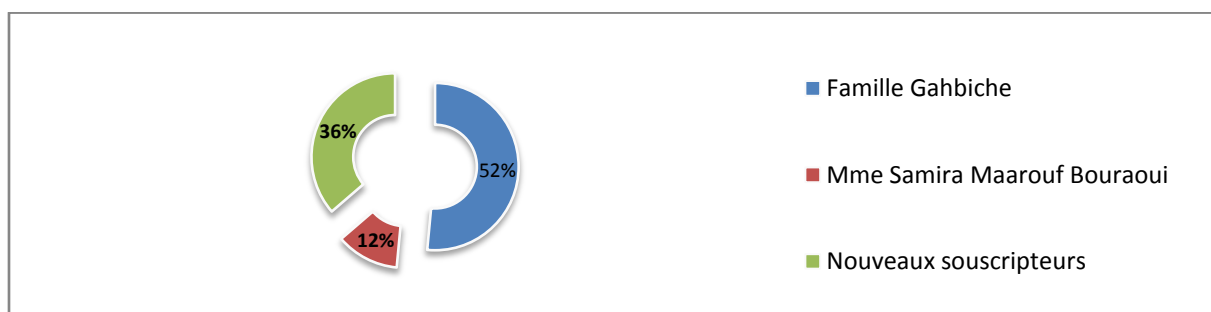
Capitalisation boursière après introduction : 33 000 000,75 dinars.

**Objet social :**

La société « Cerealis » est une société tunisienne spécialisée dans la production, et la commercialisation des chips, snacks, amuse-gueules, fruit secs. Elle produit également des plats surgelé pré cuisinés ou non.

**Actionnariat :**

Actionnaires	% du capital	
	Avant Offre	Après Offre
Mr Karim Gahbiche	26,90%	15,90%
Mr Mohamed Salah Gahbiche	18,30%	12,20%
Mme Samira Maarouf Bouraoui	18,30%	12,20%
Mr Walid Gahbiche	17,80%	11,80%
Mr Mohamed Aymen Gahbiche	18,30%	11,30%
Mme Malek Triki	0,20%	0,20%
Mr Amine Gahbiche	0,20%	0,20%
Nouveaux souscripteurs	0,00%	36,40%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>


**Ratios Boursiers :**

	2014e	2015p
P/E	14,40x	12,32x
VE/CA	1,44x	1,23x
VE/EBITDA	13,37x	9,10x
VE/EBIT	13,57x	9,28x

Société du Conseil et de l'Intermédiation Financière – Intermédiaire en Bourse

Agrément du CMF n° 34/95 du 25 Décembre 1995

S.A. au capital de 1.000.000 de dinars – RC B851995 – M.F : 433775/ZAM/000

Rue du Lac Oubeira Immeuble El Faouz – Les Berges du Lac – 1053 Tunis

Tél. : (+216) 71 860 521 – Fax : (+216) 71 860 665 – E-mail : [scif@scif.com.tn](mailto:scif@scif.com.tn)

## Données Financières :

	2014e	2015p
BPA	0,384	0,548
DPA	0,205	0,244
ROE	18,00%	23,28%
ROA	8,40%	10,04%
Gearing	10,25%	26,75%
Div yield	3,04%	3,62%

## Points Forts / Opportunités:

- Positionnement de leader sur le marché des chips et Partenariat avec « General Mills » ;
- Marchés à l'Export ;
- Marché local des cakes fragmenté et en croissance, possibilité de prendre des parts de marché ;
- Marge d'amélioration en matière de gains de productivité et d'économies d'échelle ;

## Points Faibles / Menaces :

- Petite taille ;
- Activité récente des cakes qui nécessite des efforts importants en marketing ;
- Risque de dévaluation du dinar et de renchérissement du prix ;

## Objectifs de l'introduction en bourse :

L'introduction en Bourse de « CEREALIS » permettrait d'atteindre les principaux objectifs suivants :

- ✓ Créer un groupe spécialisé dans la fabrication et la distribution de snacks salés et sucrés, dont « Cerealis » serait la société mère et « Interdis » et « Bolério » les filiales ;
- ✓ Lever les fonds nécessaires à la croissance de ce groupe ;
- ✓ Bénéficier des avantages fiscaux liés à l'introduction en Bourse ;
- ✓ Renforcer la notoriété des entreprises du Groupe ;

## Caractéristiques de l'opération :

L'introduction en Bourse de la société « Cerealis » porte sur une diffusion dans le public, au moyen d'une Offre à Prix Ferme et d'un Placement Global qui portent, respectivement, sur 56,06% de l'offre (soit 822 218 actions) et 43,94% de l'offre (soit 644 452 actions), soit un total de 1 466 670 actions dont 733 335 actions anciennes à céder par les actionnaires actuels et 733 335 actions nouvelles à émettre dans le cadre de l'augmentation du capital social, ce qui correspond à un pourcentage de diffusion auprès du public de 30,00% du capital après augmentation. L'émission se fera par le moyen de :

1. **D'une Offre à Prix Ferme** de 411 109 quotités composées chacune d'une (01) action nouvelle et d'une (01) action ancienne. Les 411 109 quotités correspondent à 411 109 actions nouvelles et 411 109 actions anciennes, soit un total de 822 218 actions représentant 56,06% de l'offre au public et 16,82% du capital de la société après augmentation. Les quotités offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront réparties en deux catégories :

Catégories	Nombre De quotités	Correspondant à		% de l'OPF	Montant (en dinars)	% du capital après offre
		Nombre d'actions anciennes	Nombre d'actions nouvelles			
<b>Catégorie A :</b> OPCVM tunisiens, sollicitant au minimum 2 000 quotités et au maximum 122 222 quotités	186 000	186 000	186 000	45,24%	2 511 000	7,61%
<b>Catégorie B :</b> Personnes physiques et/ou morales Tunisiennes et/ou Etrangères, autres qu'OPCVM, sollicitant au minimum 10 quotités et au maximum 12 222 quotités pour les non institutionnels et 122 222 quotités pour les institutionnels	225 109	225 109	225 109	54,76%	3 038 971,5	9,21%
<b>Total</b>	<b>411 109</b>	<b>411 109</b>	<b>411 109</b>	<b>100%</b>	<b>5 549 971,5</b>	<b>16,82%</b>

2. **D'un Placement Global** de 322 226 quotités soit 644 452 actions représentant 43,94% de l'offre au public et 13,18% du capital de la société après augmentation, offertes à des investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum pour un montant de 250 006,500 dinars correspondant à 18 519 quotités et un maximum de 122 222 quotités soit l'équivalent à un montant de 1 649 997,000 Dinars..

#### Placement Privé

Au cours de la période de l'offre au public, 311 208 actions CEREALIS représentant 6,36% du capital de la société après augmentation feront l'objet d'un Placement Privé. Ce placement sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'OPF et le Placement Global.

**Contrat de liquidité :** Un contrat de liquidité pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions de la société Cerealis, a été établi entre la société AXIS Capital Bourse, intermédiaire en Bourse, et certains actionnaires de référence de Cerealis portant sur un montant de 750 000 dinars et 37 037 actions.

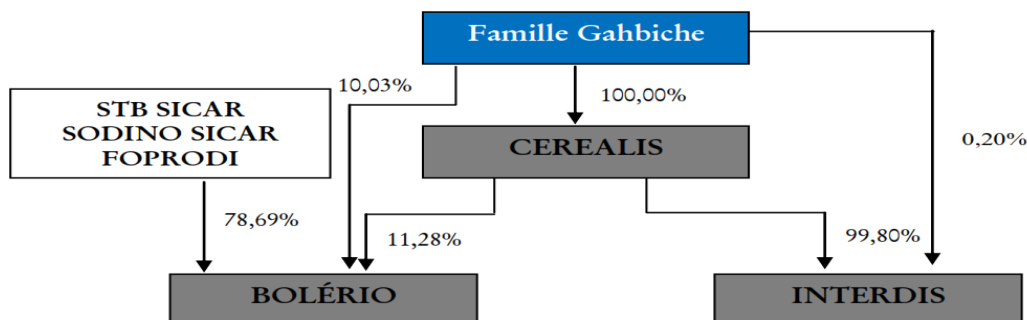
#### Avantage fiscal :

D'après l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 2010-29 du 7 juin 2010, relative à l'encouragement des entreprises à l'admission de leurs actions à la Bourse : « Le taux de l'impôt sur les sociétés, est réduit à 20% pour les sociétés qui procèdent à l'admission de leurs actions ordinaires à la cote de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis à condition que le taux d'ouverture du capital au public soit au moins égal à 30% ». Par conséquent « CEREALIS » pourrait bénéficier de cet avantage fiscal.

## Présentation du groupe « CEREALIS » :

« CEREALIS » a été créée en 2003 par la famille « Gahbiche » avec un capital initial de 4 000 mD. L'activité principale de la société était la production du chips. Profitant d'un marché embryonnaire à l'époque, la société a pu développer une gamme de produits diversifiés avec un positionnement prix bien étudié. « CEREALIS » dispose aujourd'hui une part de marché de 65% pour la branche « chips ».

Dans une stratégie de diversification la société a créée « BOLERIO » en 2009, qui démarré son activité en 2011 avec le lancement d'une gamme de snacks sucrés. Après 3 année d'exploitation la société « BOLERIO » a pu arracher une part de marché de 5%, une croissance fariné par une concurrence accru de l'acteur majeur dans le domaine de la pâtisserie enrobé : « Moulin d'or ». En juin 2014 la société « CEREALIS » a décidé de restructurer l'activité visant à créer un pole de métier intégré. Ce pole est structuré en un groupe dont « CEREALIS » est la société mère et « BOLERIO » et « INTERDIS » ses filiales. Notons qu'« INTERDIS » a été créée en 2010 pour la distribution des produits agroalimentaires de « CEREALIS ». Le schéma du groupe à la date actuelle se présente comme suit :

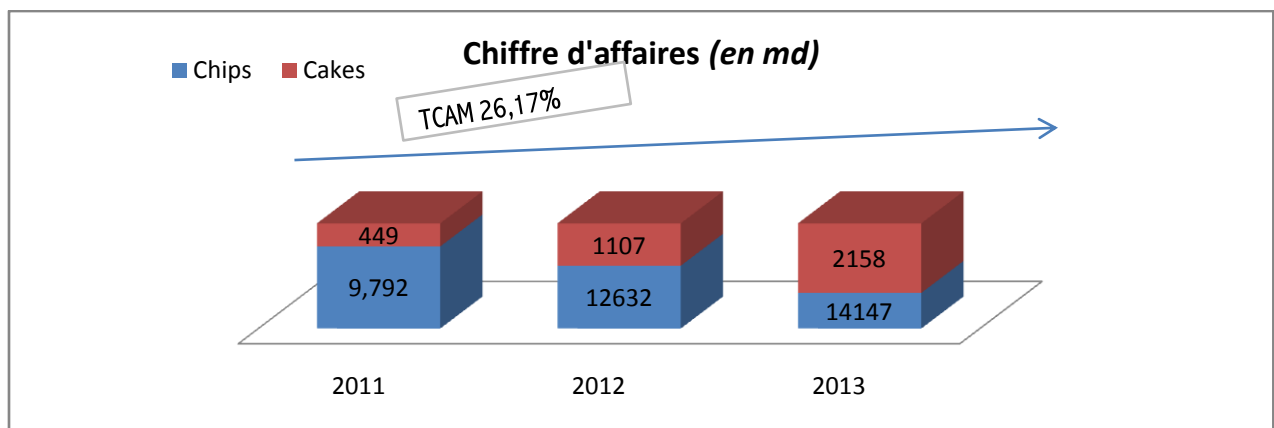


## Analyse Financière de la société :

en mD	2011	2012	2013	TCAM 2011-2013
CA Chips	9 792	12632	14147	20,19%
CA Cake	449	1107	2158	119,15%
<b>Total CA</b>	<b>10242</b>	<b>13 739</b>	<b>16 305</b>	<b>26,17%</b>
Marge brute	4 655	5 932	6 618	19,24%
Taux de marge brute	45,45%	43,18%	40,59%	
<b>EBITDA</b>	<b>2 831</b>	<b>3 580</b>	<b>3 575</b>	<b>12,37%</b>
Taux d'EBITDA	27,64%	26,06%	21,93%	
<b>EBIT</b>	<b>2 437</b>	<b>3 003</b>	<b>2 805</b>	<b>7,29%</b>
Taux d'EBIT	23,79%	21,86%	17,21%	
<b>Résultat net</b>	<b>1 531</b>	<b>1 771</b>	<b>1 735</b>	<b>6,46%</b>
Marge nette	14,95%	12,89%	10,64%	
Charges du personnel/CA	6,04%	7,50%	8,98%	
Charges financières nettes/CA	2,32%	2,45%	2,57%	

« Cerealis » a réalisé un taux de croissance annuel moyen de son chiffre d'affaires consolidé sur la période 2011-2013 de (+26%) et ceci malgré la conjoncture économique difficile. Cependant la croissance des ventes du groupe a été accompagnée d'une dégradation du taux de marge brute passant de (45,45%) en 2011 à (40,59%) en 2013. En effet les conditions de marché ont imposé à la société d'effectuer des ventes promotionnelles qui ont contribué à l'effritement de ses marges. Pour ce qui est de la répartition du chiffre d'affaires, l'activité chips qui représente « l'activité historique du groupe », a contribué à hauteur de (87%) aux revenus de l'année 2013 contre (13,23%) pour « les cakes ». En seulement 3 années d'exploitation, la branche « snack sucré » a affiché un taux de croissance annuel moyen de (119,15%). Néanmoins cette nouvelle activité a impacté négativement la marge EBITDA qui a perdu 4,13 point de pourcentage passant de (27,64%) en 2011 à (21,93%) en 2013. Cette dégradation est expliquée principalement par la hausse plus que proportionnelles des charges d'exploitation par rapport aux revenus, essentiellement en terme d'achat consommés qui ont passé de 5 929 m D en 2011 à 10 110 m D en 2013, soit un TCAM de (+30,58%). Afin de stabiliser de nouveau ses marges, la société procédera à l'installation d'une nouvelle machine pour les cakes qui contribuera à une meilleure maîtrise des coûts de production et des charges d'exploitation. La recapitalisation de « BOLERIO » permettra ainsi au groupe de réaliser cet objectif et de faire croître son chiffre d'affaires qui atteindra 47 143 mD en 2018 suite au renforcement de l'activité cake.

Pour ce qui est du 1<sup>er</sup> semestre de l'année 2014, le chiffre d'affaires total a enregistré une baisse de (-7,24%) pour s'établir à 8 308 mD contre 8 957 mD à la même période de l'année 2013.



La branche « Snacks salés » a reculé de (-12,78%) suite à la baisse du pouvoir d'achat, le chiffre d'affaires correspondant est passé de 7 284 mD à 6 353 mD à la fin du 1<sup>er</sup> semestre 2014. Contrairement au « Snacks salés », les revenus des « Snacks sucrés » ont enregistré une augmentation de (+16,84%) à 1 955 mD. Le cake constitue en effet un produit de consommation plus courant que le chips et par suite un important relais de croissance pour la société dans les prochaines années.

Chiffres d'affaires en m D	1 S 2013	1 S 2014	Var
<b>Snacks salés</b>	<b>7 284</b>	<b>6 353</b>	<b>-12,78%</b>
Local	6 719	6 217	-7,47%
Export	565	136	-75,94%
<b>Snacks sucrés</b>	<b>1 674</b>	<b>1 955</b>	<b>16,84%</b>
Local	1 268	1 595	25,82%
Export	406	361	-11,19%
<b>CA TOTAL</b>	<b>8 957</b>	<b>8 308</b>	<b>-7,24%</b>

## Stratégie de développement :

Sur les années à venir « CEREALIS » compte investir une enveloppe de 9 590 m D qui servira à augmenter sa capacité de production des snacks salés, élargir sa gamme sucré et renforcer sa participation dans « BOLERIO ». Ces investissements physiques et financiers se présentent comme suit :

En mD	2014e	2015P	2016P	2017P	2018P
Investissement physiques	2744	3169	410	425	400
Investissement financiers *	273	2169	0	0	0
<b>Total</b>	<b>3017</b>	<b>5338</b>	<b>410</b>	<b>425</b>	<b>400</b>

\*Lors de l'IPO envisagée, 3,6 MD du montant levé sera affecté à une augmentation de capital dans Bolério réservée à Cerealis. Ce montant n'apparaît pas dans les investissements du Groupe car il s'agit d'opérations réciproques (intergroupe). Cette augmentation de capital est assortie des avantages fiscaux liés à l'implantation de Bolério dans une zone de développement régional.

## Les hypothèses retenues par le groupe « CEREALIS » pour élaborer son business plan :

- ✓ Le chiffre d'affaires augmente en moyenne de 20,7% sur la période 2014-2018 contre 26,2% sur la Période historique (2011-2013). Ces prévisions sont établies sur la base d'un périmètre de consolidation qui évolue en fonction de la montée de « Cerealis » dans le capital de « Bolério ».
- ✓ Le chiffre d'affaires consolidé chips augmente en moyenne de 15,3% sur la période 2014-2018.
- ✓ Le chiffre d'affaires snacks sucrés (cakes) est de 32,3% en moyenne sur la période 2014-2018
- ✓ Les ventes de cake atteignent 39,2% du total chiffre d'affaires consolidées en 2018 contre 27,2% en 2014.
- ✓ Les achats consommés augmentent en moyenne de 20,7% sur la période 2014-2018.
- ✓ Le taux de marge brute est en moyenne de 38,6% sur la période 2014-2018 contre une moyenne de 43,1% sur la période 2011-2013.
- ✓ Les charges de personnel augmentent en moyenne de 12,9% sur la période 2014-2018.
- ✓ Les autres charges d'exploitation augmentent en moyenne de 11,0% sur la période 2014-2018. L'augmentation de ces charges est principalement due à l'augmentation des frais de marketing sur toute la période ;
- ✓ Les charges financières représentent en moyenne 1,3% du chiffre d'affaires consolidé sur la période 2014-2018. Elles devraient connaître une tendance à la baisse du fait de l'augmentation de capital de 2014.
- ✓ Le taux de marge nette (part du Groupe) passe de 8,4% en 2014 à 16,0% en 2018 suite à la baisse relative du poids des dotations aux amortissements et des charges financières.

<i>en mD</i>	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	TCAM 2013-2018
CA Chips	14 147	16 192	18 780	21 792	24 916	28 643	15,15%
CA Cakes	2 158	6 044	9 056	11 581	14 825	18 501	53,68%
<b>Total CA</b>	<b>16 305</b>	<b>22 237</b>	<b>27 836</b>	<b>33 373</b>	<b>39 741</b>	<b>47 143</b>	<b>23,66%</b>
<i>Evolution</i>		36,38%	25,18%	19,89%	19,08%	18,63%	
Marge brute	6 618	8 534	10 776	12 961	15 349	18 089	22,27%
<i>Evolution</i>		28,95%	26,27%	20,28%	18,43%	17,85%	
Taux de marge brute	40,59%	38,38%	38,71%	38,84%	38,62%	38,37%	
<b>EBITDA</b>	<b>2 834</b>	<b>2 389</b>	<b>3 751</b>	<b>5 400</b>	<b>7 301</b>	<b>9 245</b>	<b>26,68%</b>
Marge d'EBITDA	17,38%	10,74%	13,47%	16,18%	18,37%	19,61%	
<b>EBIT</b>	<b>2 805</b>	<b>2 354</b>	<b>3 680</b>	<b>5 290</b>	<b>7 191</b>	<b>9 135</b>	<b>26,63%</b>
Marge d'EBIT	17,21%	10,59%	13,22%	15,85%	18,09%	19,38%	
<b>Résultat net</b>	<b>1 735</b>	<b>1 875</b>	<b>2 679</b>	<b>4 183</b>	<b>5 900</b>	<b>7 521</b>	<b>34,08%</b>
<i>Evolution</i>		8,06%	42,85%	56,15%	41,05%	27,47%	
Taux de marge nette	10,64%	8,43%	9,62%	12,53%	14,85%	15,95%	

#### Valorisation :

La société a été évaluée en se basant sur un business plan allant de 2014 à 2018 selon les 3 méthodes à savoir, la méthode des Discounted Cash Flows (DCF), la méthode des comparables Boursiers, la méthode de l'Economic Value Added. Le taux d'actualisation retenu a été le coût moyen pondéré du capital (WACC), calculé sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 6,39% (BTA échéance 8 ans)
- Une prime de risque du marché actions de 15%
- Une beta désendettée  $\beta$  de 0,94.

Le taux de croissance à l'infini retenu  $g=2\%$

Méthode	Valeur des fonds propres en mD	Prix de l'action en DT
DCF	36 445	9,11
COMPARABLES	24 950	6,24
EVA	35 692	8,92
<b>Moyenne</b>	<b>32 362</b>	<b>8,09</b>
<b>Décote</b>		<b>-16,6%</b>
<b>Prix offert</b>		<b>6,75</b>

Le prix proposé est de 6,750 dinars, soit une décote de 16,6% par rapport à la moyenne pondérée des méthodes retenues.

**Recommandation :**

Le groupe « CEREALIS » s'introduit sur le marché alternatif de la côte de la bourse à travers une opération mixte d'un montant de 12 MD (cession de 6 MD et augmentation de capital de 6 MD). Cette augmentation de capital permettra à l'entreprise de financer sa croissance de la branche « snack sucré » à travers l'accroissement de sa participation dans sa filiale « BOLERIO » et l'acquisition de nouveaux équipements de production.

Avec un prix d'introduction de 6,750 dinars, le titre affiche un Per de 14,40x ses bénéfices estimés 2014 et offre un rendement en dividende de 3,04%.

Compte tenu de ce qui précède, **nous recommandons de souscrire à l'OPF.**