

Informations boursières :

Secteur: Biens de consommation

Prix: 7,5 dinars

Valeur Nominal: 1 dinar

Nombre d'actions offertes: 1 456 000 actions nouvelles

Jouissance des actions: 1^{er} janvier 2012

Période de souscription: 16 janvier au 06 février 2013 inclus

Capitalisation boursière après introduction : 35,25MD.

Actionnariat :

Actionnaires	% du capital	
	Avant OPF	Après OPF
Hatem DENGUEZLI	90,18%	62,24%*
Hichem AYED	7,64%	5,27%*
René FRERY	1,45%	1,00%*
Christine ETTRIQUI	0,72%	0,50%*
OPF	-	12,38%
Placement garanti	-	18,61%
Total	100%	100%

*Participation compte non tenu d'une éventuelle souscription à l'offre au public

Ratios Boursiers :

	2012e	2013p
P/E	29,9x	8,4x
VE/CA	0,9x	0,7x
VE/EBITDA	6,6x	4,8x
VE/EBIT	14,8x	7,0x

Données financières :

	2012e	2013p
BPA	0,251	0,898
DPA	-	0,100
ROE	7,9%	21,2%
ROA	2,5%	8,0%
Gearing	99,0%	61,0%

Points Forts / Opportunités:

- Une marque bien positionnée, une large notoriété et une qualité des produits assurée;
- Un marché de fromage porteur avec une consommation relativement faible;
- Une offre produit bien segmentée et un atout commercial constituant un véritable avantage concurrentiel ;
- Des perspectives de développement intéressantes des marchés à l'export et essentiellement les pays limitrophe.

Points Faibles / Menaces :

- Une structure financière déséquilibrée suite aux pertes antérieures accumulées et un capital insuffisant;
- Un marché très concurrentiel;
- Absence de comptabilité analytique permettant le suivi des coûts de production par centre de profit ;
- Un manque de partenaire stratégique et technique.

Objectif de l'augmentation de capital :

- Rééquilibrer la structure financière;
- Accroître la notoriété de la société ;
- Accroître l'attrait aux compétences de l'entreprise ;
- Accéder à une source de financement importante permettant à la société de financer des projets de développements futurs ;
- Bénéficier de l'avantage fiscal en réduisant le taux d'imposition de 30% à 20% pendant les cinq ans qui suivent l'introduction en bourse.

Caractéristiques de l'opération :

La société LAND'OR s'introduit sur le marché Alternatif de la cote de la bourse de Tunis à travers une augmentation de capital portant sur 1 456 000 actions nouvelles représentant 30,98% du capital après introduction. L'émission se fera par le moyen de :

- **Une Offre à Prix Ferme** de 582 000 actions représentant 40% du capital à émettre, réparties en 3 catégories :

Catégories	Nombre d'actions	% de l'OPF	Montant (en dinars)	% du capital après OPF
Catégorie A : Personnel de la société LAND'OR.	50 000	8,59%	375 000	1,06%
Catégorie B : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM.	386 000	66,32%	2 895 000	8,21%
Catégorie C : OPCVM tunisiens.	146 000	25,09%	1 095 000	3,11%
Total	582 000	100%	4 365 000	12,38%

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 50 actions ni supérieur à :

- 235 000 actions, soit 5% du capital social après augmentation pour les institutionnels;

- 23 500 actions, soit 0,5% du capital social après augmentation pour les non institutionnels.

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

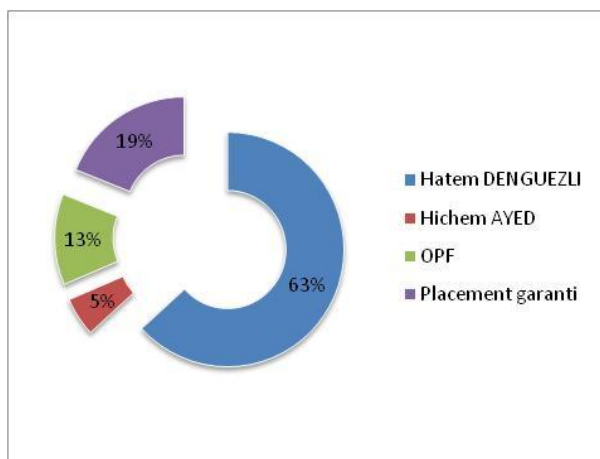
Pour la catégorie A et B : Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

Pour la catégorie C : Les demandes de souscription seront satisfaites 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.

Par ailleurs, les demandes de souscription 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 souscription.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie B puis C puis A.

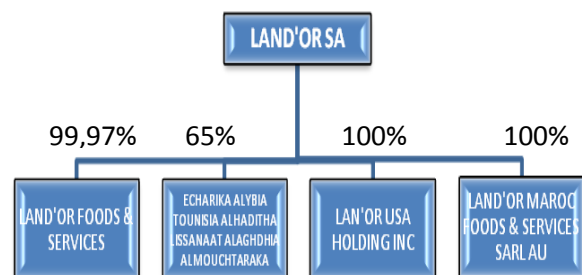
- **Un Placement Garanti** auprès d'institutionnels de 874 000 actions soit 6 555 000 dinars, représentant 60% du total des actions à émettre en numéraire, centralisé auprès de MAC SA, intermédiaire en Bourse. Les souscripteurs à ce placement s'engagent à ne pas céder 75% de leurs titres en bourse pendant une période d'une année à partir de la date de la première cotation en bourse.



Contrat de liquidité : Un contrat de liquidité pour une période d'une année à partir de la date de la première cotation des titres LAND'OR, est établi entre MAC SA, Intermédiaire en bourse et l'actionnaire de référence de la société LAND'OR Mr. Hatem DENGUEZLI portant sur 19,47% du produit de l'Offre à Prix Ferme soit un montant de 100 000 dinars et 100 000 actions.

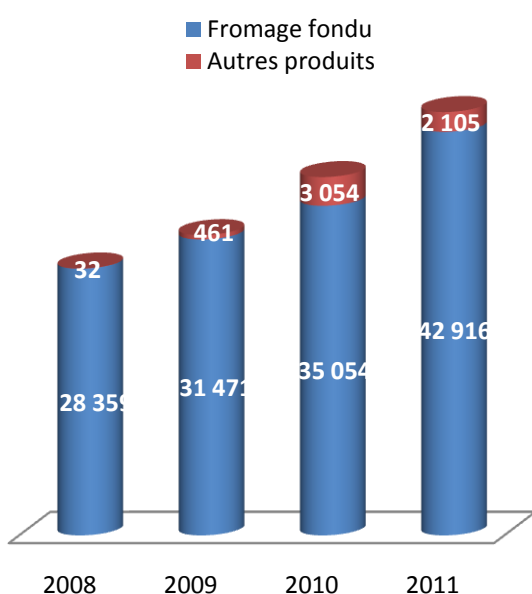
Présentation de la société :

La société LAND'OR (ex-SOVIA) est une société anonyme créée en 1994 à l'initiative de monsieur Hatem DENGUEZLI pour un capital initial de 1 000 0000 dinars. La société est entrée en production en 1996. Au cours de l'année 2010 Mr Hatem DENGUEZLI a racheté 7 500 actions de Mr ET Mme SALLAMI portant ainsi sa participation dans le capital social de 43,56% à 90,18% à ce jour. Le capital de LAND'OR s'élève au 31 décembre 2011 à 2,675 millions de dinars pour un chiffre d'affaires annuel de 45 millions de dinars.



Le groupe LAND'OR est composé de 5 sociétés : la société mère LAND'OR et quatre (4) filiales. Il regroupe 4 sociétés industrielles et une société commerciale (LAND'OR MAROC FOODS & SERVICES SARL)

Chiffre d'affaire (en milliers de dinars)



- **La société LAND'OR FOODS & SERVICES** est une société anonyme de droit tunisien ayant démarré ses activités en janvier 2003. Son capital social est de 200 000 DT au 31/12/2011. Elle est détenue à hauteur de 99,97% par la société LAND'OR SA. L'objet social de la société consiste dans la commercialisation en gros et en détail des produits agroalimentaires et agricoles. A partir de 2006, l'activité principale de la société est devenue le transport des marchandises pour le compte d'autrui ainsi que toutes opérations accessoires, annexes ou connexes à l'objet susvisé et essentiellement la gestion pour le compte d'autrui de l'ensemble des opérations de logistique.
- **ECHARIKA ALYBIA TOUNISIA ALHADITHA LISSANAAT ALAGHADHIA ALMOUCHTARAKA** est une société dont le capital social est de 1 000 000 dinar libyen (1 163 071,795 dinars tunisien) libéré de 30% et détenue à hauteur de 65% par LAND'OR. Elle a été créée en 2010 et elle n'est pas encore entrée en exploitation.
- **LAND'OR USA HOLDING INC** est une société dont le capital est de 650 000 US dollars (889 546,667 dinars tunisiens) libéré de 23%. Créée en 2011, elle est détenue à hauteur de 100% par LAND'OR SA et elle n'est pas encore entrée en exploitation.
- **LAND'OR MAROC FOODS & SERVICES SARL AU** est une société dont le capital social est de 550 000 dirhams marocains (94 748,5 dinars tunisien) libéré de 25% et régie par la loi marocaine. Elle a été créée en décembre 2011. Son objet est le commerce et la distribution des produits agroalimentaires. Elle est détenue à hauteur de 100% par LAND'OR SA et elle est entrée en exploitation en janvier 2012.

Le marché tunisien du fromage :

La production de fromages en Tunisie a connu une évolution moyenne de 20,86% passant de 14 800 tonnes en 2004 à 38 000 tonnes en 2009. La Tunisie compte actuellement 20 entreprises industrielles qui fabriquent du fromage fondu à partir de matières première importées. Parmi elles, on peut citer les Industries Alimentaires de Tunisie « IAT » qui commercialise sa production sous la marque « Président » et qui est le leader du marché du fromage en Tunisie.

Activité de la société :

LAND'OR opère dans le secteur agroalimentaire et exerce principalement l'activité de fromagerie et accessoirement la charcuterie. Cette dernière a été abandonnée en 2011.

Le site industriel est implanté sur un terrain d'une superficie d'environ 20 000 m², situé dans la région de khélidia-Mornag

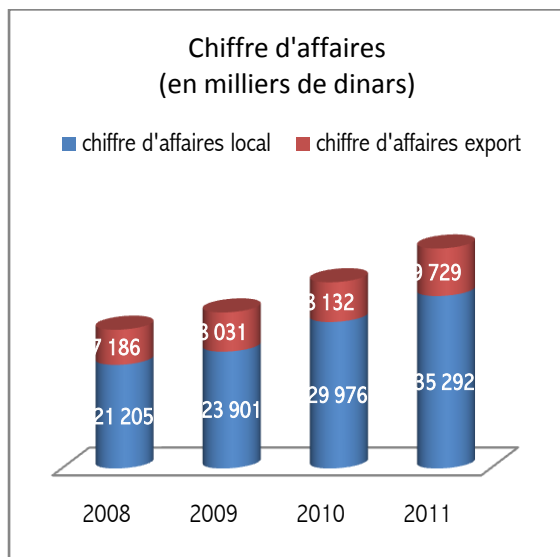
(banlieue sud), à 25 km de Tunis et à 30 minutes du port maritime de Radés.

Couvrant une superficie de plus de 6 000 m² couverts, l'unité est construite en charpente et surélevée de 1,2 m par rapport au niveau zéro du sol.

LAND'OR propose plusieurs produits rentrant principalement dans le cadre du métier fromager et sont regroupés principalement en 2 familles : les produits fondus et les produits frais.

Les fromages fondus, ayant la quote-part prépondérante dans le chiffre d'affaires total, représentant 60,60% des revenus de la société dont 35,19% généré par le triangle qui est le produit phare de LAND'OR. Le reste est attribué aux fromages naturels.

Dans le cadre de la diversification de sa gamme de produits, la société a lancé en 2012 sept (7) nouveaux produits.



Analyse financière de la société :

Le chiffre d'affaires de LAND'OR affiche un taux de croissance annuel moyen de 16,61% passant de 28,391 MD en 2008 à 45,021 MD en 2011. En 2011, les ventes directes représentent 33,16% du chiffre d'affaires local alors que les ventes aux grandes et moyennes surfaces ainsi qu'aux grossistes représentent 52,16%. Le chiffre d'affaires provenant des ventes locales est passé de 21,205 MD en 2008 à 35,292 MD en 2011, soit un taux de croissance annuel moyen de 18,51%. Le chiffre d'affaires à l'export est passé de 7,186 MD en 2008 à 9,729 MD en 2011, soit un taux de croissance annuel moyen de 10,63%. Par ailleurs, les ventes à l'export ne cessent d'augmenter d'une année à l'autre pour atteindre 9,729 MD en 2011, soit 21,61% du chiffre d'affaires total. La société opère actuellement sur les marchés libyen, algérien et récemment sur le marché marocain à travers sa filiale LAND'OR MAROC FOODS & SERVICES SARL AU.

Le taux de la marge brute a reculé de 10,3 points passant de 46,41% en 2009 à 36,18% en 2011. Cette baisse est causée essentiellement par la flambée des prix de la matière première qui représente 80% des achats consommés.

La marge d'EBITDA a enregistré un repli de 8,67% entre 2009 et 2011, pour passer de 16,32% à 7,65%. Cette baisse est expliquée par l'accroissement des charges de personnel de 1,483 MD en 2009 à 3,066 MD en 2011 soit une augmentation de 100% suite au recrutement de 45 personnes et la titularisation de plusieurs employés en 2011. L'effectif de la société comporte 402 personnes dont 202 permanents et 200 intérimaires.

Le résultat d'exploitation est passé de 1,443 MD en 2009 à 1,098 MD en 2011 générant une marge d'EBIT faible de 2,44%.

Le résultat net de la société a baissé de 0,974 MDT en 2010 à 0,638 MD en 2011. En effet, L'endettement de LAND'OR affecte fortement le résultat puisqu'en 2011, les charges financières absorbent 46,2% du résultat d'exploitation. Ainsi, le taux de marge nette est resté faible au cours des trois dernières années pour s'établir 1,42% en 2011.

en MD	2009	2010	2011
Chiffre d'affaires	31,93	38,11	45,02
Marge brute	14,82	16,29	16,29
<i>Taux de marge brute</i>	46,41%	42,76%	36,18%
EBITDA	5,21	4,29	3,45
<i>Taux d'EBITDA</i>	16,32%	11,24%	7,65%
EBIT	1,44	1,71	1,10
<i>Taux d'EBIT</i>	4,52%	4,47%	2,44%
Résultat net	0,60	0,97	0,64
<i>Marge nette</i>	1,89%	2,56%	1,42%
<i>Charges du personnel/CA</i>	4,64%	5,68%	6,81%
<i>Charges financières nettes/CA</i>	2,20%	1,30%	1,13%

Structure financière

<i>en MD</i>	2009	2010	2011
immobilisations nettes	15,88	12,48	15,88
BFR	1,31	3,61	1,31
Capitaux employés	17,19	16,09	17,19
Capitaux propres	0,95	2,14	2,74
Dettes nettes	11,95	13,95	14,45
Capitaux investis	12,9	16,09	17,19

L'analyse du bilan économique montre que la société est sous capitalisée avec des capitaux propres qui représentent 16% de l'actif économique et 24% des dettes nette soit un gearing de 422%. Les dettes à court terme représentent 67% de l'endettement. Ces crédits sont destinés au financement de stocks, de préfinancement export et de dettes en devises.

La société dégage une rentabilité financière élevée due essentiellement à sa capitalisation et non de la forte profitabilité de son activité. L'augmentation de capital de 10,92 MD dans le cadre de l'introduction sur la bourse de Tunis permettra de réajuster en partie ce déséquilibre.

A la fin du 3^{ème} trimestre de l'année 2012, le chiffre d'affaires local a enregistré une amélioration de 41,46% pour s'établir à 35,265 MD contre 24,929 MD à la même période de l'année 2011.

Les ventes à l'export a passé de 6,841 MD en septembre 2011 à 8,300 MD en septembre 2012 suite à l'introduction de LAND'OR sur le marché marocain.

Le chiffre d'affaires total s'est établi à 43,565 MD soit 80% du chiffre d'affaires prévisionnel de 2012.

Perspectives de développement :

La société a adopté une stratégie volontariste, basée sur :

- 1-Le lancement de nouveaux produits, fromage tartinable « désir » et « désir light », « fromage naturels tranchés », « mozzarella fraîche », Fromage « pizza cheese », « crème de fromage », et « fromage carré » afin de satisfaire les attentes des consommateurs ;
- 2-La pénétration de nouveaux marchés ;
- 3-L'accroissement de sa part de marché local.

Cette stratégie de développement est basée sur les axes de développement suivants :

➤ **Le marché libyen :**

Caractérisé par la dominance du produit triangle, la société « LAND'OR » a déposé une nouvelle marque de triangles destinée au marché Libyen afin de concurrencer les marques nationales existantes.

Cette marque sera distribuée par un nouveau partenaire libyen, déjà présent depuis des décennies sur ce marché.

Aussi la société table sur la consolidation de sa part de marché sur le segment des « slices », spécialité de « LAND'OR » et sur lequel elle est leader, via son représentant sur le marché libyen ERRAKI avec lequel la société a une convention de représentation depuis mai 2007.

Il est important de signaler que la réalisation des projections des ventes à l'export sur le marché libyen est tributaire de la stabilité de la politique sociale et économique du pays.

	sept-11	sept-12	Var
Chiffre d'affaires local	24,93	35,27	41,46%
Chiffre d'affaires export	6,84	8,30	21,33%
Total	31,77	43,57	37,13%

Les investissements futurs :

Le plan d'investissement que la société compte réaliser afin d'accompagner sa stratégie de développement commercial, totalise 13,314 MD.

<i>en MD</i>	2012*	2013
Extension de l'usine	4,914	0,500
triangle phase I	0,893	-
triangle phase II	3,669	-
slices	0,674	-
fromagerie	0,528	-
logiciels	-	0,500
divers	1,599	0,036
total	12,277	1,036

*L'extension de l'usine est prévue pour 4,914 MD dont 1,024 MD.

Les investissements de remplacement sont estimés annuellement à 0,435 MD en 2013 et à 0,560 MD à partir de 2014.

➤ **Le marché marocain :**

Caractérisé par un niveau de consommation par habitant relativement élevé, le marché marocain est considéré comme un marché à forte valeur ajoutée. C'est pourquoi la société a créé sa filiale dénommée « LAND'OR MAROC FOODS & SERVICES » afin d'assurer principalement l'approvisionnement des deux opérateurs GMS : Grandes et moyennes surfaces « MARJENE » et « CARREFOUR MAROC ».

Parallèlement, la société compte s'attaquer au circuit des grossistes et des détaillants au Maroc.

➤ **Le marché Algérien :**

Etant donné les contraintes d'ordre réglementaire en ce qui concerne la création des sociétés commerciales et le rapatriement des fonds, la société a choisi d'être présente sur le marché algérien à travers quatre distributeurs en gros.

Ceci n'exclut pas la possibilité de création d'une filiale commerciale en Algérie.

➤ **Le marché local :**

La société compte consolider son réseau de distribution directe, qui couvre déjà plus que 13 000 détaillants, en vue de réduire sa dépendance vis-à-vis des grossistes et de se rapprocher plus du terrain.

Cela n'exclut pas l'éventualité de l'augmentation de sa part de marché dans les ventes en gros, notamment avec les efforts déployés pour reconquérir ce segment.

Les hypothèses retenues par la société LAND'OR pour élaborer son business plan :

- Sur la période de prévision du business plan 2012-2016, LAND'OR compte afficher un TCAM de son chiffre d'affaires de 18% contre 16,6% entre 2008 et 2011. Cette croissance sera rendue possible grâce aux exportations qui devraient croître de 26,5% sur la période de prévision contre 15,1% la période précédente.
- Par ailleurs, la croissance du chiffre d'affaires proviendra d'une croissance moyenne de 14,4% des quantités vendues, en relation avec les investissements pour augmenter la capacité de production. Sur la période de prévision, il est attendu que les prix de vente affichent un TCAM de 3,1% émanant principalement de la hausse des prix de vente à l'export.
- Les achats consommés passeront de 30,5 MD en 2011 à 69,3 MD en 2016, soit un TCAM de 18,1%.
- Ceci étant, le taux de la marge brute restera aux alentours des 33% sur la période de prévision.
- Par contre, la marge d'exploitation et la marge nette seront en moyenne de 9,6% et de 6,1% respectivement contre 2,1% et 1,3% courant la période 2008-2011.
- La société compte distribuer des dividendes à partir de 2013 représentant 40% du résultat net de l'exercice précédent.

Business Plan :

<i>en MD</i>	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	TCAM 2011-2016
CA local	36,58	44,98	53,77	59,90	66,54	73,99	15,1%
CA export	10,00	11,01	20,34	24,08	27,90	32,38	26,5%
Total CA	46,58	55,99	74,11	83,98	94,44	106,37	18,0%
<i>Evolution</i>		20,2%	32,4%	13,3%	12,5%	12,6%	
Marge brute	16,29	20,80	24,89	30,72	30,68	37,61	18,2%
<i>Evolution</i>		27,7%	19,7%	23,4%	-0,1%	22,6%	
Taux de marge brute	35,0%	37,1%	33,6%	36,6%	32,5%	35,4%	
EBITDA	4,80	7,06	10,49	11,70	12,75	13,78	23,5%
Marge d'EBITDA	10,3%	12,6%	14,2%	13,9%	13,5%	13,0%	4,7%
EBIT	2,47	3,16	7,12	8,18	9,54	10,80	34,3%
Marge d'EBIT	5,3%	5,6%	9,6%	9,7%	10,1%	10,2%	13,9%
Résultat net	0,64	1,18	4,22	5,21	6,40	7,39	63,1%
<i>Evolution</i>		84,4%	257,6%	23,5%	22,8%	15,5%	
Taux de marge nette	1,4%	2,1%	5,7%	6,2%	6,8%	6,9%	38,3%

Valorisation :

L'évaluation de l'action LAND'OR a été effectuée sur la base d'un business plan de la période allant de 2012 à 2016 et selon trois approches différentes :

- La méthode de la rente du goodwill
- La méthode des rentes économiques (EVA)
- La méthode des Discount Cash Flow (DCF).

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

- Un taux sans risque de 6,25% (BTA 15 ans, mai 2022)
- Un taux de rendement moyen du marché de 3,85%
- Une beta désendettée β de 0,8.

Notons que lors du calcul de la valeur de l'entreprise par la méthode des Discount Cash Flow et la méthode de l'EVA, le montant de l'augmentation du capital n'a pas été retranché de la valeur des fonds propres.

Méthode	Valeur des fonds propres calculée par l'évaluateur en MD	Prix de l'action calculée par l'évaluateur en DT	Valeur des fonds propres compte tenu de la déduction de l'augmentation du capital en MD	Prix de l'action compte tenu de la déduction de l'augmentation du capital en DT
DCF	31,412	9,683	20,492	6,317
EVA	31,687	9,768	20,767	6,402
GOODWILL	37,096	11,435	37,096	11,435
Moyenne	33,398	10,295	26,118	8,051
Prix offert		7,500		7,500
Décote		27,20%		6,90%

Le prix proposé est de 7,500 dinars, soit une décote de 6,90% par rapport à la moyenne pondérée des méthodes retenues déduction faite de l'augmentation de capital et une décote de 27,20% après augmentation de capital. Ce prix correspond à une valorisation après augmentation de capital de la société LAND'OR de 35,25MD.

Recommandation :

Grâce à cette augmentation de capital, la société pourra redresser sa structure financière et ainsi diminuer son endettement, ce qui lui permettra de réduire les charges financières qui plombent son résultat net. Ainsi, le challenge que doit relever le management de la société LAND'OR au cours des prochaines années serait de réaliser son business plan. De plus, avec un prix d'introduction de 7,500 dinars le titre affiche un P/E de 29,9x les bénéfices estimés de 2012 et l'absence de distribution de dividende en 2012, le retour sur investissement sera assez long. **Nous recommandons de souscrire à l'OPF pour un investisseur averti dans une optique de placement à long terme pour tirer profit d'un bon retour sur investissement.**