



Département
Recherches & Analyses



Introduction en Bourse

Souscrire

M a i
2 0 1 3

MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn



Bourse
Tunis
Secteur

Transport Aérien

Souscrire Investment Highlight

Prix de l'Introduction **10 DT**

Période de Souscription

du 30 avril 2013 au 20 mai 2013 inclus

Fonds levé **25 000 000 DT**

Titres à offrir **2 500 000 actions**

Valeur Nominale **5 DT**

Jouissance des actions **1er Janvier 2012**

Flottant **45,45%**

Capitalisation Boursière* **55 000 000 DT**

* Après OPF

Actionariat

Actionnaires	Avant l'Offre	Après l'Offre
Mohamed Frikha	82,67%	45,091%
Telnet Holding	16,67%	9,091%
Société Frikha & Cie	0,63%	0,345%
Wahid Frikha	0,01%	0,004%
Fatma Kallel épouse Frikha	0,01%	0,004%
Ines Frikha	0,01%	0,004%
Mehdi Frikha	0,01%	0,004%
Eya Frikha	0,01%	0,004%
Personnel Telnet	-	1,273%
Souscripteurs à l'offre	-	44,182%

• Les données fondamentales du secteur de l'aviation demeurent solides à long terme, la situation à court terme reste tributaire des enjeux liés à l'économie mondiale.

• A l'horizon de 2016, l'IATA table sur une croissance globale de 5,3% par an de 2012 à 2016 du transport aérien.

• En Tunisie, le trafic des voyageurs dépasse régulièrement les 10 millions de passager depuis 2005.

• SYPHAX AIRLINES est une compagnie aérienne nouvellement créée (2011) par un management aguerri.

• SYPHAX AIRLINES est une compagnie aérienne «Hybride». Le système Hybride permet de réduire les coûts opérationnels à l'image des compagnies low-cost tout en offrant des services aux passagers du type régulier.

• La société table sur une croissance importante de ses revenus (plus de 41%), par l'élargissement de son offre de service.

• Bien que suivant l'évolution de l'activité, la rentabilité et les niveaux de marges anticipés par SYPHAX AIRLINES demeurent largement supérieurs à ceux de sociétés comparables, ce qui remet en cause leur véracité.

Recommandation

La compagnie aérienne SYPHAX AIRLINES évolue au sein d'un secteur fragile, fortement corrélé aux rythme de croissance de l'économie. Sur le plan local, la société intervient dans un environnement très réglementé marqué par la forte présence du transporteur historique TUNISAIR.

L'ambition de la société semble faire fi de cette donne, puisqu'elle prévoit une importante évolution de ses revenus, notamment par le développement de ses vols courts et moyens courriers, ainsi que le lancement prochain d'une offre long courrier.

Sur la base d'un prix d'introduction de 10 dt, la valeur d'entreprise est de 0,35x le chiffre d'affaires 2013p. En termes de bénéfices, le titre est offert à 3,44x les bénéfices prévisionnels de 2014, première année bénéficiaire de la société.

L'analyse financière de la société fait apparaître des niveaux de marges excessifs, divergeant de la norme des sociétés comparables en termes d'activité et de marché. Par conséquent, et au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société SYPHAX AIRLINES s'inscrit dans une optique de placement à moyen terme, couplé à un suivi rigoureux du degré de réalisation des prévisions avancées, notamment en 2014.

Tableau de bord Boursier

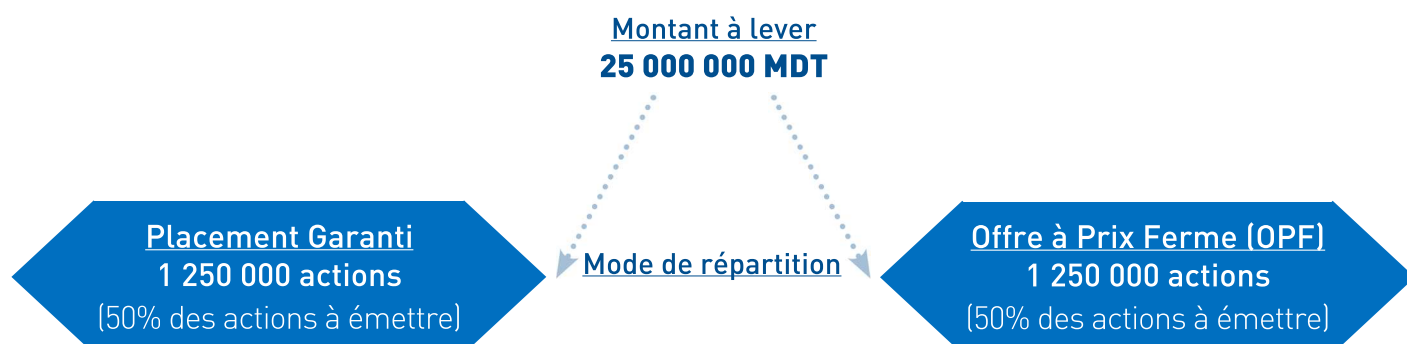
En mDT	Revenus	EBITDA	EBIT	RN	ROE	ROA	BPA	PER*	PBK*	YIELD*	VE/CA*	VE/EBITDA*
2012e	28 595	-12 816	-13 867	-14 235	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	39,32	0,00%	1,05	n.s.
2013 p	156 701	-5 355	-7 340	-7 546	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,02	0,00%	0,35	n.s.
2014 p	334 814	19 576	16 916	15 972	47%	13,6%	2,90	3,44	1,61	0,00%	0,16	2,81
2015 p	494 465	44 235	39 498	34 065	50%	23,2%	6,19	1,61	0,81	18,00%	0,11	1,24
2016 p	568 036	50 430	45 843	39 300	40%	22,7%	7,15	1,40	0,56	24,00%	0,10	1,09
2017 p	630 324	54 820	50 233	43 835	34%	19,4%	7,97	1,25	0,43	39,85%	0,09	1,00

* considérant le prix d'introduction de 10 DT

CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

Introduction en bourse **SYPHAX AIRLINES**

Augmentation de capital de 2 500 000 actions à 10DT l'action
45,45% du capital après aug.



Les actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront réparties en cinq catégories :

Catégories	Montant en DT	Nombre d'actions	Répartition en pourcentage	
			De l'OPF	du capital social après augmentation
Catégorie A				
Personnel du groupe TELNET	700 000	70 000	5,6%	1,27%
Catégorie B				
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 10 actions et au maximum 2 000 actions	2 300 000	230 000	18,4%	4,18%
Catégorie C				
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 2 000 actions et au maximum 15 000 actions	2 500 000	250 000	20%	4,55%
Catégorie D				
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 15 000 actions et au maximum 27 500 actions pour les non institutionnels et 275 000 actions pour les institutionnels	3 000 000	300 000	24%	5,45%
Catégorie E				
Demandes réservées aux OPCVM tunisiens sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 150 000 actions	4 000 000	400 000	32%	7,27%
Total	12 500 000	1 250 000	100%	22,73%

ÉVALUATION

L'évaluation de la société **SYPHAX AIRLINES** a été effectuée sur la base des méthodes d'évaluation financière suivantes:

- La méthode des Discounted Cash flows (DCF),
- La méthode des rentes économiques (EVA),
- La méthode par les comparables.

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après :

Méthode	Pondération	Valeur des fonds propres (Millions TND)	Prix par action (TND)
Discounted Cash Flows	60%	35,30	11,76
Méthode EVA	10%	33,57	11,19
Méthode des Multiples	30%	30,09	11,03
Valeur		33,56	11,19
Valeur après décote de 10,6%		30,00	10,00

Les fonds propres (Equity) de la compagnie aérienne **SYPHAX AIRLINES** sont évalués à 33,56 MDT ce qui correspond à 10 DT par action de valeur nominale 5 DT, soit une décote de 10,6% sur la base des résultats de l'étude d'évaluation.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 10 DT, et considérant le fait que la société **SYPHAX AIRLINES** ne prévoit d'atteindre le seuil de rentabilité qu'en 2014, le titre **SYPHAX AIRLINES** se transige à 1,05x son chiffre d'affaires estimé de 2012 et à 0,35x celui de 2013p.

A cet effet, la valorisation de la société **SYPHAX AIRLINES** tend à se redresser à partir de 2014, première année profitable, avec un PER de 3,44x à l'horizon 2014; néanmoins ceci reste tributaire de la réalisation de son plan d'affaires escompté, et qui prévoit de fortes progressions annuelles en terme de volume d'activités.

PRÉSENTATION DU SECTEUR DU TRANSPORT AÉRIEN

La reprise mondiale après la crise financière de 2008 a commencé en 2009 et s'est poursuivie, à des rythmes et des degrés de réussite divers jusqu'en 2012. La croissance du produit intérieur brut (PIB), qui a atteint 4,1 % en 2010, 2,7 % en 2011 et est estimée à 3,2% en 2012, témoigne de cette variation. La reprise s'est ralentie en raison de préoccupations économiques persistantes, notamment la crise de la zone euro, les prix élevés et volatils du pétrole et l'aptitude de la Chine à soutenir sa croissance comparativement rapide. Par conséquent, IHS Global Insight a réduit son taux de croissance annuelle prévu pour la période de prévision de 2012 à 2031, de 3,4 % (de 2011 à 2030) à 3,26 %.

Une situation économique mondiale qui fait écho à la demande du transport aérien

Parts de marché du trafic passagers par région (2012)

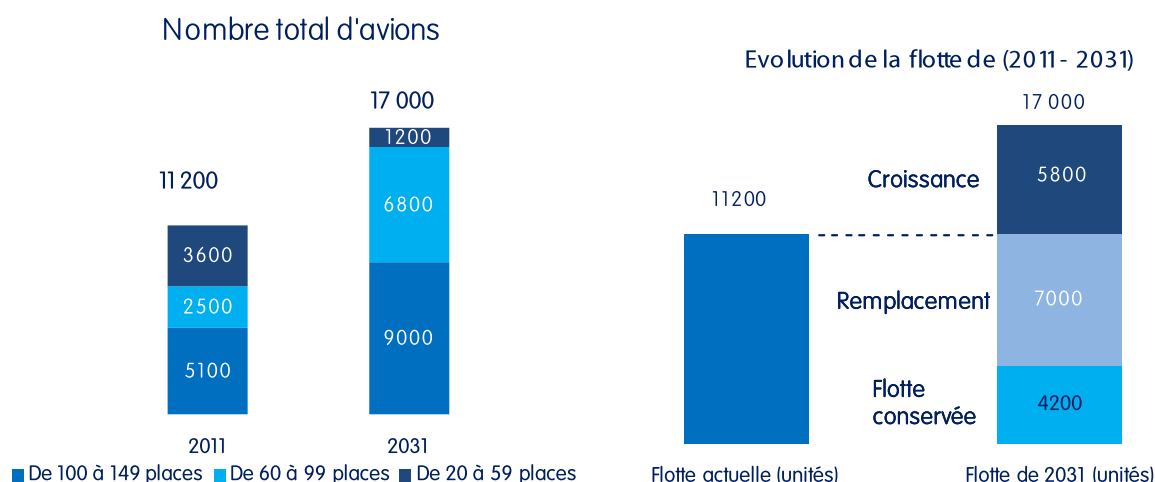
Asie-Pacifique	31%
Amérique du Nord	26,50%
Europe	25,30%
Moyen-Orient	8,70%
Amérique Latine	6,00%
Afrique	2,50%

Source: IATA, Janvier 2013

La demande de transport aérien et, avec elle, la situation financière des sociétés aériennes dans le monde, dépend fortement de la solidité de l'économie. Tout récemment, l'Association du transport aérien international (IATA) a constaté une augmentation de 5,3% du transport international de passagers (en kilomètres passagers payants) pour l'année 2012. Cette augmentation de la demande a été légèrement inférieure à celle de 5,9% enregistrée en 2011, mais elle demeure supérieure à la moyenne de 5% sur vingt ans. Les coefficients d'occupation sur l'année ont approché les niveaux records, à 79,1 %. La demande a augmenté davantage dans

les marchés internationaux (6,0 %) que dans les marchés intérieurs (4,0 %).

Les commandes d'avions neufs témoignent également de la demande en transport aérien. L'afflux de commandes d'avions neufs (de 20 à 220 places) a plus que quadruplé de 2009 à 2011. Les commandes nettes sont passées à 2 381 unités en 2011, une hausse par rapport aux 1 414 unités de 2010 qui représentaient déjà en soi plus du double des 556 commandes de 2009. La reprise soutenue de la demande de transport aérien devrait également entraîner une remise en service commercial de certains avions actuellement stationnés. La flotte des avions commerciaux stationnés a diminué de 9% d'une année sur l'autre, se chiffrant à quelque 2 220 appareils à la fin de l'année 2011. Ce total est en baisse par rapport au sommet de 2 496 avions en attente en 2009, mais reste supérieur au plancher record des 10 dernières années de 1 681 avions stationnés en 2007.



Dans le secteur du fret aérien, la demande a diminué de 1,5 % par rapport à 2011, de sorte que le secteur en est à sa deuxième année consécutive marquée par un déclin, après une contraction de 0,6 % en 2011. Le coefficient de charge pour l'année a été de 45,2 %. L'aspect le plus positif a été l'essor du commerce entre l'Asie et l'Afrique, qui a entraîné une forte croissance chez les transporteurs du Moyen-Orient (14,7 %) et d'Afrique (7,1 %).

Une reprise économique qui a profité aux compagnies aériennes

La croissance et l'utilisation intense des appareils ont impacté l'évolution des revenus des sociétés aériennes dans le monde entier, qui ont augmenté durant toute la période de reprise économique, d'un plancher de 476 milliards \$ en 2009 à 547 milliards \$ en 2010, et jusqu'à 597 milliards \$ en 2011, soit une augmentation de 9,3 % d'une année sur l'autre. D'après l'IATA, la rentabilité des sociétés aériennes à l'échelle mondiale s'est grandement améliorée, passant d'une perte nette de 4,6 milliards \$ en 2009 à des profits nets totaux de 15,8 milliards \$ en 2010, avant de redescendre à 7,9 milliards \$ en 2011. En 2012 les profits sont évalués à 6,7 milliards \$, et ce, malgré les prix élevés du carburant.

Une tendance haussière du transport aérien est attendue à l'horizon de 2016

A l'horizon de 2016, Le transport aérien comptera 3,6 milliards de passagers contre 2,8 milliards en 2011, soit plus de 800 millions de plus en cinq ans, selon une projection dévoilée par l'Association internationale du Transport aérien. En effet, l'IATA table sur une croissance globale de 5,3% par an de 2012 à 2016, avec environ 500 millions de passagers supplémentaires sur les vols intérieurs et quelques 331 millions en plus sur les vols internationaux. C'est le marché Asie Pacifique (+6,7%) qui connaîtra la plus forte croissance avec 380 millions de passagers en plus (domestique et international), dont 193 millions pour la Chine.

Le marché des Etats-Unis restera le premier marché mondial, aussi bien sur le plan domestique (710 millions de passagers) qu'à l'international (223 millions de passagers) mais sa croissance va ralentir (+2,6% par an pour les vols domestiques, +4,3% pour les vols internationaux).

Pour le trafic international, les quatre premiers pays après les Etats-Unis seront la Grande-Bretagne avec

200,8 millions de passagers, l'Allemagne (172,9 millions), l'Espagne (134,6 millions) et la France (123,1 millions).

Le secteur du transport aérien en Tunisie

La Tunisie est membre de l'Office de l'Aviation Civile et des Aéroports (OACI) depuis septembre 1959. Elle est signataire de la majorité des conventions internationales dans le domaine de l'aviation civile. La Tunisie est également membre de la commission africaine de l'aviation civile (CAFAC) et de la commission arabe de l'aviation civile (ACAC).

En 2012, La Tunisie compte 9 aéroports internationaux dont 7 gérés par l'OACA et 2 par la TAV. Les neuf aéroports ont une capacité totale de 21 millions de passagers. L'aéroport International de Carthage est le plus ancien du pays. Il est devancé en termes de taille par le nouvel aéroport international d'Enfidha.

La compagnie aérienne nationale TUNISAIR a été fondée en 1948. Le pays compte également trois autres compagnies à capitaux privés, NOUVELAIR et KARTHAGO AIRLINES, qui ont fusionné au sein d'un même groupe tout en gardant leur identité propre, et Syphax Airlines.

La flotte nationale a connu une importante évolution. Elle est passée de 13 appareils en 1987 à 49 avions en 2011, répartis comme suit :

- La compagnie Tunisair : 34 appareils (11 Boeing, 23 Airbus)
- La compagnie Nouvelair : 11 appareils (11 Airbus)
- La compagnie Tunisair Express : 4 appareils (3 Turbopropulseurs, 1 Jet)

Nombre de passagers en milliers de et vers la Tunisie

Trafic	2008		2009		2010		2011	
	en milliers	en %	en milliers	en %	en milliers	en %	en milliers	en %
International régulier	4 297	38,4%	4 709	44,2%	5 273	47,0%	4 615	57,3%
International non régulier	6 416	57,3%	5 490	51,6%	5 464	48,7%	2 886	35,8%
National	475	4,2%	447	4,2%	492	4,4%	557	6,9%
Total	11 188	100,0%	10 646	100,0%	11 229	100,0%	8 058	100,0%

L'activité de transport aérien a connu une importante progression en Tunisie, tant en nombre d'avions qu'en nombre de passagers. Le nombre d'avions recensé à l'arrivée et au départ des aéroports tunisiens a dépassé la barre des 100 000 depuis 2007. Quant au trafic des voyageurs, il dépasse régulièrement les 10 millions de passagers depuis 2005, transportés à 94 % sur les vols internationaux. La chute enregistrée en 2011 est un fait isolé, marqué par un contexte économique et sécuritaire exceptionnel.

Part de marché des différentes compagnies par segment

	Tunisair	Nouvelair	Tunisair Express	Compagnies étrangères
Trafic national	6%	1%	62%	31%
Trafic international régulier	49%	2%	0%	49%
Trafic international charter	23%	33%	1%	43%

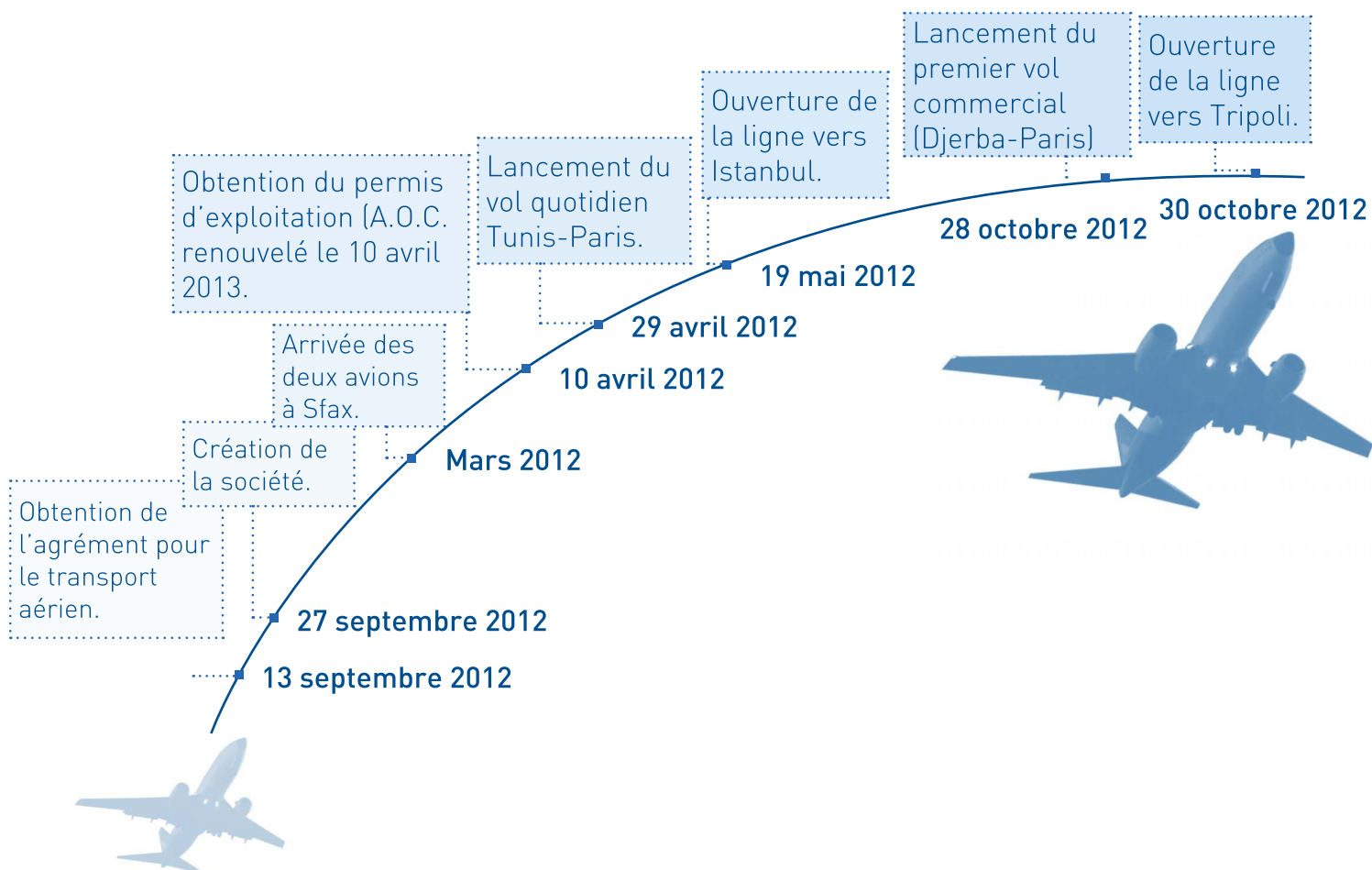
Source: OACA, Statistiques 2009

La Tunisie est reliée par les vols réguliers à 33 pays et 52 villes (dont 40 villes européennes), et par les vols charter à plus de 60 pays et 178 villes (dont 130 villes européennes). Les compagnies tunisiennes

détiennent 50% du trafic passager de et vers la Tunisie dont 33% est détenu par la compagnie nationale Tunisair.

PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

Création et développement de SYPHAX AIRLINES



Stratégie de SYPHAX AIRLINES

La compagnie aérienne **SYPHAX AIRLINES** est une société anonyme de droit tunisien créée en septembre 2011 par M. Mohamed Frikha, fondateur du groupe TELNET HOLDING. La compagnie dessert des destinations dans le bassin méditerranéen avec un système de management optimisé et « Cost effective ».

SYPHAX AIRLINES est une compagnie aérienne «Hybride». Le système Hybride permet de réduire les coûts opérationnels à l'image des compagnies low-cost tout en offrant des services aux passagers du type régulier. Cela permet également de développer une offre charter adaptée.

L'objet de la société consiste principalement en l'organisation et l'exploitation des services de transport de voyageurs ainsi que les services de transports terrestres ou maritimes nécessaires pour assurer, à titre accessoire, l'exploitation des services aériens.

SYPHAX AIRLINES a élu son siège dans les bâtiments de l'aéroport de Sfax Thyna, où est hébergé le personnel navigant, commercial, administratif et technique. Une direction régionale est établie à Tunis, à proximité de l'aéroport de Tunis Carthage, constituant une plateforme secondaire de la compagnie.

SYPHAX AIRLINES a opté pour son lancement pour une flotte de deux Airbus A319 commandés pour un montant global de 55 millions de dollars (82,5 millions de dinars) aménagés en plusieurs classes, d'une capacité de 150 sièges chacun, baptisés « Karama » et « Horria ». D'autres appareils renforceront la flotte à partir de la quatrième année d'exercice selon le développement des activités de la compagnie et suite à l'ouverture du ciel tunisien à la concurrence internationale.

Activités de **SYPHAX AIRLINES**

Le principal métier de la compagnie **SYPHAX AIRLINES** consiste en l'activité passage (le transport de passagers en régulier ou en charter).

Le service passage est composé d'un ensemble d'équipes chargées :

- d'accueillir et de prendre en charge les passagers ;
- de gérer les réservations ;
- de suivre les litiges commerciaux spécifiques ou litiges bagages ;
- d'assurer les relations avec les autres compagnies aériennes ;
- d'être le garant d'une politique de qualité et d'image auprès des usagers.

ACTIVITÉ PASSAGE

Au 31/12/2012, l'activité passage représente 99% du Chiffre d'affaires de la compagnie.

ACTIVITÉ RÉGULIER

A fin 2012, l'activité régulier représente 57,6% du chiffre d'affaires passage, avec 72 248 passagers transportés sur l'année.

ACTIVITÉ CHARTER

A fin 2012, l'activité charter représente 42,4% du chiffre d'affaires passage, avec 45 323 passagers transportés sur l'année.

SYPHAX AIRLINES assure des vols réguliers vers la France, la Lybie, la Turquie et prochainement vers l'Arabie Saoudite à partir du mois de septembre 2013 avec la saison de pèlerinage.

Des vols charters sont aussi assurés sur la France, la Slovaquie, l'Italie, la Pologne, la Slovénie, l'Angleterre, la Croatie, la Hongrie et la Belgique.

La société propose à ses passagers de voyager au départ des aéroports de Sfax, Tunis, Monastir et Djerba.

Flotte de **SYPHAX AIRLINES**

Au 31/12/2012, la flotte de **SYPHAX Airlines** est composée de deux Airbus A319 d'une capacité de 150 personnes chacun en location auprès de la société allemande « Wölbner Flight invest » pour une durée de 5 ans.

Politique tarifaire de **SYPHAX AIRLINES**

La direction commerciale de **SYPHAX AIRLINES** se base sur un benchmark journalier des prix proposés sur le marché, avec des simulations qui couvrent une période de 120 jours à l'avance. Elle détermine par la suite les prix proposés à la vente en fonction de plusieurs critères déterminants tels que:

- le coefficient de remplissage
- les prix de la concurrence ainsi que les conditions relatives à ces prix
- la période de vente et la période de voyage (Été vs Hiver)

ANALYSE FINANCIÈRE

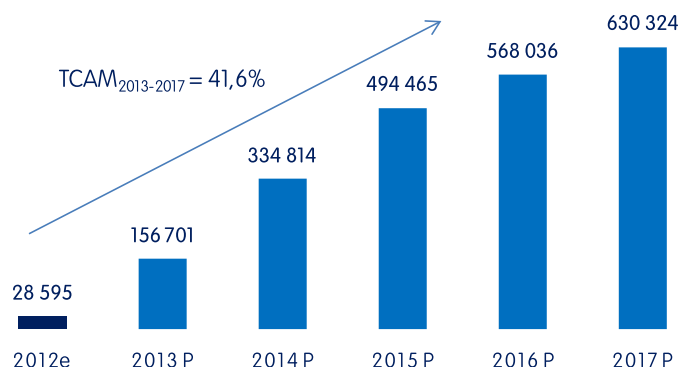
Chiffre d'affaires et charges d'exploitation

En termes de revenus, les prévisions de **SYPHAX AIRLINES** font état d'une forte progression attendue à l'horizon 2017. Avec un chiffre d'affaires prévu de 630,324 MDT en 2017, la société affiche un taux de croissance annuel moyen de ses revenus de 41,6%.

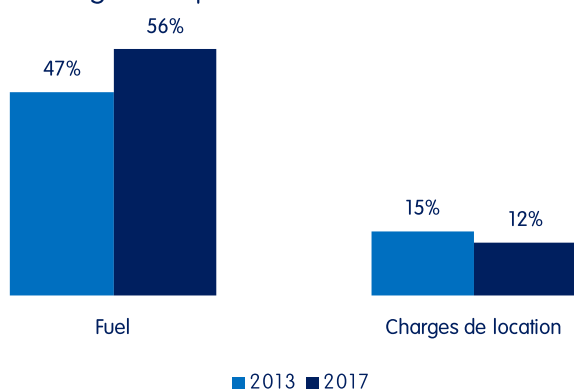
Cette montée en puissance est le fruit de la politique de développement de **SYPHAX AIRLINES**, notamment avec l'ouverture prévue de lignes vers de nouvelles destinations et la location de nouveaux appareils.

Les revenus de la société proviendront essentiellement des vols réguliers, qui représenteront pas moins de 81% du chiffre d'affaires total 2017. La catégorie charter représentera 15,2% des revenus.

Revenus prévisionnels 2013 - 2017 (mDT)



Charges d'exploitation / CA (2013P - 2017P)



L'activité de la société **SYPHAX AIRLINES** ne déroge pas à la règle en matière de transport aérien, et ce en termes de prépondérance de certaines charges d'exploitation.

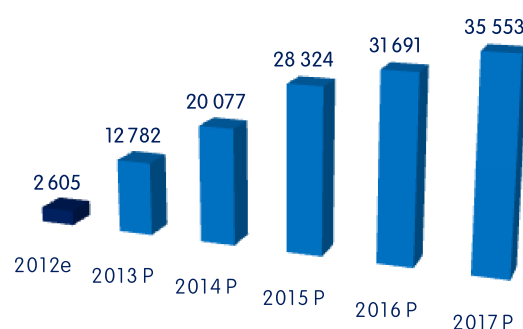
En 2017, la charge de carburant représentera 56% des revenus de la société et celle de location des appareils 12%.

Il est à mentionner que la société prévoit une maîtrise progressive de ces charges au fil des années d'activités,. En effet, le taux de marge brute passe de 7,5% en 2013 à 16,1% en 2017.

Quant aux charges de personnel, la société prévoit une pondération de 6% par rapport à ses revenus de 2017. À titre de comparaison, ce ratio s'établit à 14,4% en 2012 pour la compagnie nationale TUNISAIR, qui présente néanmoins une situation de sur-effectif.

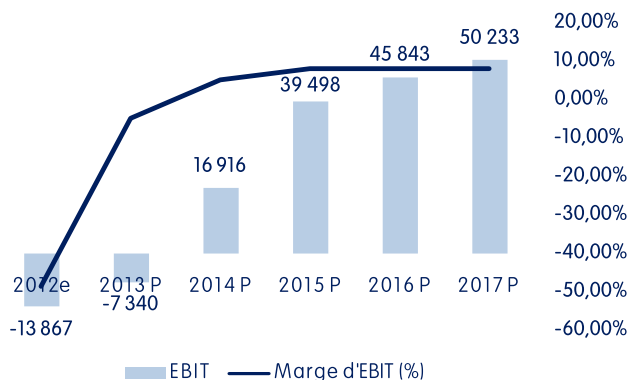
À l'horizon 2017, ces charges s'établiront à 35 553 mDT, équivalents à 39,34% de la valeur ajoutée à dégager. Une croissance annuelle moyenne de 22,7% de ce poste de charge est à prévoir.

Charges de personnel (mDT)



Résultats prévisionnels

Résultat d'exploitation (2013P-2017P)

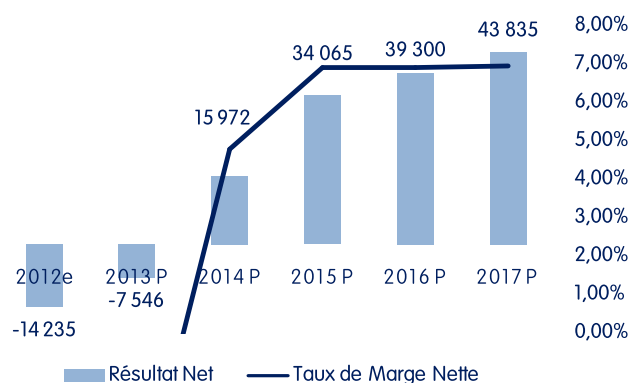


Les prévisions de la société **SYPHAX AIRLINES** affichent un résultat d'exploitation bénéficiaire à l'issue de l'exercice 2014, avec un EBIT de 16,916 MDT correspondant à 5,05% de niveau de marge.

Il est à noter que ce niveau de marge frôlera les 8% à l'horizon 2017, et ce par la progression du niveau d'activité.

Cette tendance est répercutée sur le niveau de résultat net de la société, qui atteint le seuil de rentabilité en 2014 en totalisant un bénéfice net de 15,972 MDT. Arrivée à son rythme de croisière, la société prévoit un taux de marge nette avoisinant les 7% sur la période 2015-2017. De plus, les résultats de **SYPHAX AIRLINES** progressent suivant un taux de croissance annuelle moyenne TCAM₂₀₁₄₋₂₀₁₇ de 40%.

Résultat Net (2013P-2017P)



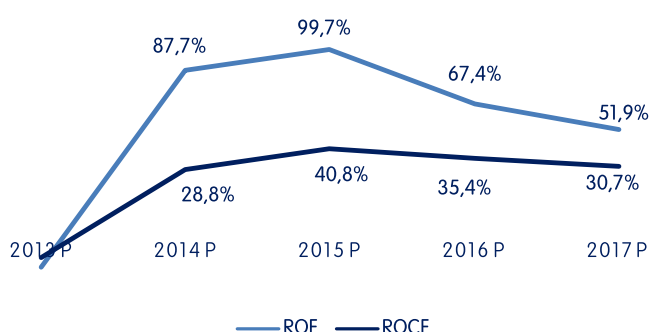
Structure de capital et endettement

L'évolution de l'endettement de la société suit celle de l'investissement prévu. Avec un pic du ratio d'endettement de 53,9% en 2014, année lors de laquelle **SYPHAX AIRLINES** construira un hangar de maintenance de dernière génération, l'endettement de la société demeure maîtrisé, par rapport à son niveau de fonds propres.

	2012e	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P
Dettes Nettes	2 142	8 035	18 433	15 731	461	-36 835
Fonds propres	763	18 217	34 181	68 247	97 647	128 281
Gearing	280,7%	44,1%	53,9%	23,1%	0,5%	-28,7%

Rentabilité économique et financière

Rentabilité économique et financière (2013P-2017P)



Le niveau de capitalisation de la société, ainsi que celui de ces résultats anticipés aboutissent à une rentabilité économique moyenne de 33,92% sur la période 2014-2017.

Ce niveau élevée est exacerbée par la structure financière de **SYPHAX AIRLINES**, sa rentabilité financière moyenne sur la même période oscille autour de 76,67%.

** considérant la plus value de restruct. en bourse de 11,877 MDT, par rapport à un PER hors Pds exceptionnels de 13,3x.

Face aux importants taux mesurant la rentabilité de la société **SYPHAX AIRLINES**, une comparaison avec des compagnies aériennes comparables a été entreprise.

	Marge Nette	Marge d'exploitation	ROE	ROCE
SYPHAX AIRLINES (2017P)	6,95%	7,97%	51,91%	30,74%
Compagnies aériennes comparables*	2,47%	3,64%	6,06%	3,13%

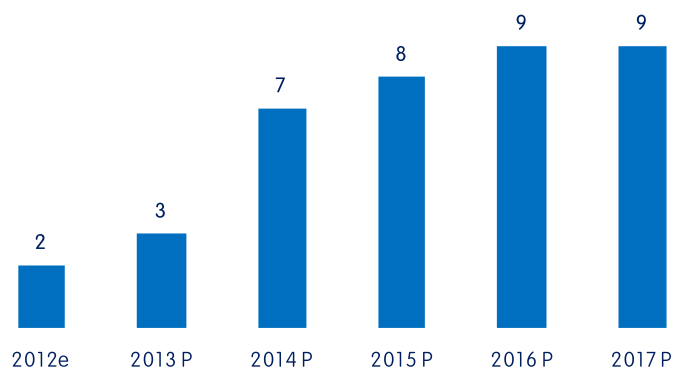
*71 compagnies aériennes intervenant sur des marchés émergents (Asie, Amérique Latine, Europe de l'Est, Moyen-Orient et Afrique), Janvier 2013.
Données: Net Margin, Pre-Tax Operating Margin, ROE, ROCE.
Source: Bloomberg & Capital IQ

À titre d'exemple, la marge nette prévue par la société s'inscrit à niveau beaucoup plus élevé (6,95%) par rapport à la moyenne des entreprises comparables (2,47%). Ceci est particulièrement criant au niveau de la rentabilité économique et financière.

Ces indicateurs laissent penser que les hypothèses sur lesquelles a été basé le plan d'affaires de la société divergent des normes régissant le secteur du transport aérien dans les pays émergents. Compte tenu des indicateurs choisis pour la comparaison, cette divergence concerne la structure de charges de la société, qui aboutit à des niveaux de marges excessifs.

PERSPECTIVES DE DÉVELOPPEMENT

Flotte de Syphax Airlines (2012e - 2017P)



La stratégie de développement sera basée sur trois axes, et s'appuiera sur la consolidation de la flotte de la compagnie:

- Le marché des vols réguliers court et moyens courrier
- Le marché des vols réguliers long courrier
- Le marché des vols charters

Le marché des vols réguliers court et moyens courrier

- La compagnie a augmenté sa cadence sur les vols Tunis-Paris en passant de 3 à 7 vols hebdomadairement et compte atteindre 9 vols par semaine.

- Le nombre de vols entre Paris et Sfax a été réduit de 5 à 3 et ce en faveur des vols entre Tunis et Paris, étant donné le chargement important des vols en partance de Tunis.

- La compagnie dessert aussi Paris en partance de Djerba.

- Syphax Airlines compte aussi ajouter quelques villes française dans sa liste de destinations comme Nice au départ de Monastir ,Lyon et Marseille en partance de Sfax.

- La compagnie dessert aussi Tripoli 3 fois par semaine en partance de Sfax et compte inclure Benghazi avec la même fréquence et en toujours en partance de Sfax.

- La compagnie relie aussi Sfax à Istanbul avec deux vols qu'elle compte les porter à 3 en 2013 et 4 en 2014 ainsi une nouvelle ville turque en partance de Sfax.

- Syphax Airlines compte joindre Djeddah et Sfax en période de Hajj avec deux vols hebdomadaires,relie Casablanca et Sfax avec deux vols par semaine, relie Sfax et 6 pays de l'Afrique centrale (Burkina Faso,côte d'ivoire,Cameroun, Tchad, Nigéria et le Ghana) et étendre ses destinations en Europe(Rome ,Frankfurt, Genève et Londres).

Le marché des vols réguliers long courrier

- SYPHAX AIRLINES compte s'attaquer a ce marché en 2013 avant TUNISIAIR qui avait prévu le lancement de ce créneau en 2014.

- La compagnie compte relier en premier temps Tunis et pékin et puis Tokyo et Tunis.

- Elle compte aussi relier Tunis et Montréal ,puis New-York et Tunis et à moyen terme joindre Rio de Janeiro et Tunis.

Le marché des vols charters

- Durant l'été 2012, la compagnie a signé plusieurs conventions et accords avec des Tours operators tels que :Globe Travel services, Best Reisen,Air Marin,Exim Tours,Just Sunshine,Sunweb,.....

- Cette stratégie de développement aura certainement un impact positif sur le nombre de passagers de la compagnie qui passera de 129 428 à 1 810 539 entre 2012 et 2017.

RECOMMANDATION

La compagnie aérienne SYPHAX AIRLINES évolue au sein d'un secteur fragile, fortement corrélé aux rythme de croissance de l'économie. Sur le plan local, la société intervient dans un environnement très réglementé marqué par la forte présence du transporteur historique TUNISIAIR.

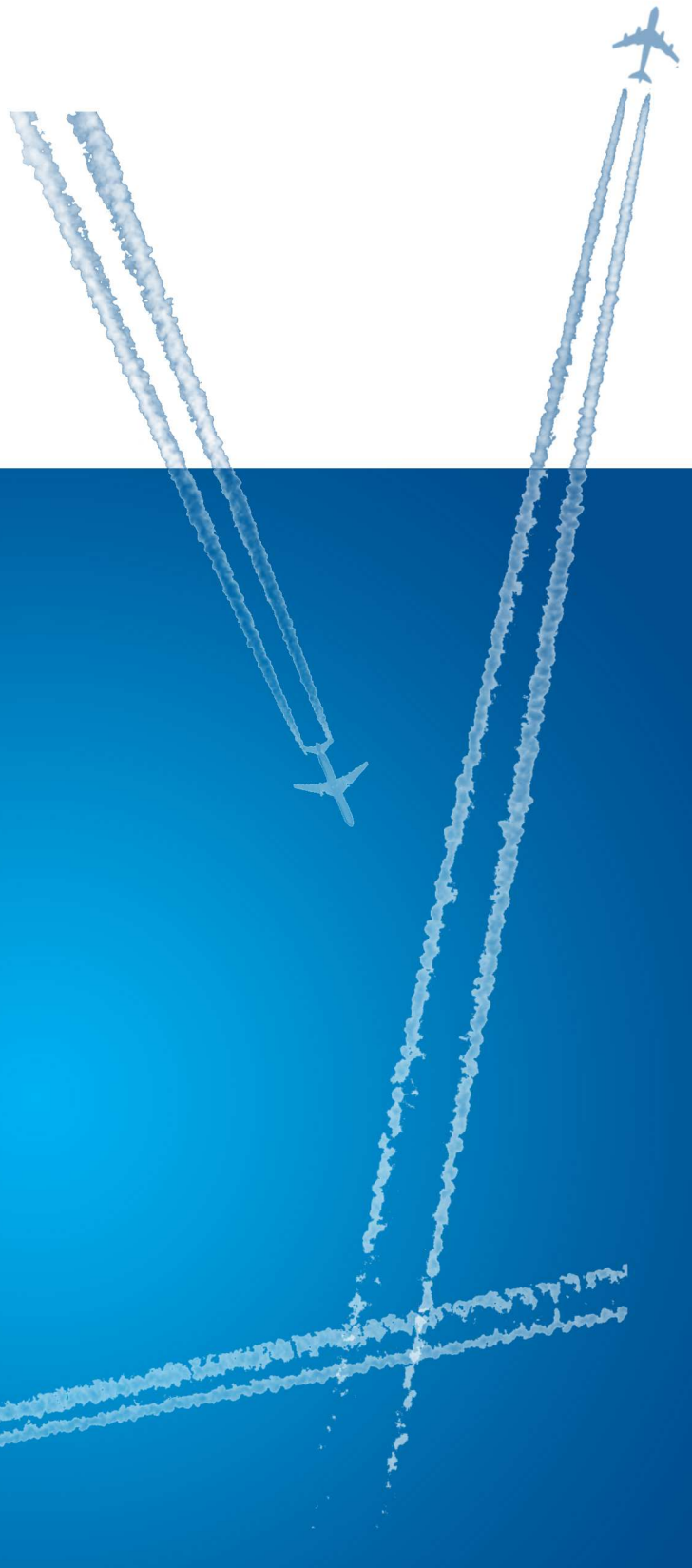
L'ambition de la société semble faire fi de cette donne, puisqu'elle prévoit une importante évolution de ses revenus, notamment par le développement de ses vols courts et moyens courriers, ainsi que le lancement prochain d'une offre long courrier.

Sur la base d'un prix d'introduction de 10 dt, la valeur d'entreprise est de 0,35x le chiffre d'affaires 2013p. En termes de bénéfices, le titre est offert à 3,44x les bénéfices prévisionnels de 2014, première année bénéficiaire de la société.

L'analyse financière de la société fait apparaître des niveaux de marges excessifs, divergeant de la norme de sociétés comparables en termes d'activité et de marché. Par conséquent, et au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société SYPHAX AIRLINES s'inscrit dans une optique de placement à moyen terme, couplé à un suivi rigoureux du degré de réalisation des prévisions avancées, notamment en 2014.



Département
Recherches & Analyses



MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn