



**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,

research@maxulabourse.com.tn  
www.maxulabourse.com.tn

# INTRODUCTION EN BOURSE

## SOUSCRIRE



**SOTIPAPIER**



Bourse  
Tunis  
Secteur  
Industrie  
Sous-Secteur  
Industrie du papier et du carton

## Souscrire

Prix de l'Introduction	5 DT
Période de Souscription	<b>Du 04/03/2014 au 11/03/2014 inclus</b>
Montant de l'opération	40 400 000 DT
Titres à émettre	8 080 000
Valeur Nominal	1 DT
Jouissance des actions	<b>1er Janvier 2013</b>
Capitalisation Boursière *	119 750 000 DT
Flottant	33,74 %

\* Après OPF

### Actionariat

Actionnaires	Avant l'Offre	Après l'Offre
Abdelkader HAMROUNI	28,99%	18,00%
Mohamed FOURATI	0,32%	0,00%
Chaïma HAMROUNI	0,26%	0,00%
Mayssa HAMROUNI	0,26%	0,00%
Abdellatif HAMROUNI	0,02%	0,00%
Kheireddine HAMROUNI	0,02%	0,00%
Salha MZABI	0,04%	0,00%
Asma MHIRSI	0,10%	0,00%
HAN TN	18,18%	15,68%
Value Consulting	18,18%	15,68%
HAN LUX	33,64%	10,64%
Placement Privé	-	6,26%
Public	-	33,74%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

caractérise par un bon rendement en dividendes.

Il est à noter que la nature de l'activité de la société l'expose à un risque de change important dans la mesure où ces importations se font substantiellement en Dollar et en Euros. A cet effet, et dans le but de stabiliser ses marges, SOTIPAPIER tente de répercuter partiellement la variation du prix de matière première sur ses prix de ventes.

Afin d'asseoir son leadership sur le marché du papier Kraft et de saisir le potentiel de croissance existant sur le marché du Test Liner, SOTIPAPIER compte mettre à niveau son équipement industriel et améliorer la qualité de ses produits.

Sur la base d'un prix d'introduction de 5DT, le titre SOTIPAPIER présente une valorisation raisonnable basée sur un business plan qui affiche un TCAM<sub>2013-2017</sub> de 10,24% de ses revenus. Le titre se transige à 13,15x ses bénéfices estimés de 2013 et à 12,32x ceux de 2014.

Au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société SOTIPAPIER s'inscrit dans une optique de placement à Moyen / Long terme.

## Investment Highlight

- Spécialisée dans la fabrication de papier d'emballage, la SOTIPAPIER est le leader national sur le marché du papier Kraft (80% du marché) et la première société Tunisienne sur le marché du Test Liner (26% du marché).

- La capacité de production nominale du papier Kraft est de 30 000 Tonnes/an.

- Outre que l'activité centrale de production de papier, SOTIPAPIER produit de l'électricité à travers un mécanisme de cogénération installé depuis 2007.

- Sur les trois dernières années, SOTIPAPIER a toujours dégagé des profits en dépit de la décélération des revenus de l'ordre de 1,36% entre 2010 et 2012. En 2012, le bénéfice net s'est élevé à 8 476 mDT, le plus important depuis 2010.

- En dépit de la conjoncture délicate, SOTIPAPIER tient bien ses marges en affichant des niveaux importants et au dessus de la moyenne sectorielle. La marge nette de cette dernière a atteint les 17,5% à fin 2012.

- SOTIPAPIER compte investir dans le développement de nouveaux produits, l'amélioration de la qualité du papier Kraft et du Testliner, l'expansion sur de nouveaux marchés à l'export et la réduction de l'impact environnemental.

- Le plan d'affaires prévisionnel présente une croissance moyenne des revenus (2013-2017) de l'ordre de 10,24%, et une marge nette moyenne de 18,45%.

## Recommandation

Leader sur le marché du papier Kraft et première société Tunisienne sur le marché du Test Liner, la société SOTIPAPIER est très bien placée sur son secteur d'activité. Eu égard à ce positionnement, la bonne maîtrise du processus de production et la performance du management, la société se dote d'une situation financière saine, des comptes qui font de la résistance malgré la conjoncture et se

## Tableau de bord Boursier

En DT	Revenus	EBITDA	EBIT	RN	ROE	ROA	BPA	PER*	PBK*	YIELD*	PAYOUT
<b>2017 p</b>	79 839 749	21 162 479	19 005 493	15 764 004	38%	23,3%	0,44	9,66x	2,71x	-	-
<b>2016 p</b>	73 728 548	19 897 135	17 803 572	14 655 063	40%	23,8%	0,45	9,56x	2,77x	7,32%	0,7%
<b>2015 p</b>	66 041 865	17 457 020	15 293 309	12 591 162	39%	23,0%	0,43	10,25x	2,88x	6,83%	0,7%
<b>2014 p</b>	58 200 174	13 840 164	11 754 870	9 719 495	33%	20,3%	0,37	12,32x	3,07x	5,68%	0,7%
<b>2013 e</b>	54 058 405	11 965 738	10 750 421	9 108 831	34%	20,6%	0,38	13,15x	3,35x	5,32%	0,7%

\* considèrent le Prix d'introduction de 5 DT

## CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

L'introduction de la société SOTIPAPIER au marché principal de la cote de la Bourse se fera au moyen d'une OPF et d'un placement global par la mise sur le marché d'un nombre d'actions total de 9 580 000, dans le cadre d'une cession de la part de ses actionnaires actuels, d'une valeur nominale de 1 dinar. Le prix d'émission a été fixé à 5 dinars et le pourcentage de diffusion auprès du public correspond à 34,74% du capital social.

L'introduction en Bourse de SOTIPAPIER sera effectuée au moyen de:

- Une Offre à Prix Ferme (OPF) de 1 580 000 actions, représentant 19,55% de l'offre sur le marché et 6,60% du capital social de la société.
- Un placement Global de 6 500 000 actions, représentant 80,45% de l'Offre au Public et 27,14% du capital social de la société.

Les actions offertes dans le cadre de l'offre à prix ferme seront réparties en deux catégories :

Catégories	Nombre de quotités	L'équivalent de	Répartition en % due l'OPF	Répartition en % du capital social
<b>Catégorie A</b> : 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	2 900 000	36,7%	2,42%
<b>Catégorie B</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	5 000 000	63,3%	4,18%
<b>Total</b>	<b>1 580 000</b>	<b>7 900 000</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## ÉVALUATION

L'évaluation de la société SOTIPAPIER a été effectuée sur la base d'un prévisionnel de cinq ans et selon trois méthodes soit:

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF),
- La Méthode des multiples des comparables boursiers,
- La méthode de Bates

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

Méthode	Valeur mDT
Méthode de DCF	109 565
Méthode des multiples	119 507
Méthode de Bates	133 815
Nombre d'actions	23 950 000
<b>Valorisation moyenne retenue</b>	<b>120 962</b>

La valeur des capitaux propres de la société SOTIPAPIER ressort 120 962 mDT pré-money ce qui correspond à une valeur par action de 5,050 DT sur la base des résultats de l'étude d'évaluation arrondi à 5 DT par action. A ce prix unitaire, la capitalisation boursière de la SOTIPAPIER s'élève à 119 750 mDT.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 5 DT, le titre SOTIPAPIER se transige à 14,1x ses bénéfices de 2012, à 13,1x ses bénéfices de 2013 estimés et à 12,3x ceux de 2014 prévus.

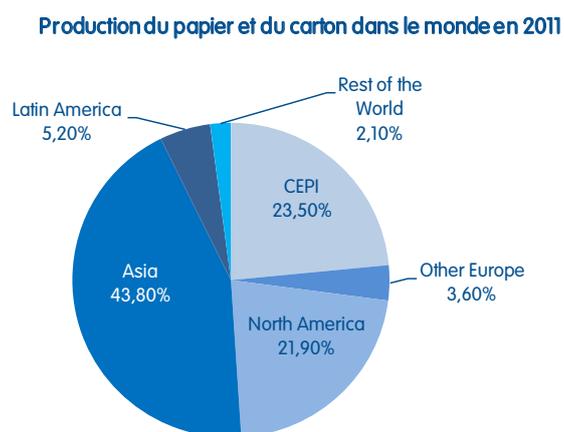
## PRÉSENTATION DU SECTEUR D'ACTIVITÉ DE LA SOCIÉTÉ

L'utilisation d'une multitude de produits à base de papier et de carton est une réalité quotidienne pour la plupart des gens. Le papier tel que nous le connaissons aujourd'hui existe depuis plus de deux mille ans. Le papier possède un atout inestimable : non seulement il est fabriqué à partir d'une matière première naturelle et renouvelable, le bois, mais il est en plus biodégradable, recyclable et fournit de l'énergie lorsqu'il est incinéré. Ces qualités favorisent ainsi le développement durable et s'intègrent parfaitement aux normes de l'économie verte.

Le secteur de l'emballage est le débouché le plus prépondérant dans l'industrie papetière et capte environ 50% de la production mondiale de papier. Les produits d'emballage sont divisés en deux grands groupes : les papiers d'emballage incluant les sacs, d'une part, et les cartons, d'autre part.

## PRODUCTION DU PAPIER DANS LE MONDE

Dépendante de l'abondance des ressources forestières, l'industrie papetière demeure relativement concentrée sur trois zones économiques qui assurent à elles seules 75% de la production mondiale de papier : l'Asie (Chine et Japon) contribue à l'ordre de 43.8% à la production mondiale du papier, l'Amérique du Nord (Etats Unis et Canada) participe de l'ordre de 21.9%, tandis que les pays de la CEPI affichent une portion de 23.5% de la production mondiale du papier. Cette vérité ne nie pas que malgré l'intensité des barrières à l'entrée certains pays en phase d'industrialisation, tels que le Brésil, l'Inde ou encore la Russie enregistrent une progression régulière de leur production.

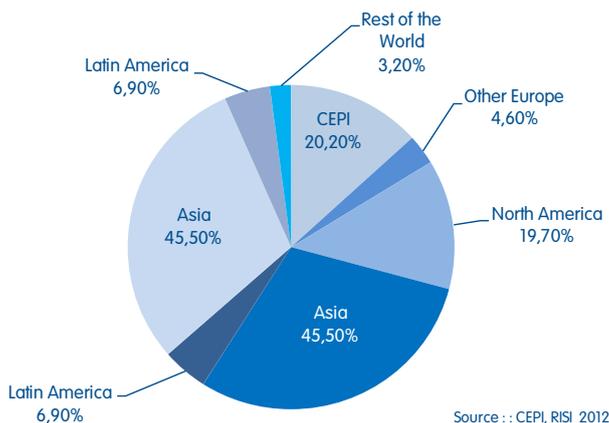


Source : CEPI, RISI 2012

## CONSOMMATION DU PAPIER DANS LE MONDE

L'utilisation d'une multitude de produits à base de papier et de carton est une réalité quotidienne. En 2010, la consommation mondiale de papier a dépassé les 350 millions de tonnes par an et les projections jusqu'en 2020 prévoient une évolution moyenne de 2% à 3% par an.

### Consommation du papier et du carton dans le monde en 2011

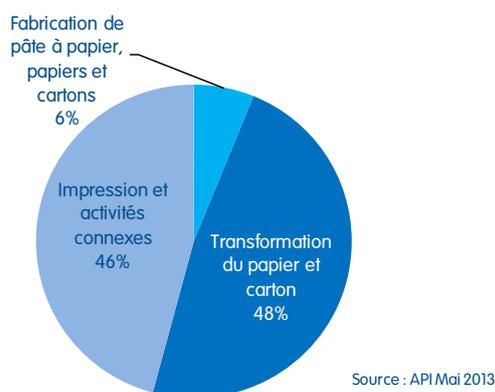


Cependant cette évolution reste dépendante du niveau de développement du pays et la hausse progressive du niveau de vie. La consommation est comprise entre 200 et 300 kilos de papier par an et par habitant pour les pays occidentaux. L'Asie, l'Amérique du nord, et les 18 pays du CEPI sont les principaux consommateurs de papier dans le monde. Alors que pour les pays d'Afrique, la consommation n'a pas dépassé les 10 kilos par an et par habitant.

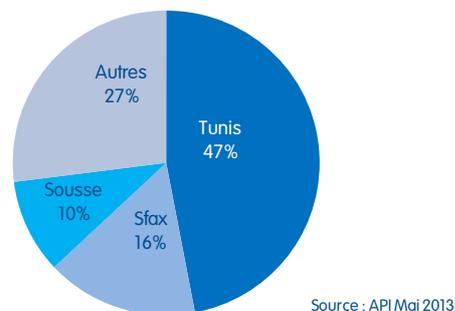
### L'INDUSTRIE DU PAPIER ET DU CARTON EN TUNISIE

L'industrie du papier occupe une place importante dans l'économie tunisienne. Ce secteur connaît une croissance remarquable poussée par le développement industriel qui génère des besoins croissants en matière d'emballage. L'industrie du papier en Tunisie réfère à trois activités principales liées à la fabrication, la transformation et l'impression du papier et du carton. Aujourd'hui, l'industrie de papier en Tunisie regroupent 227 entreprises (dont 25 totalement exportatrices) et emploie 18 857 personnes (source API -mai 2013). La majorité de ces unités papetières tiennent leurs sièges sociaux à Tunis. Le reste se sont concentrés sur les grande villes traduisant ainsi une faible répartition régionale du secteur. Sfax reste la région la plus concentré avec 47% de l'ensemble des entreprises de l'industrie des papiers.

#### Répartition d'entreprises de l'industrie du papier selon activité

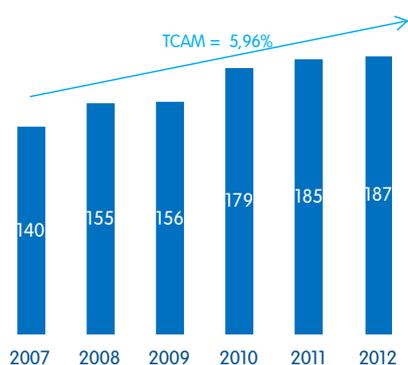


#### Répartition régionale des entreprise opérant dans le domaine de papièterie



### L'ÉVOLUTION DE PRODUCTION DU PAPIER SUR LE MARCHÉ TUNISIEN

#### Evolution de l'indice de production de papier (MDT)



La production du papier et du carton est en hausse progressive, elle couvre la quasi-totalité des besoins sur le marché, seuls les papiers techniques et spéciaux, faute d'expérience du marché local en termes de technologie, sont encore importés.

Cette évolution permet de répondre au besoin du marché tunisien essentiellement, le secteur des cimenteries. Le démarrage de nouvelles cimenteries se traduira par une croissance de 50% pour la demande de papier Kraft qui avoisinera les 37 000T. Au-delà du secteur du ciment, la demande de papier Kraft est appelée à se développer

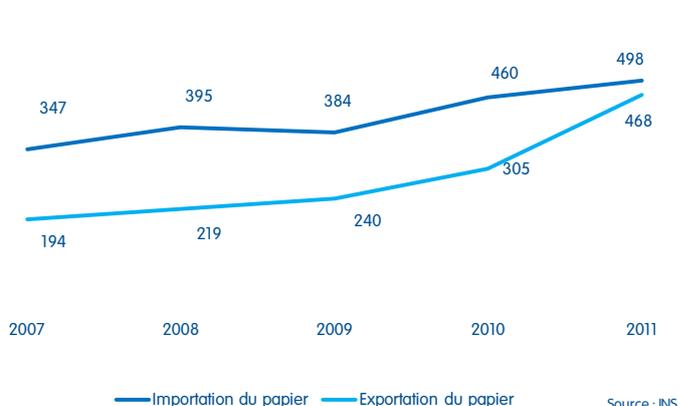
avec la substitution de certains emballages en plastique. La demande potentielle pour ce produit vert est estimée à 10 000 T par an. Pour ce qui est du Test liner et Cannelure, les perspectives de développement de ces produits en Tunisie sont prometteuses. La demande nationale pour ces produits est estimée aujourd'hui à 70 000 T par an.

## LE COMMERCE EXTÉRIEUR (EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS)

Les exportations nationales de papier sont passées de 194 MDT en 2007 à 268 MDT en 2011, soit une croissance annuelle moyenne de 8%. Les exportations se font d'une façon directe, ou indirecte à travers l'emballage des produits exportés. En 2011, la Libye se positionne comme le principal client de la Tunisie avec 81 MDT du chiffre d'affaire d'export du papier suivie par la France avec 36 MDT puis le Maroc avec 28 MDT.

Parallèlement, les importations d'industries papetières sont passées de 347 MDT en 2007 à 498 MDT en 2011, soit une progression annuelle moyenne de 9%. Ces importations comportent la pâte à papier pour Cannelure, le Test Liner, le carton composite, le papier Kraft, le papier journal. En 2011, la France était considérée comme le principal fournisseur du papier pour la Tunisie avec un montant de 132 MDT d'importations.

Evolution du commerce extérieur du secteur du papierie 2007-2011 (en MDT)



## PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

La SOTIPAPIER «Société Industrielle du Papier et du Carton» est une entreprise spécialisée dans la fabrication de papier d'emballage. Créée en 1981 par Monsieur Abdelkader HAMROUNI, fondateur du «Groupe HAMROUNI», avec un capital initial de 230 000DT, la société a vu son capital augmenter pour s'établir aujourd'hui à 23 950 mDT. La dite société a changé son statut juridique en deux phases, en effet, cette dernière a été initialement constituée sous forme de SARL avant de se transformer en société anonyme, en 2010.

En mai 2012, la famille fondatrice, a ouvert le capital de la société et ce, dans le cadre d'une cession majoritaire de 70%, aux sociétés HAN TN, VALUE CONSULTING et HAN LUX, détenues majoritairement par le fonds d'investissement INTAJ CAPITAL II et gérées par SWICORP.

L'usine de la société est implantée à Belli (Bou Argoub –Nabeul), tandis que le siège social de SOTIPAPIER est à la Zone Industrielle de Megrine, Saint Gobain, 2014 Ben Arous.

## APERÇU SUR L'ACTIVITÉ DE LA SOCIÉTÉ

SOTIPAPIER se spécialise dans la production de deux types de papier, à savoir le kraft et le Testliner. Le papier Kraft est un type de papier très résistant utilisé pour différents types de sacs et d'emballage de matériaux lourds.

Avec une capacité de production nominale de 30.000 Tonnes pour ce type de papier par an, la SOTIPAPIER se hisse au premier rang sur le marché tunisien avec une part de 80% du marché, le reliquat étant couvert par les importations.

La nature fortement capitalistique de cette activité constitue une barrière à l'entrée pour d'éventuels concurrents. Pour ce qui est du papier Test liner et Cannelure, produits à base de fibres recyclées et utilisés pour fabriquer le carton ondulé, la société ne détient que 26% des part de marché. En effet, la SOTIPAPIER subie un forte concurrence sur ce marché de la part d'un majeur acteur local qui est la société

T’PAP (une société du groupe POULINA). Quant au reste du marché, il est comblé par quelques concurrents disparates mais surtout par les importations.

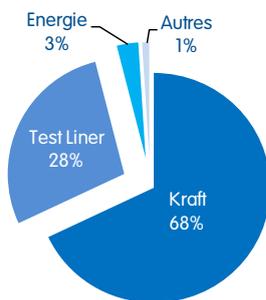
Outre que ces deux activités, la SOTIPAPIER produit également de l’énergie grâce à son système de cogénération mis en place depuis 2007, devenant ainsi la première unité industrielle en Tunisie à avoir installé ce système.

La société jouit d’une expérience de plus de 30 ans qui lui confère une maîtrise parfaite des procédés de fabrication. Sa réputation sur le marché lui permet de bénéficier de la confiance et de la fidélité de ses clients

## ANALYSE FINANCIÈRE

### Structure du chiffre d'affaires par branche d'activité

Structure du chiffre d'affaires par famille 2012



Avec une participation qui dépasse les 68%, l’activité historique de la SOTIPAPIER représente plus des 2/3 du total du chiffre d’affaires de la société. En effet, les ventes du papier Kraft, destinées essentiellement au secteur du ciment, ont totalisé les 33 038 mDT en 2012, en baisse de 4% par rapport à 2011. Cette décélération émane de la baisse des prix de vente durant cette année (de 7% en moyenne).

A fin 2012, le chiffre d’affaires de la branche d’activité Test Liner et Cannelure a affiché une reprise comparé à l’année 2011 avec une croissance de 14% à 13 788 mDT. Ce dernier participe à raison de 28% au revenu total de la société.

Outre que ces deux activités, la société dispose de revenus provenant de la vente d’énergie à la STEG. Ces revenus s’expliquent par le fait que la SOTIPAPIER est en autosuffisance en termes de consommation électrique et qu’elle est en mesure de revendre son excédent énergétique à la STEG. Cette branche d’activité représente seulement 3% des revenus de la société.

### Évolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d’affaires global de la société a évolué en dents de scie entre 2010 et 2012. Ce dernier a affiché une baisse de 4,12% entre 2010 et 2011 de 49 755 mDT à 47 706 mDT avant de reprendre sa hausse de 1,48% à 48 414 mDT.

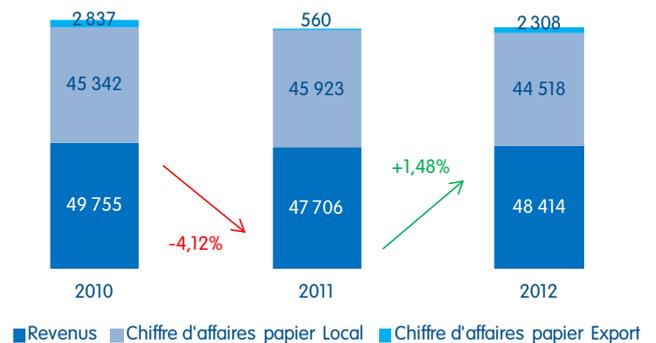
La part prépondérante de la production de SOTIPAPIER provient du marché local avec une participation de 95,07% au chiffre d’affaires papier total de 2012 contre une part dérisoire des exportations de 4,93%.

Le chiffre d’affaires local Kraft de la SOTIPAPIER, qui représente 94% de la production locale, est passé de 30 182 mDT en 2010 à 32 915 mDT en 2012, soit une évolution annuelle moyenne de 4,43%. Cette croissance a été freinée par la baisse du tonnage vendu en 2011 dans un contexte exceptionnel, particulièrement pour le secteur du ciment auquel le papier Kraft est fortement lié, ainsi que par la baisse des prix de vente en 2012.

La baisse du chiffre d’affaires local Test Liner et Cannelure de 15 160 mDT en 2010 à 11 603 mDT est expliquée par la perte de la SOTIPAPIER d’un client important (UNIPACK) et ce suite à l’entrée d’un nouveau concurrent au marché Tunisien (TPAP, filiale du groupe POULINA).

Du côté des exportations, l’essentiel de ces revenus provient de la branche d’activité Test Liner et Cannelure. Le chiffre d’affaires local de cette dernière a connu une évolution annuelle moyenne, entre 2010 et 2012, de -10,55%. Une dégradation qui émane de l’arrêt des exportations et des ruptures d’approvisionnement en vieux papier dans un contexte de Révolution en Tunisie et par une situation de crise dans le marché cible

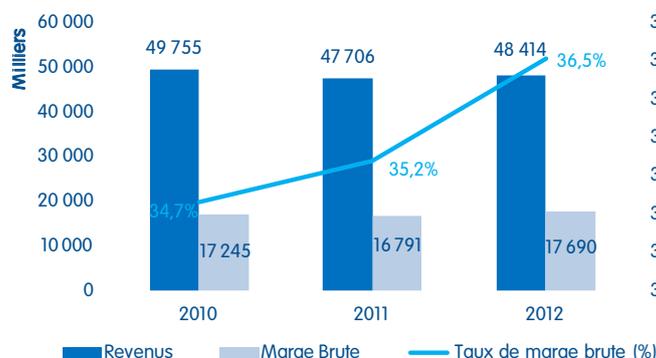
Variation du Chiffre d'affaires (mDT)



(la Libye). Cette baisse enregistrée en 2011 n'a pas pu être totalement rattrapée en 2012.

Le chiffre d'affaires export Kraft représente une part marginale du total des exportations avec des revenus qui ne dépassent pas les 123 mDT en 2012.

Evolution de la marge brute (mDT)



La marge brute a suivi la même tendance que le chiffre d'affaires marquant ainsi un fléchissement entre 2010 et 2011 de 17 245 mDT à 16 791 mDT avant de grimper à 17 690 mDT à fin 2012.

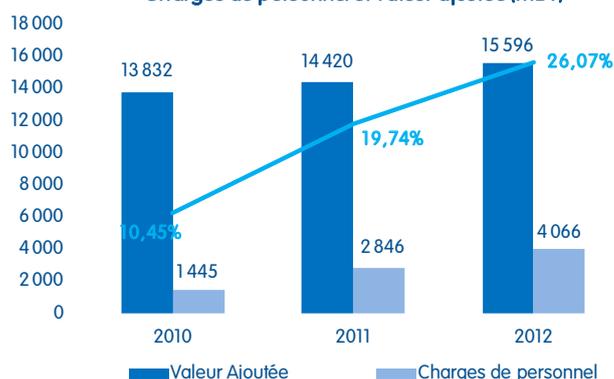
En dépit de cette baisse, le taux de marge brute a affiché une évolution sur une courbe haussière, sur la période 2010-2012, de 34,7% à 36,5%.

Les achats et approvisionnements consommés absorbent en moyenne, sur la période 2010-2012, 64% du chiffre d'affaires global, constituant ainsi les charges les plus importantes de la société. Ces dernières ont

marqué une croissance annuelle moyenne de 2,92% entre 2010 et 2012.

### Valeur ajoutée

Charges de personnel et valeur ajoutée (mDT)



Du côté des charges de personnel, une hausse annuelle moyenne de 67,72% a été enregistrée entre 2010 et 2012, pour s'établir à 4 066 mDT. Cette hausse émane de la difficulté de l'environnement social au sein de la société après la Révolution et qui a engendré la conclusion d'un pacte social, au mois d'août 2013, englobant des primes obligatoires.

L'effectif de la société a baissé à 274 employés en 2012 contre 278 en 2011 et 322 employés en 2010.

ajoutée, qui s'est accrue de seulement 6,19% en moyenne entre 2010 et 2012. Par conséquent, le ratio Charges personnel / Valeur ajoutée a plus que doublé durant cette période. En dépit de cette progression, ce ratio reste largement confortable, étant donné qu'en 2012, les charges du personnel n'ont consommé que 26,07% de la valeur ajoutée dégagée par la SOTIPAPIOER.

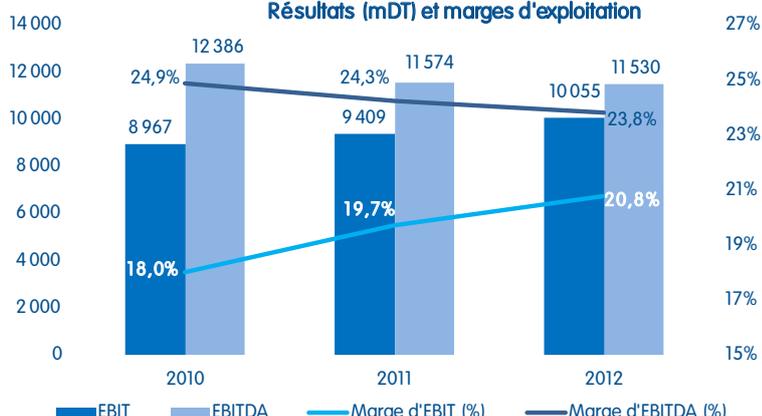
Durant cette période, la hausse des charges du personnel a été plus prononcée que celle de la valeur

### Excédent brut d'exploitation et résultat d'exploitation

La SOTIPAPIOER dégage des niveaux de rentabilité très satisfaisants. En effet, la marge d'EBITDA se situe en moyenne, entre 2010 et 2012, à 24,32%. Ce taux a baissé entre 2011 et 2012 de 24,3% à 23,8%, un déclin qui trouve son origine dans l'accélération des charges du personnel durant cette période.

Suite à la régression des dotations aux amortissements et aux provisions de 3 419 mDT en 2010 à 1 474 mDT en 2012, l'EBIT a suivi une tendance haussière durant cette période pour clore l'exercice 2012 à 10 055 mDT. Ainsi, le taux de marges d'EBIT va gagné des points en évoluant de 18,0% à 20,8%.

Résultats (mDT) et marges d'exploitation



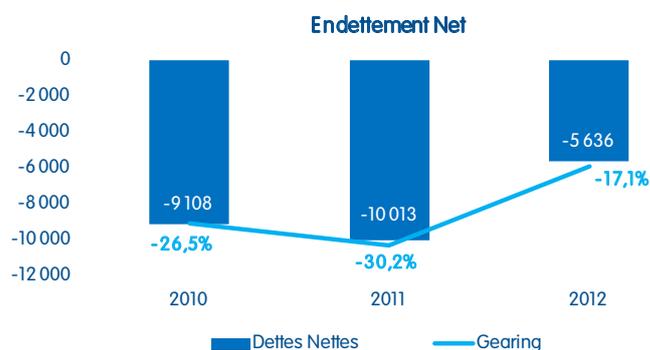
## Résultat Net

La SOTIPAPIER a affiché une bonne résistance face à la conjoncture délicate qui a caractérisé le pays depuis fin 2010. En effet, le résultat net de cette dernière a évolué au vert et sur une courbe haussière en passant de 7 558 mDT en 2010 à 8 476 mDT en 2012, une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 5,9%.

DT	2010	2011	2012	TCAM
<b>Résultat Net</b>	7 557 933	7 326 469	8 476 495	<b>5,9%</b>
<b>Taux de Marge Nette</b>	15,2%	15,4%	17,5%	

Suivant la même tendance, la marge nette de la société va accusé une hausse de 15,2 à 17,5% sur la même période. Ce niveau dégagé demeure très confortable permettant à l'entreprise de jouir d'une dynamique de croissance importante.

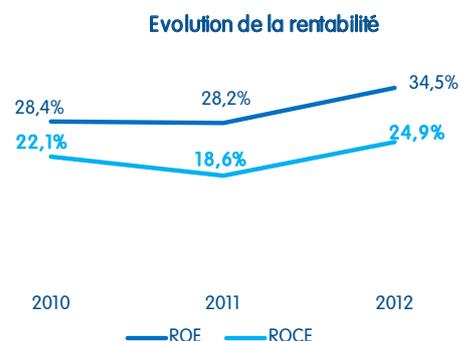
## Endettement et rentabilité



La structure financière de la SOTIPAPIER est saine. La société est fortement génératrice de Cash flow ce qui lui permet d'autofinancer ses investissements. Par conséquent, la dette nette de la société demeure négative.

La société dispose de dettes à court terme qui lui permettent de financer son cycle d'exploitation.

En termes de rentabilité, deux axes sont à explorer. Sur le plan économique, suite à l'amélioration de la rentabilité dégagée par rapport à l'actif mobilisé, la rentabilité économique de SOTIPAPIER s'est accrue entre 2010 et 2012, connaissant une légère baisse en 2011 suite à la baisse du résultat net. Le ROCE va s'établir, à fin 2012, à 24,9% contre 22,1% en 2010.



Cette rentabilité est confirmée par une rentabilité financière qui lui est supérieure. La rentabilité des fonds propres de la société a clôturé l'exercice 2012 à 34,5%, un niveau de rentabilité largement supérieur du marché.

## Équilibre financier

Du côté de l'équilibre financier, le besoin en fonds de roulement s'est élargi sur la période 2010-2012 de 12,93% pour s'établir à 23 144 mDT.

Sur la même période, le fond de roulement s'est inscrit en amélioration de 2,76%. Ce dernier demeure suffisant pour couvrir la totalité du BFR, ce qui a traduit une suffisance au niveau des ressources permanentes à travers la réalisation d'une trésorerie excédentaire qui a atteint 5 636 mDT en 2012.

En DT	2010	2011	2012	TCAM
<b>FR</b>	27 254 254	27 668 612	28 780 870	2,76%
<b>BFR</b>	18 146 731	17 655 457	23 144 461	12,93%
<b>Trésorerie Nette</b>	9 107 523	10 013 155	5 636 409	-21,33%

Néanmoins, l'accélération au niveau du besoin de fond de roulement a été plus prononcé que celle du

fond de roulement entraînant ainsi une baisse considérable au niveau de la trésorerie nette qui a reculé de 21,33% entre 2010 et 2012.

### Dividendes

En DT	2010	2011	2012
Dividendes distribués	8 140 000	8 500 000	5 967 500
Dividendes par action	0,440	0,431	0,275
PayOut	107,70%	116,02%	70,40%

Eu égard à sa situation financière saine lui permettant de générer des cash flows importants, SOTIPAPIER a la capacité d’assurer une politique de dividendes généreuse. Sur un historique de trois ans, les dividendes distribués sont passés de 8 140 mDT en 2010 à 5 967 mDT à fin 2012 correspondant à un dividende par action de 0,275 DT et un Payout important de 70,40%.

### Stratégie de développement

Sur la période prévisionnelle, SOTIPAPIER compte mettre à niveau ses équipements actuels, chose qui va lui permettre d’améliorer significativement la qualité de ses produits et de réaliser des économies de coûts en augmentant la productivité des machines et en réduisant la consommation d’énergie.

L’enveloppe d’investissement à allouer sera répartie comme suit :

mDT	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	Total
Préparation de la pâte	1 000	1 000				2 000
Machine Kraft	2 500		6 000			8 500
Machine Test Liner		6 000				6 000
Environnement				1 506	1 569	3 075
<b>Total</b>	<b>3 500</b>	<b>7 000</b>	<b>6 000</b>	<b>1 506</b>	<b>1 569</b>	<b>19 575</b>

A partir de 2016, 3 075 mDT seront consacrés aux investissements environnementaux afin de conformer la société aux normes environnementales nationales et internationales.

Afin de réaliser ses prévisions, SOTIPAPIER va adopter une stratégie de développement, axée sur :



## Perspectives d'avenir

	2013e	2014P	2015P	2016P	2017P	TCAM
<b>Revenus</b>	<b>54 058 405</b>	<b>58 200 174</b>	<b>66 041 865</b>	<b>73 728 548</b>	<b>79 839 749</b>	<b>10,24%</b>
Achat de marchandises consommées	23 096 312	25 434 911	28 418 123	31 437 687	34 110 121	10,24%
Achat d'approv	10 859 751	9 959 675	10 524 919	11 998 011	13 312 455	5,22%
<b>Marge Brute</b>	<b>20 102 342</b>	<b>22 805 588</b>	<b>27 098 823</b>	<b>30 292 850</b>	<b>32 417 173</b>	<b>12,69%</b>
Taux de marge brute (%)	37,2%	39,2%	41,0%	41,1%	40,6%	
Autres charges d'exploitation	3 313 469	3 556 667	3 800 345	4 086 941	4 441 218	7,60%
<b>Valeur Ajoutée</b>	<b>16 788 873</b>	<b>19 248 921</b>	<b>23 298 478</b>	<b>26 205 909</b>	<b>27 975 955</b>	<b>13,62%</b>
Charges de personnel	4 823 135	5 408 757	5 841 458	6 308 774	6 813 476	9,02%
<b>EBITDA</b>	<b>11 965 738</b>	<b>13 840 164</b>	<b>17 457 020</b>	<b>19 897 135</b>	<b>21 162 479</b>	<b>15,32%</b>
Marge d'EBITDA (%)	22,13%	23,78%	26,43%	26,99%	26,51%	
Dotations aux amort et aux provisions	1 215 317	2 085 294	2 163 711	2 093 563	2 156 986	15,42%
<b>EBIT</b>	<b>10 750 421</b>	<b>11 754 870</b>	<b>15 293 309</b>	<b>17 803 572</b>	<b>19 005 493</b>	<b>15,31%</b>
Marge d'EBIT (%)	19,9%	20,2%	23,2%	24,1%	23,8%	
<b>Résultat Net</b>	<b>9 108 831</b>	<b>9 719 495</b>	<b>12 591 162</b>	<b>14 655 063</b>	<b>15 764 004</b>	<b>14,70%</b>
Taux de Marge Nette	16,8%	16,7%	19,1%	19,9%	19,7%	
<b>PAYOUT</b>	<b>70%</b>	<b>70%</b>	<b>70%</b>	<b>70%</b>		

SOTIPAPIER table sur une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 10,24% au niveau de son chiffre d'affaires pour atteindre les 79 839 mDT à fin 2017. Cette accélération est boostée par les investissements prévus par la société.

Eu égard au développement de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée durant la période prévisionnelle, SOTIPAPIER compte dégager une valeur ajoutée de 27 976 mDT à fin 2017 contre 16 789 mDT en 2013, une croissance annuelle moyenne de 13,62%.

Durant la période prévisionnelle, la marge d'EBITDA va s'améliorer davantage suite à l'optimisation des charges de production, cette dernière va passer de 22,13% à 26,51% entre 2013 et 2017.

Le résultat net de la société devrait hausser à 15 764 mDT à fin 2017, correspondant à une marge nette importante de 19,7%. Le PAYOUT sera maintenu au même niveau de 2012, soit à 70%.

## RECOMMANDATION

Leader sur le marché du papier Kraft et première société Tunisienne sur le marché du Test Liner, la société SOTIPAPIER est très bien placée sur son secteur d'activité. Eu égard à ce positionnement, la bonne maîtrise du processus de production et la performance du management, la société se dote d'une situation financière saine, des comptes qui font de la résistance malgré la conjoncture et se caractérise par un bon rendement en dividendes.

Il est à noter que la nature de l'activité de la société l'expose à un risque de change important dans la mesure où ces importations se font substantiellement en Dollar et en Euros. A cet effet, et dans le but de stabiliser ses marges, SOTIPAPIER tente de répercuter partiellement la variation du prix de matière première sur ses prix de ventes.

Afin d'asseoir son leadership sur le marché du papier Kraft et de saisir le potentiel de croissance existant sur le marché du Test Liner, SOTIPAPIER compte mettre à niveau son équipement industriel et améliorer la qualité de ses produits.

Sur la base d'un prix d'introduction de 5DT, le titre SOTIPAPIER présente une valorisation raisonnable basée sur un business plan qui affiche un TCAM<sub>2013-2017</sub> de 10,24% de ses revenus. Le titre se transige à 13,1x ses bénéfices estimés de 2013 et à 12,3x ceux de 2014.

Au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société SOTIPAPIER s'inscrit dans une optique de placement à Moyen / Long terme.

## **MAXULA BOURSE**

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565,

[maxulabourse@topnet.tn](mailto:maxulabourse@topnet.tn)

[www.maxulabourse.com.tn](http://www.maxulabourse.com.tn)

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