

Cours : 5,25D
26 Sept 2014

Ratios boursiers

	2012	2013	2014e
PE	14,4	13,9	33,9
VE/CA	2,4	2,1	1,9
VE/EBITDA	10,1	9,9	16,2
P/BV	3,7	3,4	3,3
Div Yield	4,9%	4,9%	2,1%

Données par action (D)

	2012	2013	2014e
Bénéfice	0,354	0,366	0,150
Dividende	0,249	0,250	0,105
Actif net	1,374	1,480	1,525

Compte de résultat (MD)

	2012	2013	2014e
CA	48,4	55,4	60,0
EBITDA	11,5	11,7	7,2
Résultat net	8,5	8,8	3,6

Données financières

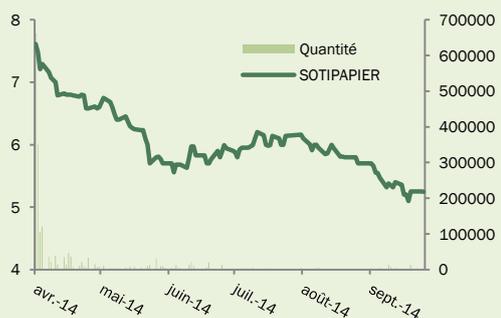
	2012	2013	2014e
Marge nette	17,5%	15,8%	6,0%
ROE	25,8%	24,7%	9,9%
Gearing	19,0%	16,0%	-15,5%

Performance

	2012	2013	Début 2014
SOTIPAPIER			7,0%
TUNINDEX	-3,0%	-4,3%	4,9%
TUNINDEX 20	-4,6%	-2,2%	8,9%

Informations boursières

Capitalisation (MD)	122,1
Nombre de titres	23 950 000
Groupe HAMROUNI	18,0%
Value Consulting	15,7%
Han TN	15,7%
Han Lux	10,6%
CTKD	5,0%
Public	35,0%



L'année 2013:

L'année 2013 s'est caractérisée par :

- Une importante croissance du chiffre d'affaires de 14,5% à 55,4MD ;
- Un effritement de la marge brute de 21,0pb à 34,4% suite à l'augmentation du coût des intrants ainsi que la dévaluation du Dinar face au Dollar US ;
- Une faible progression de l'EBITDA de 1,9% à 11,7MD et un résultat net de 8,8MD (+3,4% par rapport à 2013).

Il est à noter que ces réalisations sont en léger décalage par rapport au Business Plan publié en Février 2014 suite à l'introduction de la société à la cote de la bourse (-3,8% en termes de bénéfice net). Ce retard se justifie principalement par une augmentation plus importante du coût des matières premières.

Le premier semestre 2014

Durant les six premiers mois de l'année, la société a connu des arrêts de production suite à des mouvements sociaux et de maintenance ayant impacté la production et par suite les ventes en tonnage qui ont baissé de 4,7%. Cependant, l'augmentation des prix pratiquée au courant de cette année suite à l'augmentation des prix des intrants a permis à la société d'afficher un chiffre d'affaires de 31,5MD, soit +0,9% par rapport à la même période de 2013.

La hausse du prix des intrants couplée à une dépréciation du Dinar face au dollar ont eu un impact négatif sur la marge brute de la société qui s'est effritée de 15,1 points à 21,6% contre 36,7% à fin juin 2013.

Le résultat d'exploitation s'est inscrit en baisse de presque 2/3 par rapport à la même période de 2013, soit 2,3MD.

La société a clôturé le premier semestre avec un bénéfice net de 1,8MD, soit -68,6%.

Pour le second semestre 2014, aucun chiffre n'a été divulgué par le management lors de la dernière communication financière, sauf que les résultats seront nettement inférieurs à ceux de 2013. La société a engagé un certain nombre de mesures afin d'apaiser le climat social et améliorer la rentabilité.

Ainsi, nous estimons :

- Un chiffre d'affaires de 60MD, soit +8,2% par rapport à 2013 ;
- Un EBITDA de 7,2MD en régression de 38,7% par rapport à fin décembre 2013 ;
- Un bénéfice net de 3,6MD contre 8,8MD en 2013.

Par ailleurs, la société a procédé à l'acquisition des 60% restants du capital de la société ECRT, dont elle détenait jusque là 40% du capital. Cette société qui était pratiquement inactive depuis 15 mois selon le management, devrait permettre la collecte du papier usagé et réduire ainsi au fur et à mesure le coût moyen des intrants. Le coût d'acquisition est aux alentours de 500mD. Les fruits de cette prise de participation seront visible à notre avis à partir de l'exercice 2015.

En matière d'investissement, le management prévoit une enveloppe totale de 40MD sur les 5 prochaines années contre 16MD initialement prévue lors de l'introduction en bourse. Une réactualisation des montants des machines Kraft et Test Liner a été faite en tenant compte de la parité Euro/Dinar ainsi que la station biologique qui coûtera désormais 10MD contre 3MD seulement prévu. Cette dernière permettra de réduire la consommation d'eau et le traitement des déchets. Ce sur plus des investissements sera financé à travers des crédits bancaires. Rappelons que la société dispose d'une structure d'endettement vierge qui lui permettra de financer ses programmes d'investissement futurs.

Il est clair que le business plan publié en février 2014 ne sera pas respecté et que le management a promis de le réactualiser en tenant compte des nouvelles données. Ceci étant, l'année 2015 sera sans doute meilleure que celle en cours et que les nouveaux investissements permettront d'améliorer la qualité des produits offerts et de rentabiliser davantage l'activité à travers une réduction du taux de rebus ainsi que la facture énergétique.

D'un point de vue boursier et jusqu'à la veille de la publication des états financiers semestriels, le titre SOTIPAPIER affichait une performance de 14%. Les réalisations de la société durant les 6 premiers ont été en deçà des attentes des investisseurs et le titre a perdu 7% de sa valeur en trois semaines. Au final, le titre affiche une performance depuis le début de 2014 de 7% seulement par rapport à sa première cotation en Avril 2014. Actuellement, le titre se valorise à 14x ses bénéfices de 2013 mais 34x ceux prévus pour 2014. Une valorisation que nous jugeons assez élevée en raison des contre performances de la société durant 2014. En termes de rémunération, le titre devrait offrir un rendement en dividende au titre de l'exercice 2014 de 2,1% (sur la base d'une distribution de 0,100D par action).

Les réalisations du premier semestre 2014 nous ont beaucoup déçu et nous estimons que la société aurait pu communiquer beaucoup plus tôt sur les divers problèmes rencontrés depuis le début de cette année. Ceci étant et même si le coût de l'augmentation du prix des intrants a été très dur pour cette année, nous pensons que durant le prochain exercice, la société devrait redresser la barre et afficher une croissance à deux chiffres avec une nette amélioration de la rentabilité. Les années futures seront nettement meilleures.

Ainsi et malgré ces réalisations, nous réitérons notre recommandation conservatrice sur le titre dans l'attente de la publication du nouveau Business Plan.

Recommandation : Conserver