

Secteur : Industrie

Nombre d'actions offertes: 1 456 000 actions

Prix : 7,500 Dinars (Nominal = 1 Dinars)

Jouissance des actions : 1^{er} Janvier 2012

Capitalisation boursière après OPF : 35,3MD

Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Hatem DENGUEZLI	90,2%	62,2%
Autres actionnaires	9,8%	6,8%
Institutionnels	-	18,6%
Public	-	12,4%
Total	100%	100%

Chiffres clés :

ROE 2012e/2013e: 8,6% / 26,8%

PE 2012e/2013e: 30x / 8,4x

P/BV 2012e/2013e: 2,4x / 1,8x

Div Yield = 1,3%

Opinion: Souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme

But de l'augmentation de capital :

La levée de fonds de 10,9MD permettra à la société de :

- Rééquilibrer la structure financière de la société ;
- Financer le programme de développement de la société ;
- Accroître la notoriété de la société ;
- Bénéficier de l'avantage fiscal avec un taux d'imposition réduit à 20% pendant les 5 prochaines années

Points clés :

- Un savoir faire reconnu et une part de marché estimée à 30% ;
- Un marché très concurrentiel avec possibilité de l'entrée de nouveaux acteurs ;
- Une structure financière déséquilibrée caractérisée par un endettement lourd et une sous capitalisation ;
- Une forte exposition à la fluctuation du cours des matières premières ;
- Un différend avec RUPP KASLE grevant ainsi la rentabilité de Land'OR (un coût de 4MD) ;
- Des perspectives de développement très importantes à l'export et essentiellement pour les pays limitrophes ;
- Une stratégie de développement axée sur le lancement de nouveaux produits à forte valeur ajoutée ;
- Une valorisation représentant 30 fois les bénéfices estimés pour 2012 et 8 fois ceux projetés pour 2013, et un rendement en dividende de 1,3%.

1- Caractéristiques de l'offre

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 1 456 000 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 30,9% du capital après augmentation

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles : 7,500 Dinars, soit 1 Dinar de valeur nominale et 6,500 Dinars de prime d'émission

Montant de l'opération : 10 920 000 dinars

Période de souscription : Du 16 Janvier au 6 Février 2013 inclus

Jouissance des actions : Les actions nouvelles porteront jouissance à partir du 1^{er} janvier 2012

Offre proposée : Les 1 456 000 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

Offre à prix ferme

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant en DT
<u>Catégorie A :</u>			
Demandes réservées au personnel de Land'Or sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 23 500 actions	8,6%	50 000	375 000
<u>Catégorie B :</u>			
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, autres que les OPCVM sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 23 500 actions pour les non institutionnels et 235 000 actions pour les institutionnels	66,3%	386 000	2 895 000
<u>Catégorie C :</u>			
Demandes réservées aux OPCVM Tunisiens sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 146 000 actions	25,1%	146 000	1 095 000
Total	100,0%	582 000	4 365 000

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

Pour les catégories 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, sans que la part de chaque OPCVM ne dépasse 5% du capital à l'issue de l'opération.

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.

Placement garanti

Essentiellement auprès d'institutionnels et portant sur 874 000 actions représentant 60% du total des actions à émettre en numéraire et 18,6% du capital après augmentation. Les institutionnels 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 .

La demande de souscription doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 5% du capital social après augmentation, soit 235 000 actions.

Les souscripteurs dans le placement garanti n'auront pas le droit de souscrire dans le cadre de l'OPF.

Les souscriptions dans le cadre du placement garanti sont centralisées auprès de MACSA.

Contrat de liquidité : Portant sur 100 000 dinars et 100 000 actions pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions Land'Or.

Avantage fiscal :

Les souscripteurs à la présente augmentation de capital bénéficieront de la déduction des revenus ou bénéfices réinvestis dans la limite de 35% des revenus ou bénéfices nets à l'IRPP ou l'IS et ce conformément à l'article 7 de la loi 93-120 du 27/12/1993 portant promulgation du code d'incitations aux investissements.

2- Présentation de la société Land'Or :

La société Land'Or (ex SOVIA) a été créée à l'initiative de M. Hatem DENGUEZLI en 1994 et entrée en exploitation en 1996. Elle opère dans le secteur agroalimentaire et exerce principalement l'activité de fromagerie et accessoirement la charcuterie. Cette dernière a été abandonnée en 2011. Elle produit principalement le fromage fondu (triangles, slices, ...) et le fromage frais représentant 5% seulement du chiffre d'affaires de la société.

Elle est située à seulement 25 km de Tunis dans la région de Khélidia – Mornag sur un terrain d'une superficie de 20 hectares avec une surface couverte de l'ordre de 6 hectares.

Durant la dernière décennie, la société a réalisé deux programmes de mise à niveau portant sur une enveloppe totale de 12MD. Le premier réalisé en 2001 portant sur l'extension des bâtiments et l'acquisition de nouvelles machines de conditionnement. Quant au deuxième programme, il portait sur l'extension de la gamme de fromage fondus et le lancement de fromage à base de lait.

En 1997, Land'Or a conclu un accord de partenariat technique portant sur l'assistance et le transfert du know how avec la société RUPP KASLE en vue d'attaquer le marché des fromages fondus. En 2003, Land'Or a suspendu le paiement des redevances sur le fait du non respect de l'article 8 de l'accord stipulant la constitution d'une joint venture entre les deux parties une fois que la production vendue des fromages de la

société atteint 2000 tonnes par an. RUPP KASLE prétendait que l'article ne traite pas d'une obligation, mais d'une possibilité de joint venture. En 2008, cette dernière a intenté une action en justice devant la cour internationale d'arbitrage qui a donné son jugement définitif au courant de 2012 condamnant Land'Or au paiement d'un montant de 5,3MD à RUPP KASLE dont 3,1MD représentant le principal de la redevance.

Un arrangement à l'amiable a été convenu entre les deux parties afin de ramener le montant de l'indemnisation de RUPP KASLE à 2M€, soit l'équivalent de 4MD payable en deux tranches égales : 2MD à fin 2012 et 2MD en 2013. A fin 2011, une provision de 2,8MD a été constituée, le reste (soit 1,2MD) sera comptabilisé sur les comptes de 2012.

La société est contrôlée par le ministère de la santé à travers des missions de contrôle d'hygiène et elle fait fréquemment recours à la société de certification « APAVE » afin d'obtenir des certifications concernant la sécurité technique du matériel industriel.

La société Land'Or est à la tête d'un groupe composé de 4 sociétés :

- Land'Or Foods & Services, société de droit tunisien créée en 2003 détenue à hauteur de 99,9% par Land'Or spécialisée dans le transport des marchandises pour le compte d'autrui ;
- Land'Or Maroc Foods & Services, société de droit marocain détenue à hauteur de 100% par Land'Or et spécialisée dans le commerce et la distribution des produits agroalimentaires. Elle a été créée en Décembre 2011 et entrée en exploitation au courant de 2012 ;
- Land'Or USA Holding Inc, société de droit américain dont le capital est détenu à hauteur de 100% par Land'Or. Elle a été créée en 2011 avec comme objet social l'industrie alimentaire. La société n'est pas encore entrée en exploitation ;
- Al Sharika Al Lybia Tounisia Al Haditha Al Ghidhaia Al Mushtaraka, société de droit libyen détenue à hauteur de 65% par Land'Or. Elle a été créée en 2010 ayant pour objet social l'industrie alimentaire. La société n'est pas encore entrée en exploitation ;

En 2011, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 45MD et un résultat net de 724,4mD.

3- Aperçu sur le marché du Fromage :

En Tunisie, la production de fromage a connu ces dernières années une croissance moyenne de 21% par an passant de 14 800 tonnes en 2004 à 38 000 tonnes en 2009.

Actuellement, on compte 20 entreprises industrielles fabriquant du fromage fondu à partir de matières premières importées et une multitude d'entreprises artisanales produisant essentiellement du fromage frais.

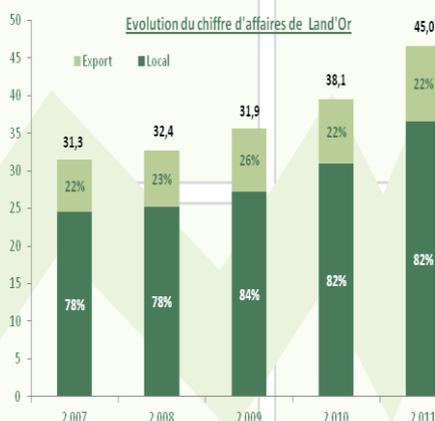
Les principaux concurrents directs de Land'Or sont :

- SOTUDEL, Société Tunisienne des Dérivés du Lait , créée en 1981 et commercialisant sa production de fromage fondu sous la marque « RIKI » ;

- IAT, Industries Alimentaires de Tunisie, fondées par le Groupe MABROUK en 1998 et commercialisant les marques « Président » et « FROMY ». Elle bénéficie de l'assistance technique de son partenaire français LACTALIS, un des acteurs mondiaux majeurs dans les produits laitiers ;
- La Compagnie Fromagère, une société créée en 2008 en partenariat entre le groupe Délice et le groupe français Bongrain et commercialisant la marque Milkana.

Le potentiel de croissance du marché de fromage est très important en Tunisie au vu du niveau de consommation relativement faible par rapport à la France ainsi qu'une nette évolution des habitudes de consommation à travers la restauration hors foyers et les fast-foods.

4- Activité de Land'Or :



Durant les 5 dernières années, le chiffre d'affaires de la société a affiché une croissance annuelle moyenne de 10% pour s'établir à 45MD en 2011 contre 31,3MD en 2007. L'essentiel des revenus de la société provient de la famille « Fromage Fondu » dont la part de représentativité au niveau du chiffre d'affaires est de 95%.

Au niveau de cette catégorie, le produit phare de Land'Or « Triangle » accapare à lui seul plus de 35% du chiffre d'affaires en 2011.

La majorité des ventes de la société est destinée au marché local (82%). Land'Or est présente sur l'ensemble du territoire en assurant une bonne couverture à travers les grossistes, les grandes surfaces* sans oublier la vente directe.

Quant à l'activité export, elle demeure faible (22% des revenus). La Libye, l'Algérie et le Maroc sont les principales destinations. Durant le dernier quinquennat, les ventes à l'export ont cru en moyenne de 10% à 10MD en 2011 contre 7MD en 2007.

Etant une entreprise industrielle, la société s'approvisionne essentiellement de caséines, poudre de lait, cheddar auprès de fournisseurs européens représentant près de 70% des achats de la société. Au cours des dernières années, les achats consommés de Land'Or ont fortement augmenté suite à la flambée du cours des matières premières, ce qui a fortement impacté la marge brute qui s'est dépréciée de 10 points en l'espace de deux ans. Désormais, Land'Or affiche un taux de marge brute de 33,1% en 2011 alors qu'il se situait aux alentours de 43,1% à fin 2009.

Consciente de cet impact négatif, la société a procédé au

**A l'exception de la chaîne Monoprix et Géant où les produits Land'Or ne sont pas commercialisés du fait de l'appartenance de ces enseignes à la marque « Président ». Cette absence au niveau de ces enseignes présente un manque à gagner de 7MD au niveau du chiffre d'affaires de Land'Or. Cette dernière aurait saisi le Conseil de la Concurrence pour dénoncer de telles pratiques et pourrait avoir gain de cause.*



cours de l'année écoulée (2012) à une augmentation de ses prix de vente : une hausse comprise entre 3% et 10% pour les fromages fondus et 5% pour les produits frais.

L'EBITDA a connu une baisse sensible et la marge d'EBITDA s'est effritée à 7,7% en 2011 contre 16,3% en 2009 suite à l'augmentation de la masse salariale : conséquence du recrutement de 45 agents d'exécution.

De plus, les trois dernières années ont connu la constitution d'une provision exceptionnelle de 2,8MD (0,8MD en 2009, 1,2MD en 2010 et 0,8MD en 2011) suite au différend opposant la société Land'Or avec la société RUPP KASLE.

La rentabilité de la société a été lourdement impactée avec une marge nette de 1,4% en 2011. Retraité de cette dotation, la société aurait dû afficher au courant de 2011 un bénéfice net de 1,4MD (contre 0,6MD réellement affiché) et une marge nette de 3,2%

L'handicap majeur de la société, réside au niveau de sa situation financière caractérisée par un très fort taux d'endettement représentant plus de 4 fois les capitaux propres de la société en 2011. Plus de 60% de la dette de Land'Or sont des crédits court terme générant ainsi des charges financières très importantes bouffant ainsi la moitié des résultats de la société.

De plus la structure financière de Land'Or est très déséquilibrée, caractérisée par un fond de roulement largement négatif : les actifs immobilisés excèdent de loin les capitaux permanents. L'actuelle augmentation de capital permettra de résorber ce déficit et consolider ainsi les fonds propres de la société.

Land'Or n'a pu renouer avec les bénéfices qu'à partir de 2009 et actuellement elle affiche une rentabilité financière de 30,3%, certes élevée mais qui se justifie par l'insuffisance des fonds propres.

	2009	2010	2011
Bénéfice net	603	974	638
Marge nette	1,9%	2,6%	1,4%
ROE	172,3%	83,4%	30,3%

5- Stratégie de développement :

Les orientations stratégiques de Land'Or s'articulent autour des axes suivants:

- Optimisation du circuit de distribution en vue de réduire la dépendance vis-à-vis des grossistes et se rapprocher le plus des clients ;
- Diversification de la gamme de produits à travers le lancement de nouveaux produits concepts comme le fromage tartinable afin de pénétrer de nouvelles niches commerciales ;
- Renforcer sa présence sur les marchés des pays limitrophes : la création en 2012 de sa nouvelle filiale marocaine lui permettra d'assurer l'approvisionnement des deux opérateurs « Marjene » et « Carrefour Maroc ». Pour la Libye, la société compte déposer une nouvelle marque de triangles afin de concurrencer les marques nationales existantes.

Afin d'accompagner sa stratégie de développement, un plan d'investissement a été prévu pour la période 2012-2013, portant sur une enveloppe de 13,3MD et qui consiste à l'extension de l'usine et l'augmentation de la capacité de production pour les « Triangles », les « Slices » ainsi que l'unité de Fromage Frais.

6- Compte de résultat et structure financière de la société: Historique & Prévisionnel

→ *Compte de résultat :*

(en mD)	Historique					Prévisionnel			TCAM
	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	
Chiffre d'affaires	31 932	38 108	45 022	54 309	71 879	81 460	91 604	103 172	18,3%
Local	23 618	29 576	35 027	43 297	51 543	57 384	63 705	70 796	15,2%
Export	8 314	8 532	9 995	11 012	20 336	24 076	27 899	32 376	29,0%
Autres produits d'exploitation	414	150	44						
Achats consommés	18 170	23 058	30 138	35 465	46 992	53 683	60 930	69 279	18,3%
Marge brute	43,1%	39,5%	33,1%	34,7%	34,6%	34,1%	33,5%	32,9%	
Frais de personnel	1 483	2 165	3 066	3 479	3 827	4 210	4 631	5 094	10,7%
	-25,2%	46,0%	41,6%	13,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Frais de personnel / CA	4,6%	5,7%	6,8%	6,4%	5,3%	5,2%	5,1%	4,9%	
Autres charges d'exploitation	7 482	8 750	8 414	8 301	10 572	11 850	13 292	15 023	
EBITDA	5 210	4 285	3 447	7 064	10 488	11 717	12 751	13 776	
Marge d'EBITDA	16,3%	11,2%	7,7%	13,0%	14,6%	14,4%	13,9%	13,4%	13,9%
Amortissements		1 236	1 326	2 255	2 780	2 867	2 453	2 128	
Provisions	3 767	1 345	1 022	1 648	593	672	756	851	
Charges financières	623	494	508	1 544	1 420	1 174	948	885	
Autres gains ordinaires	331	198	373						
Résultat avant impôt	1 151	1 409	964	1 617	5 695	7 004	8 594	9 912	
Résultat net	603	974	638	1 179	4 221	5 205	6 396	7 392	80,9%
Marge nette	1,9%	2,6%	1,4%	2,2%	5,9%	6,4%	7,0%	7,2%	

→ *Structure financière :*

(en mD)	Historique			Prévisionnel				
	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
Endettement net	10 983	11 854	11 581	14 643	11 975	7 122	1 945	-3 283
Gearing	1152,4%	553,5%	421,9%	98,6%	60,0%	30,4%	7,0%	-10,1%
ROE	172,3%	83,4%	30,3%	8,6%	26,8%	28,5%	29,9%	29,3%
FR	-5 978	-4 164	-5 613	2 757	4 909	8 613	12 622	16 846
BFR	1 354	3 614	1 308	5 671	7 413	8 387	9 417	10 591
TN	-7 332	-7 778	-6 921	-2 914	-2 504	226	3 205	6 255

Partant de ce qui précède :

- Le business plan de la société nous paraît assez ambitieux eu égard à l'évolution du chiffre d'affaires qui devra pratiquement doubler d'ici 2014. Le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires s'établit à 18,3% concentré essentiellement au niveau des années 2012 et 2013. En 2012, la société a largement respecté ses objectifs escomptés puisque le chiffre d'affaires effectivement réalisé s'établit à 56,2MD contre 54,3MD projeté, soit +3,4%. Pour 2013, nous demeurons optimistes quant à la croissance projetée (+32,4%) et nous estimons que la société serait en mesure de réaliser ses objectifs;
- L'activité Export gagnerait des points dans la structure du chiffre d'affaires avec 31,4% à fin 2016 contre 22% en 2011 : fruit de la stratégie de développement en Libye et au Maroc La croissance moyenne des revenus destinées à l'export durant les cinq prochaines années serait de 29%. En 2013, les exportations devront doubler à 20,3MD contre 10MD en 2011 ;
- La marge brute devrait se situer aux alentours de 34,7% durant les premières années du business plan pour s'établir à 33% à l'horizon de 2016: conséquence d'une hausse prévisible du coût des matières premières ;
- Une baisse significative de l'endettement financier de la société avec un gearing de 60% à fin 2013 (niveau raisonnable) contre 422% en 2011. Les charges financières diminueront en conséquence et représenteront seulement 20% du résultat d'exploitation en 2013 contre 46% en 2011 : fruit de l'opération d'introduction en bourse ;
- L'accroissement du volume d'activité couplé avec une amélioration de la marge brute et un allègement des charges financières permettra à la société d'afficher un bénéfice net de 4,2MD en 2013 contre 638mD en 2011 !!!! Land'Or devra afficher une marge nette de 7,2% en 2016 contre seulement 1,4% actuellement. Nous estimons que le principal défi à soulever par la société Land'Or réside au niveau du respect de la réalisation de ce business plan optimiste et surtout aux niveaux de marges projetées ;
- Le cash généré de l'augmentation de capital permettra de rééquilibrer la structure financière de Land'Or : Les ressources stables couvriront largement les emplois et le fonds de roulement de la société deviendra positif. La structure financière de la société redeviendra équilibrée à partir de 2014 avec une trésorerie nette largement excédentaire.

7- Evaluation

L'évaluation de la société Land'Or a été réalisée par le cabinet FINOR sur la base du business plan pour une période allant de 2012 à 2016.

L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :

- La méthode d'actualisation des Cash Flow Futurs (DCF) ;
- La méthode de Goodwill ;
- La méthode de l'Economic Value Added (EVA)

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 6,25% ;
- Un taux de rendement moyen du marché de 13,65% ;
- Un bêta désendetté de 0,8.

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 2%.

(mD)	Valeur des fonds propres calculée par l'évaluateur	Valeur des fonds propres tenant compte de la déduction de l'augmentation de capital
DCF	31 412	20 492
EVA	31 687	20 767
Goodwill	37 096	37 096
Moyenne	33 398	26 118
Prix par action	10,295	8,051
Décote	-27,2%	-6,8%

8- Prix proposé et recommandation

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une capitalisation de 26,1MD soit une valeur par action de 8,051 dinars, offrant ainsi une décote de 6,8% par rapport au prix d'émission (tenant compte de la déduction du montant de l'augmentation de capital de 10,9MD à lever dans le cadre de la présente introduction en bourse).

Avec un prix d'introduction de 7,500D (1D de nominal et 6,500D de prime d'émission), le titre est valorisé à 30 fois les bénéfices estimés pour 2012 et 8,4 fois ceux projetés pour 2013 : une valorisation que nous jugeons très correcte par rapport à l'ensemble du marché mais qui demeure tributaire de la réalisation des objectifs (en 2013, le bénéfice devrait afficher un taux de croissance de 258% !!!

Le titre offre un rendement en dividende de 1,34%. Il y a lieu de signaler que les nouvelles actions émises dans le cadre de cette augmentation de capital auront droit au dividende distribué au titre de l'exercice 2012. Le dividende prévu est de 0,100D par action, soit 40% des bénéfices.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme.