

Secteur : Nouvelles technologies

Nombre d'actions offertes: 583 334 actions

Prix : 6 Dinars (Nominal = 1 Dinar)

Jouissance des actions : 1^{er} Janvier 2012

Capitalisation boursière après OPF : 13,3MD

Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Famille CHAIEB	66,5%	51,3%
STB Invest	12,2%	9,0%
STB SICAR	18,3%	13,5%
Public	-	26,2%
Total	100%	100%

Chiffres clés :

ROE 2012e/2013e: 8,2% / 11,9%

PE 2012e/2013e: 30,8x / 19,6x

P/BV 2012e/2013e: 2,3x / 2,1x

Div Yield 2013e/2014e: 0%/2,6%

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

But de l'augmentation de capital :

- Rééquilibrer la structure financière de la société ;
- Diversifier les sources de financement ;
- Accroître la notoriété de la société permettant d'attirer de nouveaux clients.

Points clés :

- Opérateur principal dans l'offre de solutions intégrées de communication d'entreprises ;
- Certifications auprès des partenaires techniques : Alcatel, Microsoft, ;
- Un marché très concurrentiel avec possibilité de l'entrée de nouveaux acteurs ;
- Une structure financière déséquilibrée caractérisée par un endettement lourd ;
- Une stratégie de développement axée sur le lancement de nouvelles activités ;
- Un potentiel important à l'export surtout pour les pays limitrophes et africains ;
- Un business plan ambitieux avec une croissance à deux chiffres : Suivre de très près le degré de réalisation des prévisions ;
- Une valorisation chère par rapport au marché mais qui se justifie par la très forte progression de l'activité dans un environnement à fort potentiel de croissance.

1- Caractéristiques de l'offre

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 583 334 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 26,2% du capital après augmentation

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles : 6 Dinars, soit 1 Dinar de valeur nominale et 5 Dinars de prime d'émission

Montant de l'opération : 3 500 004 dinars

Période de souscription : Du 20 Février au 12 Mars 2013 inclus

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

Offre proposée : Les 583 334 actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme (OPF) seront réparties comme suit :

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant en DT
Catégorie A :			
Demandes réservées aux institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 111 166 actions	48%	280 000	1 680 000
Catégorie B :			
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, autres que les institutionnels sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 11 116 actions	48%	280 000	1 680 000
Catégorie C :			
Demandes réservées au personnel de AeTECH	4%	23 334	140 004
Total	100%	583 334	3 500 004

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

Pour les catégories B et C : 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 A : 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 institutionnel 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 A puis B puis C.

Contrat de liquidité : Portant sur 10 000 dinars et 25 000 actions pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions AeTECH.

2- Présentation de la société AeTECH :

La société AeTECH est une société anonyme créée en Octobre 2001 par M. Zoubeir CHAIEB dans le cadre de la vente d'une partie du fonds de commerce d'Alcatel Tunisie relative à la totalité de l'activité Business System et ce moyennant un montant de 1,3MD. avec un capital initial de 500mD, il a été augmenté à plusieurs reprises pour s'élever actuellement à 1,6MD.

AeTECH est intégrateur de solutions en technologies d'information et de communication. Son activité principale regroupe les solutions de communications voix et données, la visioconférence ainsi que les afficheurs électroniques à LED.

A partir de 2003, AeTECH a étendu son champ d'activité avec la distribution des produits du premier opérateur téléphonique privé TUNISIANA.

La société AeTECH a noué des partenariats avec IBM Advanced, Microsoft et Alcatel-Lucent lui permettant d'intervenir en tant qu'intégrateur qualifié des solutions. De plus, AeTECH est certifiée ISO 9001 version 2008.

3- Aperçu sur le marché des télécommunications

La société opère sur le marché tunisien des télécommunications qui est considéré parmi les plus modernes dans le bassin méditerranéen. En effet, la Tunisie possède un réseau doté des plus récentes technologies qui permettent d'assurer en même temps le trafic téléphonique, l'internet et les applications multimédia. La Tunisie a misé sur les TIC, de par son opérateur historique Tunisie Télécom, qui a largement investi dans ce domaine et qui a contribué au développement d'un système moderne de télécommunication sur l'ensemble du territoire.

La Tunisie se place au premier rang des pays maghrébins et africains de par sa proximité au continent Européen, et de par l'engagement du gouvernement à mettre à niveau l'infrastructure de la télécommunication et du transfert des données, de lourds investissements ont été engagés.

Par ailleurs, la Tunisie a entamé un projet d'installation de réseau de très haut débit en fibres optiques dans 300 zones industrielles et zones de services. Ce projet ayant touché, dans une première étape, plus de 70 zones, permettant aux entreprises de se connecter aux réseaux de télécommunications modernes en fibre optique et de bénéficier ainsi, selon leurs besoins, d'un débit qui peut aller de 2 Mbit/s jusqu'à 1 Gbit/s.

En ce qui concerne le marché DATA, qui s'adresse exclusivement aux entreprises, il comprend d'une part, les services de transmission de données et d'autre part, les services d'accès à internet. Tunisie Telecom qui estime détenir 90% de part de marché, constate une croissance significative et régulière du marché Data depuis plusieurs années du fait de la diversification de la demande des entreprises. Tunisie Telecom a stimulé et a accompagné cette tendance en offrant de nouveaux services tels que la VoIP et la VPN grâce à l'introduction des nouvelles technologies et l'amélioration de son réseau.

4- Situation de la société vis-à-vis de la concurrence

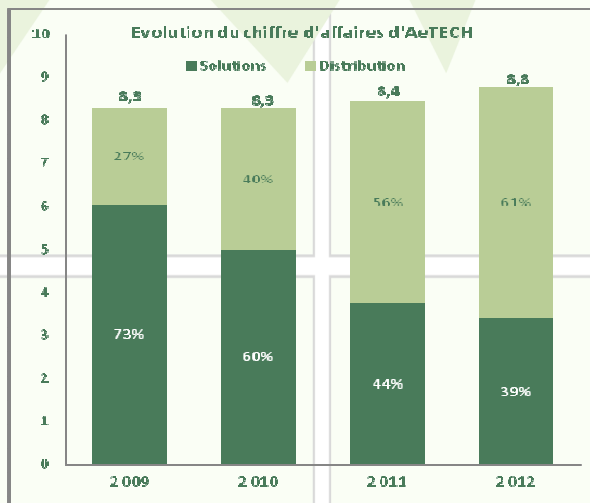
Le marché de l'intégration est composé de différents acteurs : Les opérateurs télécom, les organismes institutionnels et de support, les fournisseurs d'accès internet, les intégrateurs et les clients. La structure du marché de l'intégration technologique dépend du sous-domaine d'activité, à savoir la VOIX, le DATA, l'Informatique ou la Vidéosurveillance.

La société AeTECH détient une part de marché de 23% en matière de Voix suivie par SOTETEL et 3S avec une part de marché de 15%. En ce qui concerne l'activité DATA, AeTECH accapare 5% du marché largement derrière SERVICOM et COGETEL détenant chacune 35% de part de marché.

En matière de Vidéo surveillance et Informatique, la société détient une part de marché de 1% seulement pour chacune des activités.

Du côté de la distribution des produits, AeTECH est le premier distributeur agréé de TUNISIANA avec la commercialisation des lignes, les recharges, les appareils GSM (packs) ainsi que les 3G. en 2011, AeTECH s'accapare 13% du chiffre d'affaires Recharges de TUNISIANA.

5- Activité de AeTECH :

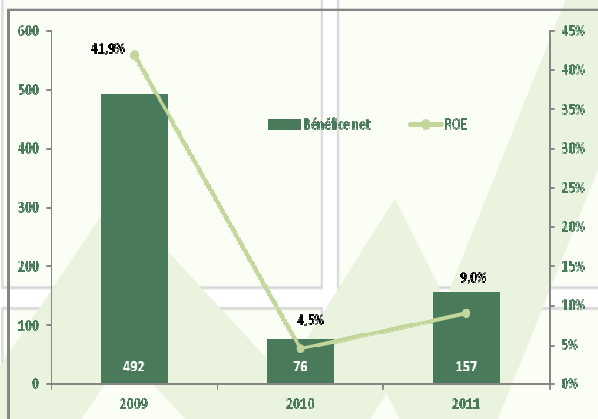
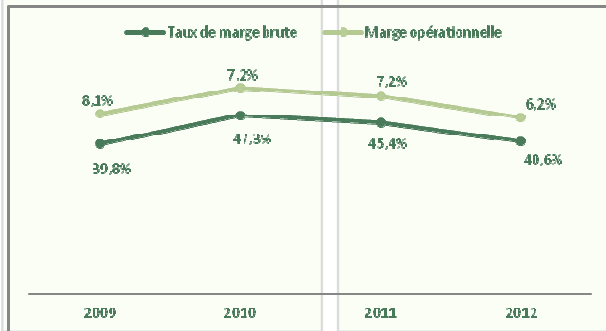


Durant les 3 dernières années, le chiffre d'affaires de la société a affiché une croissance annuelle moyenne de 2% pour s'établir à 8,7MD en 2012 contre 8,3MD en 2009.

L'activité Distribution se trouve sur une phase ascendante au détriment de l'activité Solutions qui a affiché une régression moyenne de 17,2% durant les 3 dernières années et ce en raison de la guerre des prix surtout au niveau des appels d'offres. Désormais, l'activité initiale de AeTECH, accapare 39% seulement du chiffre d'affaires de la société à fin 2012 contre 73% en 2009.

Ainsi, l'activité Distribution a affiché une progression moyenne de 35% par an pour s'établir à 5,4MD en 2012 contre 2,2MD en 2009.

Du côté des marges, les achats consommés ont évolué en harmonie avec la croissance du chiffre d'affaires. La marge brute s'est stabilisée à 40,6% à fin 2012 contre 39,8% en 2009. Il est à noter qu'au courant de l'année écoulée, la société a connu un effritement de sa marge de 4,8 points par rapport à 2011.



La masse salariale constitue le 2^{ème} poste de charges. Rapportée au chiffre d'affaires, elle est passée de 16% en 2009 à 20% en 2012. Durant l'année écoulée, elle a augmenté de 13,2% à 1,7MD suite notamment aux augmentations légales.

L'EBITDA s'établit à 0,7MD à fin 2012 et la marge d'EBITDA s'est effritée à 8,1% en 2012 contre 14,8% en 2011.

L'handicap majeur de la société, réside au niveau de sa situation financière caractérisée par un fort taux d'endettement dépassant largement les capitaux propres de la société en 2011. Plus de 78% de la dette d'AeTECH sont des crédits court terme générant des charges financières très importantes représentant le tiers des résultats de la société. De plus la structure financière d'AeTECH est très déséquilibrée, caractérisée par une trésorerie nette largement déficitaire : le fonds de roulement n'arrive pas à financer en totalité le Besoin en Fonds de Roulement de la société. L'actuelle augmentation de capital permettra de résorber ce déficit et consolider ainsi les fonds propres de la société.

AeTECH n'a pu renouer avec les bénéfices qu'à partir de 2009 et actuellement elle affiche une rentabilité financière de 9%.

6- Stratégie de développement :

Les orientations stratégiques d'AeTECH s'articulent autour des axes suivants:

- Consolidation des activités existantes à travers le développement des activités DATA, Informatique, Vidéo surveillance ;
- Lancement de nouvelles activités : Consulting & Training (continuité de l'activité intégrateur) et Software Center (développement de logiciels, applicatifs mobiles, ...).

Afin d'accompagner sa stratégie de développement, un plan d'investissement a été prévu pour la période 2012-2016, portant sur une enveloppe de 2,6MD et qui consiste essentiellement en l'acquisition de matériel et outillage nécessaires à l'exploitation (tel que les engins de tirage de fibre optique), la rénovation du parc informatique et du parc roulant.

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

→ **Compte de résultat :**

(en mD)	Historique					Prévisionnel				TCAM 2012-2016
	2009	2010	2011	2012	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	
Chiffre d'affaires	8 267	8 273	8 436	8 755	9 670	12 760	15 445	17 450	19 725	
<i>Evolution</i>		0,1%	2,0%	3,8%	14,6%	32,0%	21,0%	13,0%	13,0%	18,7%
-Achats consommés	4 978	4 358	4 606	5 201	5 494	7 944	8 973	9 950	11 017	
= Marge Brute	3 289	3 915	3 831	3 554	4 176	4 816	6 472	7 500	8 708	
<i>Evolution</i>		15,70%	-2,10%	-7,23%	33,40%	26,50%	23,40%	22,10%	21,60%	25,4%
Taux de marge brute	39,8%	47,3%	45,4%	40,6%	43,2%	37,7%	41,9%	43,0%	44,1%	
- Autres charges d'exploitation	1 144	1 058	1 066	1 109	1 195	1 457	1 722	1 924	2 151	
- Charges de personnel	1 313	1 496	1 543	1 747	1 679	1 853	2 315	2 669	2 873	
+ Autres produits d'exploitation	75	26	24	12						
= EBITDA	907	1 386	1 246	710	1 302	1 506	2 435	2 907	3 684	
<i>Evolution</i>		52,8%	-10,1%	-43,0%	4,5%	15,7%	61,7%	19,4%	26,7%	25,6%
Marge d'EBITDA	11,0%	16,8%	14,8%	8,1%	13,5%	11,8%	15,8%	16,7%	18,7%	
FP / Chiffre d'affaires	15,9%	18,1%	18,3%	20,0%	17,4%	14,5%	15,0%	15,3%	14,6%	
-Dot. Amort. et Prov.	237	787	640	165	489	413	558	646	697	
= Résultat d'exploitation	670	599	608	545	814	1 094	1 878	2 262	2 988	
<i>Evolution</i>		-10,6%	1,5%	-10,4%	33,9%	34,4%	71,7%	20,4%	32,1%	38,5%
Marge opérationnelle	8,1%	7,2%	7,2%	6,2%	8,4%	8,6%	12,2%	13,0%	15,1%	
- Charges financières nettes	156	210	232	169	146	119	111	108	104	8,6%
+/- Autres Eléments ordinaires	-1,516	-21,675	21,529		0	0	0	0	0	
Produits financiers										
= Résultat courant avant impôt	513	367	397	376	668	975	1 767	2 154	2 883	
<i>Evolution</i>		-28,4%	8,1%	-5,3%	68,3%	46,0%	81,2%	21,9%	33,8%	50,3%
- Impôts sur les bénéfices	20	291	240		234	292	530	646	865	
= Résultat net	492	76	157		434	683	1 237	1 508	2 018	
<i>Evolution</i>		-84,6%	106,7%		177,1%	57,4%	81,1%	21,9%	33,8%	74,3%
Marge nette	6,0%	0,9%	1,9%		4,5%	5,4%	8,0%	8,6%	10,2%	

→ **Structure financière :**

(en mD)	Historique				Prévisionnel			
	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
ROE	41,9%	4,5%	9,0%	8,2%	11,9%	20,3%	22,5%	27,0%
Gearing	127,7%	108,2%	110,1%	-25,7%	-7,9%	-0,6%	-3,2%	-8,6%
FR	914	1 160	1 646	5 179	5 002	5 528	6 467	7 768
BFR	2 890	2 907	3 278	3 318	4 208	5 250	6 019	6 816
TN	-1 976	-1 747	-1 632	1 861	794	278	448	952

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 18,7% concentré essentiellement au niveau des années 2012 et 2013. Il est à noter qu'en 2012, la société n'a pas respecté ses objectifs escomptés puisque le chiffre d'affaires effectivement réalisé s'établit à 8,8MD contre 9,7MD projeté, soit -9,5%. Ce décalage trouve son explication au niveau du retard dans la réalisation effective de l'augmentation de capital prévue pour 2012 et qui devrait financer une partie des investissements ainsi que de la conjoncture économique du secteur public. Le management espère rattraper ce retard pour l'année 2013 et nous demeurons attentifs quant à la croissance projetée (+32%), mais nous estimons que la société serait en mesure de réaliser ses objectifs;
- L'activité Consulting & Training qui devra être lancée en 2013 représentera 3,5% du chiffre d'affaires de 2016. En revanche, l'activité Software Center sera lancée à partir de 2014 et accaparera 6,1% des revenus à l'horizon de 2016 ;
- La marge brute devrait gagner des points pour s'établir à 44,1% à fin 2016 contre 40,6% en 2012 ;
- Une baisse significative de l'endettement financier de la société avec un gearing de -8% à fin 2013. Les charges financières diminueront en conséquence et représenteront en moyenne 6% du résultat d'exploitation durant les prochaines années contre 31% en 2012 : fruit de l'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 683mD en 2013 contre 157mD en 2011. AeTECH devra afficher une marge nette de 10,2% en 2016 contre seulement 1,9% en 2011. Nous estimons que le principal défi à relever par la société AeTECH 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 d'AeTECH : le fonds de roulement de la société couvrira largement le BFR et la trésorerie nette redeviendra largement excédentaire.

8- Evaluation

L'évaluation de la société AeTECH a été réalisée par MENA CAPITAL PARTNERS 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 Bates ;
- La méthode des multiples ;

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

- Un taux sans risque de 6,27% ;
- Un taux de rendement moyen du marché de 13,2% ;
- Un bêta désendetté de 0,62.

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

	Capitalisation théorique	Prix de l'action
(mD)	(MD)	
DCF	11 075	6,753
Bates	12 637	7,705
Multiples	8 862	5,404
Moyenne	10 858	6,621

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une capitalisation de 10,9MD soit une valeur par action de 6,621 dinars pour un total de 2 223 334 actions.

9- Prix proposé et recommandation

Avec un prix d'introduction de 6D (1D de nominal et 5D de prime d'émission), le titre est valorisé à 30,8 fois les bénéfices estimés pour 2012 et 19,6 fois ceux projetés pour 2013 : une valorisation que nous jugeons chère par rapport à l'ensemble du marché mais qui se justifie par l'appartenance à un secteur à fort potentiel de croissance. Elle demeure tout de même tributaire de la réalisation des objectifs (en 2013, le bénéfice devrait afficher un taux de croissance de 177%).

Les nouvelles actions émises porteront jouissance en dividende à partir du 1^{er} janvier 2012. La société devra distribuer les dividendes à partir de l'exercice 2013. En 2014, le dividende projeté est de 0,153D (représentant un pay out de 50%). Ainsi, le titre offre un rendement en dividende de 2,6%.

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