



Département
Recherches & Analyses

Introduction en bourse

LAND'OR

SOUSCRIRE



Janvier
2013

MAXULA BOURSE

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

Tel: (+216 71) 960 530 / 71 963 116

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



LAND'OR

Bourse
Tunis
Secteur
Agroalimentaire

Souscrire

Prix de l'Introduction **7,5 DT**

Période de Souscription

Du 16 Janvier 2013 au 6 Février 2013 inclus

Fonds levé **10 920 000 DT**

Titres à émettre **1 456 000**

Valeur Nominal **1 DT**

Jouissance des actions 1er janvier 2012

Flottant **30,98%**

Capitalisation Boursière* **35 250 000 DT**

* Après OPF

Actionariat

Actionnaires	Avant l'Offre	Après l'Offre
Hatem Denguesli	90,20%	62,20%
Hichem Ayed	7,60%	5,30%
Autres Actionnaires	2,20%	1,50%
Public	-	30,98%

Investment Highlight

L'augmentation de la population et des revenus des pays en développement soutiendra la vigueur de la demande mondiale de fromage. Pour y faire face, la production globale grimpera de 19% au cours de la prochaine décennie, attestant du potentiel de croissance du secteur.

L'industrie tunisienne du fromage est en perpétuelle croissance, enregistrant une évolution moyenne de production de 20.86% entre 2004 et 2009.

La marque **LAND'OR** a réussi à s'imposer sur le marché tunisien et à prendre place parmi les leaders du marché sans s'adosser à un grand groupe agro-alimentaire européen, et ce grâce à une offre produit bien segmentée et une qualité des produits assurée

Opérant dans un marché fortement concurrentiel, la société **LAND'OR** doit prendre en considération les risques inhérents à son activité ainsi que ceux liés à la conjoncture économique.

Le montant levé via l'augmentation de capital, dans le cadre de l'introduction en bourse de la société **LAND'OR**, va assurément consolider sa situation financière et financer son programme de développement escompté.

Fort de ces réalisations et du renforcement de sa situation financière, la société **LAND'OR** devrait consolider sa position tant au niveau local qu'à l'export.

La stratégie de développement de la société **LAND'OR**, qui se base sur l'exploitation de nouveaux marchés, le développement de nouveaux produits et la consolidation de sa part de marché locale, va lui permettre d'atteindre, au titre de l'année 2016, un chiffre d'affaires de 103,172 mDT (TCAM = 17,4% sur cinq ans) et de réaliser un retour sur fond propres de 22,66%.

Recommandation

L'industrie fromagère est l'un des secteurs les plus dynamiques grâce à un marché aux perspectives de croissance fortes.

La société **LAND'OR** opère dans un secteur à fort potentiel mais qui demeure fortement concurrentiel et fragmenté à l'échelle nationale. Cette forte fragmentation affecte la fixation des prix mais aussi sur la formation des marges. En dépit de ce constat corrélé à l'envolée des prix des matières, la société **LAND'OR** ambitionne la réalisation d'une croissance annuelle moyenne de 58% de son bénéfice net sur la période de son Business plan 2012-2016.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 7,5DT, le titre **LAND'OR** se transige à 29,9x ses bénéfices estimés de 2012 et à 8,3x ceux de 2013p: Une valorisation qui tend à se redresser à partir de 2013.

Au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société **LAND'OR** s'inscrit dans la logique de placement à moyen terme, basée sur la prise en compte du risque inhérent à son activité. Ce risque suivra une trajectoire descendante au fur et à mesure de la réalisation de résultats conformes au « business plan » avancé.

Tableau de bord Boursier

En mDT	Revenus	EBITDA	EBIT	RN	ROE	ROA	BPA	PER*	PBK*	YIELD*	VE/CA*	VE/EBITDA
2016 p	103 172	13 776	10 797	7 391	24,48%	11,25%	1,57	4,77	1,08	1,19%	0,31	2,32
2015 p	91 604	12 751	9 542	6 396	24,96%	10,71%	1,36	5,51	1,27	1,38%	0,41	2,92
2014 p	81 460	11 717	8 178	5 204	23,97%	9,51%	1,11	6,77	1,50	1,69%	0,52	3,62
2013 p	71 879	10 488	7 115	4 221	24,26%	7,96%	0,90	8,35	1,77	2,09%	0,66	4,50
2012 e	54 309	7 064	3 161	1 179	13,41%	2,47%	0,25	29,90	2,37	-	0,92	7,06

* considèrent le Prix d'introduction de 7,5 DT

CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

L'introduction de la société **LAND'OR** au marché alternatif de la cote de la Bourse se fera par la mise sur le marché dans le cadre d'une augmentation de capital par voie de souscription publique de 1 456 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 dinar chacune aux prix de 7,5 DT, représentant 30,98% du capital après la réalisation de ladite augmentation.

L'offre se répartit de la manière suivante :

- Une Offre à Prix Ferme de 582 000 actions représentant 39,97% du total des actions à émettre en numéraire,
- Un Placement Garanti auprès d'institutionnels de 874 000 actions représentant 60,03% du total des actions à émettre en numéraire.

Catégories	Nombre d'actions	Répartition en % du capital Social après augmentation	Répartition en % de l'OPF
------------	------------------	---	---------------------------

Catégorie A

Personnel de LAND'OR sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 23 500 actions.

50 000

1,06%

8,59%

Catégorie B

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.

386 000

8,21%

66,32%

Catégorie C

OPCVM sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 146 000 actions.

146 000

3,11%

25,09%

ÉVALUATION

Au niveau de l'évaluation, trois méthodes de valorisation ont été utilisées par l'évaluateur pour déterminer la valeur de la société **LAND'OR** à savoir:

- La méthode des Discounted Cash Flow,
- La Méthode Goodwill,
- La Méthode des rentes économiques EVA.

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

Méthode	Valeur kDT	Prix en DT
DCF	31 412	9,68
Méthode Goodwill	37 096	11,44
Méthode EVA	31 687	9,77
Moyenne	33 398	10,30
Nombre d'actions	3 244 000	
Décote	27,20%	
Prix de l'action offerte	7,50	

La moyenne des trois méthodes retenues aboutit à une valeur par action de 7,5DT après l'application d'une décote de 27,2% par rapport à la moyenne.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 7,5DT, le titre **LAND'OR** se transige à 29,9x ses bénéfices estimés de 2012 et à 8,3x ceux de 2013p. A cet effet, la valorisation de la société **LAND'OR** tend à se redresser à partir de 2013 néanmoins elle reste tributaire de la réalisation de ses résultats fixés.

PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ LAND'OR

La société **LAND'OR** (EX-SOVIA Société Orientale des Viandes) est une société anonyme créée en 1994 à l'initiative de Monsieur Hatem DENGUEZLI pour un capital initial de 1 000 000 DT, qui a atteint 2 675 000 DT au 31/12/2011 et 3 244 000 DT actuellement après une augmentation de capital par incorporation des réserves.

Entrée en production en 1996, la société **LAND'OR** assure toutes les opérations industrielles, commerciales et financières se rattachant à la fabrication, à la transformation et au commerce, en Tunisie et à l'étranger, des produits, sous toutes leurs formes fromagères, ainsi que tous leurs dérivés, sous produits.

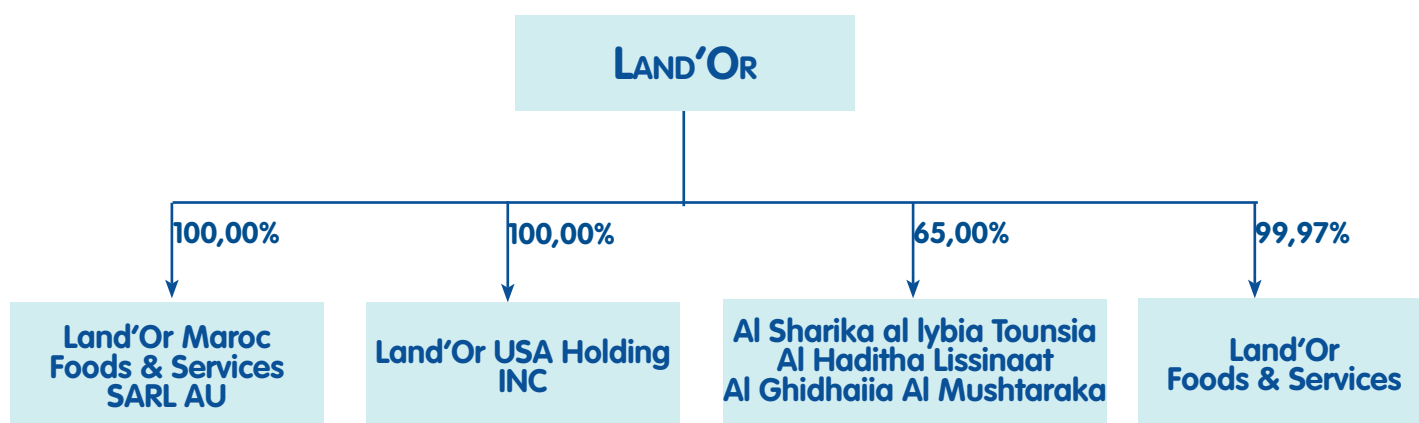
L'outil industriel de **LAND'OR** est le seul en Tunisie capable de produire aussi bien des fromages frais, des fromages fondus et des fromages à pâte pressée, cuite ou non-cuite, dans tous les formats (râpé, tranché, bloc, portion...). Une telle diversité permet à l'entreprise d'adapter sa production à la demande des consommateurs car cela représente un véritable avantage concurrentiel.

Présents dans la majorité des foyers tunisiens avec une gamme comprenant des fromages naturels et des fromages fondus, les produits **LAND'OR** répondent aux besoins des consommateurs pour des usages aussi bien familiaux que professionnels.

Ainsi, la société **LAND'OR** propose à sa clientèle une panoplie de produits regroupée en trois familles, à savoir : les produits fondus, les produits en triangles et les produits frais. Les ventes du triangles ont accaparé, en 2011, plus de 35% des ventes globales, tandis que les fromages fondus ont participé à raison de 60,6% au chiffre d'affaires de cette dernière. D'autant plus, et dans le but d'élargir sa gamme de produits, **LAND'OR** a lancé au cours de l'année 2012 les produits suivants: «Fromage blanc fondu», «Fromage naturel tranché», «Mozzarella fraîche en pots», «Fromage pizza cheese», «Désir light 125g», cinq nouveaux types différenciés de fromage «en tranche» et quatre nouveaux types de «Fromage crème».

Le Groupe a développé un solide portefeuille de marques, synonymes de qualité et de confiance sur les marchés locaux et internationaux.

Le groupe **LAND'OR** est composé de cinq sociétés, la société mère **LAND'OR** et quatre filiales dont trois sociétés industrielles et une société commerciale (**LAND'OR MAROC FOODS & SERVICES SARL AU**).



LAND'OR FOOD SERVICES (LFS) est née en 1998, une société anonyme de droit Tunisien qui assure la distribution et la vente de tous les produits **LAND'OR** en Tunisie.

La société Libyo-Tunisienne modernes des industries alimentaires est constituée en 2010 avec un capital de 1 000 000 dinar libyen.

Dans le cadre du développement du marché à l'export et la pénétration du marché de l'Union Maghrébine Arabe (UMA), **LAND'OR** a déjà créé en 2011 **LAND'OR MAROC**, société commerciale, dont le capital est de 550 000 MAD qui s'occupe de la distribution des produits de **LAND'OR** sur le marché marocain.

Le groupe a créé également **LAND'OR USA HOLDING INC** dotée d'un capital de 650 000 USD en vue de futurs projets sur le territoire américain.

L'INDUSTRIE FROMAGÈRE DANS LE MONDE : QUELLE ÉVOLUTION POUR 2021?

Production: la croissance du secteur ne faiblira pas...

A l'horizon 2021, la croissance de la production mondiale de fromage est estimée à 19%.

Deux tiers de la production mondiale du fromage est assurée par les l'Union Européenne (44%) et les États-Unis (23%). Ensemble, ces entités seront responsables de 59% de l'accroissement du volume de fromage produit à l'échelle mondiale à horizon 2021.

L'Argentine et le Brésil, principaux producteurs de fromage après les leaders précités, contribuent à hauteur de 7% à la production mondiale dans ce domaine. Au cours de la prochaine décennie, ils devraient enregistrer une progression régulière de 1,8% par an.

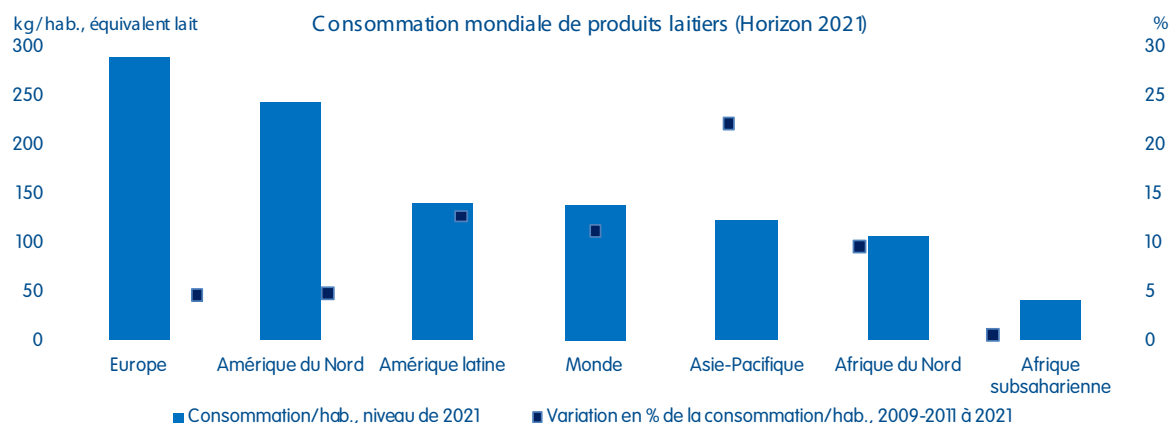
	Moyenne 2009-2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
OCDE		Croissance de la Production = 16%					Croissance de la Consommation = 15%				
Production	15 310	15 733	15 864	16 112	16 363	16 614	16 813	17 058	17 275	17 547	17 759
Consommation	14 607	14 956	15 141	15 340	15 563	15 800	15 995	16 233	16 426	16 661	16 851
Non-OCDE		Croissance la Production = 28%					Croissance de la Consommation = 28%				
Production	4 624	4 844	5 016	5 107	5 218	5 330	5 446	5 568	5 682	5 783	5 899
Consommation	5 331	5 641	5 768	5 899	6 038	6 166	6 286	6 417	6 552	6 690	6 827
MONDE		Croissance de la Production = 19%					Croissance de la Consommation = 19%				
Production	19 933	20 578	20 881	21 219	21 581	21 944	22 258	22 625	22 957	23 330	23 658
Consommation	19 938	20 597	20 909	21 239	21 601	21 966	22 281	22 650	22 978	23 351	23 678
Prix (USD/T)	3 761	3 855	3 886	3 824	3 872	3 924	4 025	4 123	4 188	4 252	4 327

Source: OCDE-FAO

La consommation: les pays en développement responsables de la hausse de la demande...

Le rythme de croissance de la consommation de produits laitiers demeurera assez timide au sein des pays développés, sauf dans le cas du fromage, qui devrait faire un bond de 15% sur la période 2011-2021. Un fort potentiel de croissance est néanmoins offert par la consommation de ces produits laitiers dans les régions en développement, qui devrait grimper de 30% sur la même période.

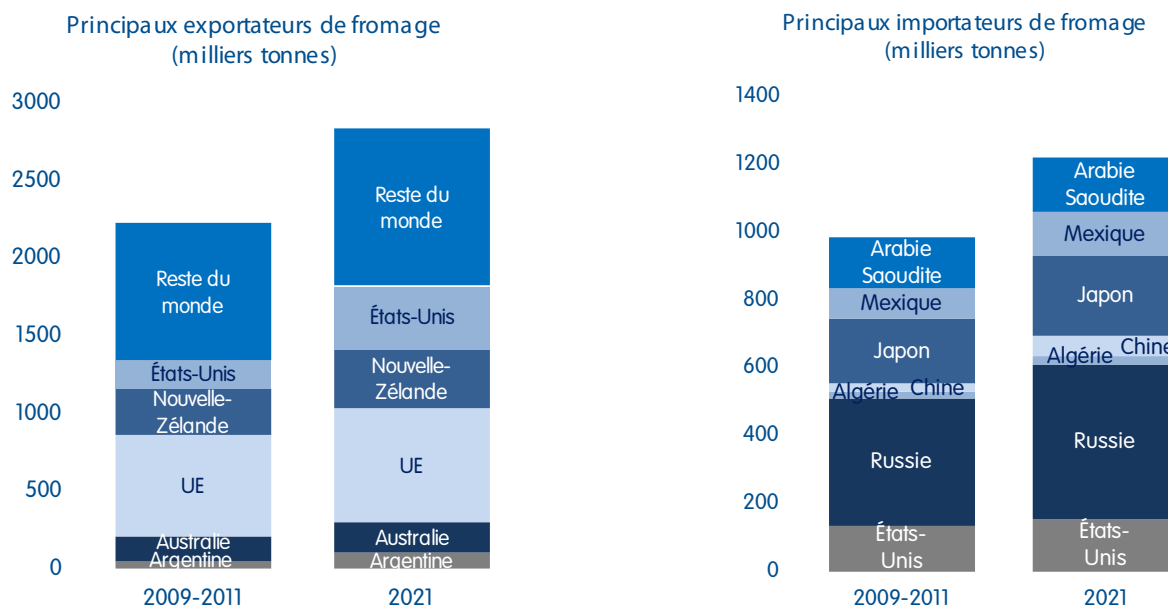
L'augmentation de la population et des revenus, ainsi que l'engouement croissant pour les produits laitiers, sous-tend la vigueur de la demande dans ces pays. Cette forte croissance de la consommation de produits laitiers par habitant contribuera à réduire les importants écarts subsistent entre les régions.



Source: OCDE - FAO

De façon générale, les produits laitiers continueront à figurer parmi les produits agricoles pour lesquels la production et la consommation affichent les taux de croissance les plus élevés.

Des échanges mondiaux au beau fixe...



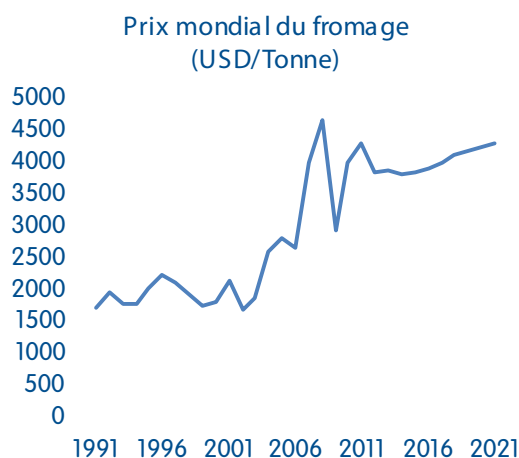
Source: OCDE-FAO

Pour l'ensemble des produits laitiers, les échanges mondiaux ont systématiquement progressé plus vite que la production de lait durant la décennie écoulée. A l'horizon 2021, les échanges mondiaux de fromage augmenteront de 27% durant la période considérée.

Par ailleurs, l'Union Européenne a consolidé sa position de premier exportateur de fromage.

En termes d'importations, les marchés apparaissent plus éclatés, les principaux importateurs représentant moins de 50% des échanges mondiaux.

Après l'actuelle stabilité, les prix du fromage repartiront à la hausse à partir de 2014...



Par rapport aux niveaux élevés de 2011, une baisse des prix internationaux des produits laitiers, dont le fromage, est à prévoir. Cette baisse devrait néanmoins être modérée, du fait de la forte demande des pays en développement, qui continue de soutenir les marchés.

A partir de 2014, ces prix devraient amorcer une progression de 2% par an, sous l'effet de coûts de production revus à la hausse, et d'une demande dynamisée par l'accroissement de la population et des revenus.

Source: OCDE-FAO

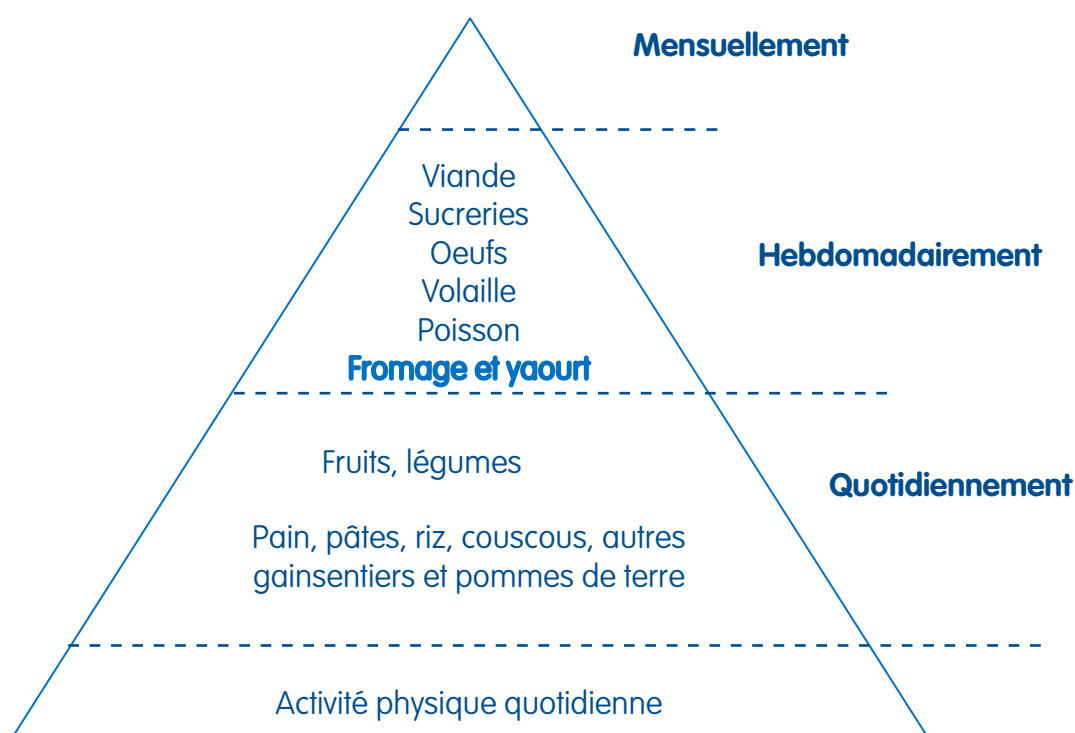
LE SECTEUR DE FROMAGE EN TUNISIE

En Tunisie, l'efficacité de l'industrie laitière se traduit par l'implantation de 44 unités industrielles de transformation de plus de 3 millions de litres/jour et une gamme complète de produits laitiers, notamment le lait liquide avec 400 ML/an, les yaourts avec 165 ML/an et une production fromagère en plus en plus en croissance.

Des études récentes ont montré que l'urbanisation entraîne le changement des habitudes alimentaires, en particulier, l'augmentation de la consommation en dehors du foyer. Par exemple, il a été observé que le développement de la restauration rapide a contribué à l'induction de la consommation du fromage en Tunisie.

A cet effet, un changement du régime alimentaire traditionnel a été observé durant les dernières années. Une exposition de la pyramide du régime alimentaire traditionnel, présentant les groupes d'aliments consommés par jour, par semaine et par mois, révèle que les produits laitiers (fromage et yaourt) apparaissent dans la partie de la pyramide comprenant les aliments pris quotidiennement.

Pyramide du régime alimentaire traditionnel



L'émergence de l'industrie fromagère en Tunisie se traduit par une évolution constante de la production fromagère, passant de 14 800 tonnes en 2004 à 38 000 tonnes en 2009.

Le marché tunisien du fromage comporte 20 entreprises industrielles, dont certaines ont adhéré au programme de mise à niveau industrielle et obtenu la certification ISO 9002, qui fabriquent du fromage fondu à partir des matières premières importées, des fromages à pâte molle non cuite, des fromages à pâtes pressée demi cuite ou cuite et une multitude d'entreprises artisanales qui produisent essentiellement du fromage frais. 85% des entreprises de fabrication de fromage (soit 17 sur les 20 existantes), sont implantées dans la région du Nord du pays. Ceci revient au fait de la proximité des bassins laitiers pour l'approvisionnement en lait frais et des centres de consommation pour la commercialisation du fromage.

Cependant, et quoique la croissance du marché de fromage reste avérer, la production fromagère demeure timide. A cet effet, une politique volontariste pour développer davantage cette activité a été engagée. En effet, l'industrie fromagère en Tunisie reste confronter à plusieurs handicaps, notamment:

- Un prix à la consommation assez élevé dû essentiellement à une forte taxation.
- Une qualité bactériologique du lait frais instable.
- Une technologie encore mal maîtrisée.

ANALYSE FINANCIÈRE DE LA SOCIÉTÉ LAND'OR

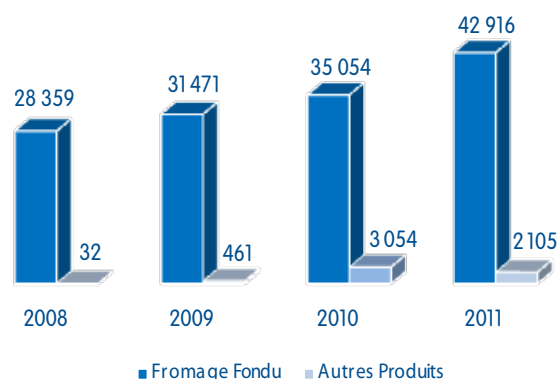
Une exploitation qui va bon train ...

Grâce à la diversification de ses produits et la rationalisation de sa stratégie commerciale, la société **LAND'OR** affiche un chiffre d'affaires de l'ordre de 45 021 mDT au titre de l'exercice 2011, enregistrant une croissance annuelle moyenne de 52,3% sur la période 2008-2011. Une performance est tributaire principalement à l'accélération des ventes du fromage fondu (accaparant une part de 96% en moyenne du chiffre d'affaires de la société sur la période 2008-2011).

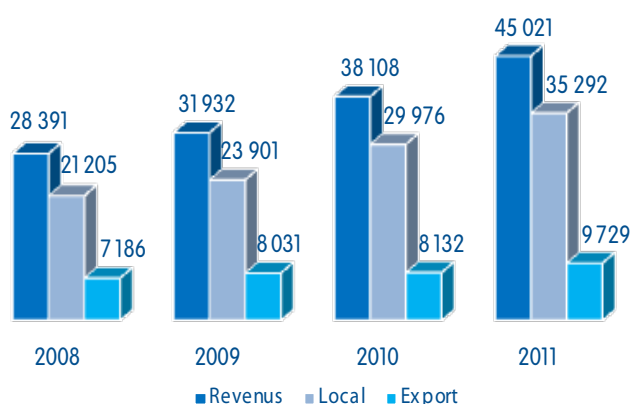
Au terme de l'exercice 2011, le produit phare de **LAND'OR** est le triangle qui représente à lui seul plus de 35,19% de son chiffre d'affaires. Sur la période 2008-2011, la répartition du chiffre d'affaires de la société **LAND'OR** profite au marché local avec une part de marché en moyenne de 76,6%. A cet égard, les ventes locales sont passées de 21 205 mDT en 2008 à 35 292 mDT à fin 2011.

La part des revenus à l'export reste marginale dans l'activité de la société principalement accaparée par la libye.

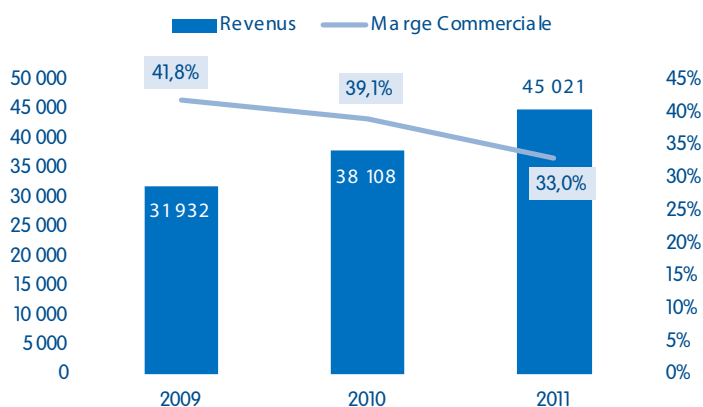
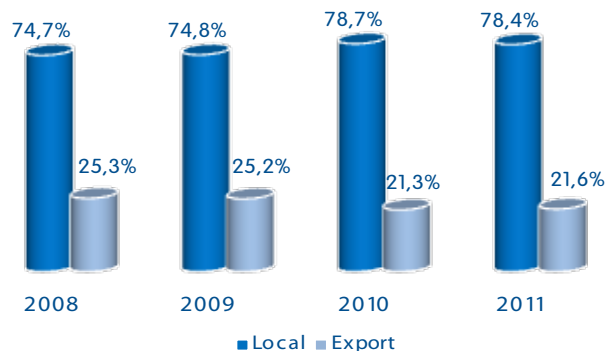
Répartition du chiffre d'affaires (mDT)



Evolution du chiffre d'affaires en mDT



Répartition du chiffre d'affaires Land'Or 2008-2011

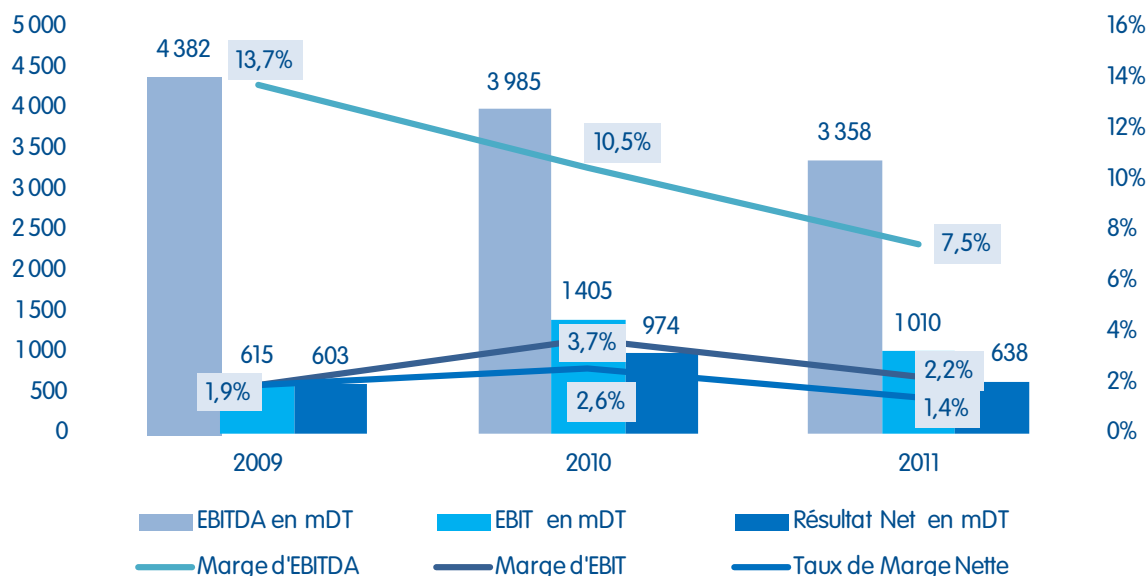


La société **LAND'OR** est fortement exposée au risque de fluctuation des prix des matières premières (70% de ses achats sont importés de l'Europe).

Ainsi, la société **LAND'OR** a subi durant les trois dernières années l'évolution des cours des matières premières importées notamment la caséine, la poudre du lait, le cheddar et les autres achats consommés. Ceci a affecté sa marge commerciale affichée en régression de 41,8% en 2009 à 33% à fin 2011.

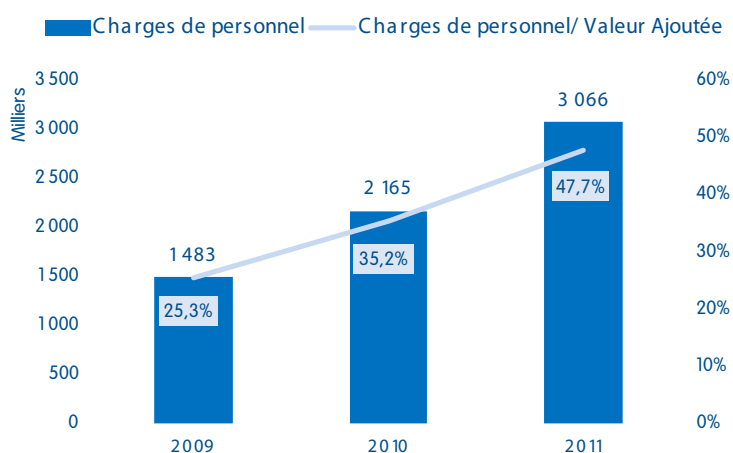
De ce fait la politique de fixation des prix dépend principalement des changements enregistrés sur les coûts des matières premières.

...Toutefois pénalisée par des charges pesantes



La société **LAND'OR** a signalé un fléchissement de ses principaux indicateurs d'exploitation durant la période 2009-2011.

D'une part, l'EBITDA s'est affichée en détérioration sur la période 2008-2011 pour se fixer à 3 358 mDT en 2011 contre 4 382 mDT en 2008. Cette contre performance est tributaire principalement à la forte hausse des charges de personnel qui ont marqué une augmentation en moyenne de 44% sur la période 2008-2011.



Dans ce sillage, il est important de noter que l'effectif de la société **LAND'OR** a connu une certaine stabilité entre 2008 et 2009 pour passer en 2011 à 402 personnes suite au recrutement de 45 personnes.

Ce recrutement a touché principalement la catégorie exécution ce qui a affecté le taux d'encadrement affiché en régression de 6,65% à 23,8% à fin 2011 contre 30,53% une année auparavant.

Ainsi, le niveau des charges salariales a connu une augmentation de 41,6% pour s'établir à 3 066 mDT à fin 2011.

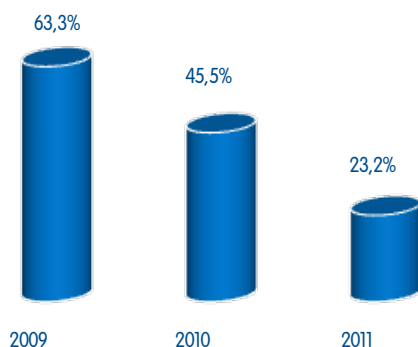
Dans la même lignée, le ratio rapportant ces charges à la valeur ajoutée dégagée par la société s'est nettement détérioré pour atteindre les 47,7% à l'issue de l'exercice 2011 contre un ratio de 25,3% en 2008. Par ailleurs, l'évolution de l'activité n'a pas permis d'alléger le poids de ces charges.

De surcroît, le résultat d'exploitation de la société **LAND'OR** a marqué une baisse de 36% en 2011 pour atteindre les 1 010 mDT contre 1 405 mDT une année auparavant.

Sous l'effet conjugué de la lourdeur des charges financières et le poids important des provisions (constitution de provisions régulières sur les dernières années sur son litige avec la société RUPP KASLE*), le résultat net de la société **LAND'OR** a été pénalisé s'inscrivant en dent de scie. Après une évolution appréciable de 61% entre 2009 et 2010, le bénéfice net de la société **LAND'OR** a enregistré en 2011 une diminution notoire de 34,5% pour s'inscrire à 638 mDT.

En dépit de sa chute, la rentabilité des Fonds Propres demeure satisfaisante...

La rentabilité des Fonds Propres de la société Land'Or



Durant la période 2009-2011, la rentabilité des fonds propres de la société **LAND'OR** a marqué un fléchissement notoire, restant tout de même satisfaisante.

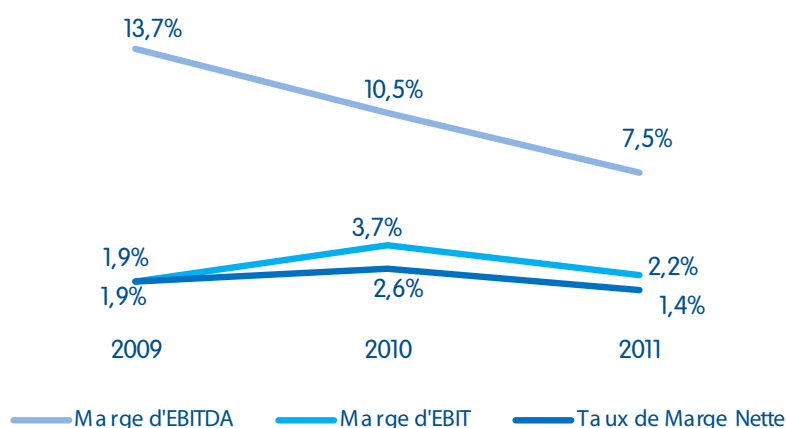
A l'issue de l'exercice 2011, la rentabilité des fonds propres s'est inscrit à 23,2% contre un taux de 45,5% enregistré en 2010 et un taux de 63,3% en 2009. Cette dégradation est essentiellement tributaire à la détérioration de la marge bénéficiaire de la société, couplée à une rotation de l'actif élevé.

Suivant la même cadence du résultat net, la marge nette la société **LAND'OR** s'est affichée en fléchissement à 1,4% en 2011 contre 2,6% une année auparavant sous l'effet d'une charge financière assez lourde.

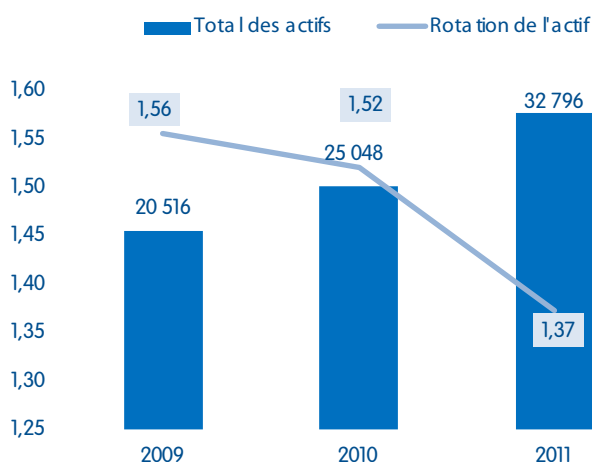
En outre, la marge d'EBIT s'est inscrit également en recul à 2,2% en 2011 contre un taux de 3,7% enregistré une année auparavant.

De surcroît, la hausse remarquable de la masse salariale s'est fait ressentir au niveau de la marge d'EBITDA de la société **LAND'OR** qui est passée de 13,7% en 2009 à 7,5% en 2011.

Evolution des marges de la société Land'Or



Une Rotation de l'Actif à surveiller...



Sur la période 2009-2011, le ratio de rotation de l'actif de la société **LAND'OR** s'est établi en moyenne à 1,48, un niveau jugé assez élevé comparativement à la moyenne sectorielle.

A fin Décembre 2011, le ratio de rotation de l'actif s'est affiché en repli à 1,37 contre 1,52 sur une année glissante, ceci indique que l'augmentation soutenue du niveau des actifs (20,5 MDT en 2008 contre 32,8 MDT en 2011) ne s'est pas proportionnellement répercutée sur le niveau des ventes de la société **LAND'OR**.

Ainsi, la rotation de l'actif de la société **LAND'OR** semble relativement élevé, ce qui signifie que la société réalise de faibles marges bénéficiaires sur ses produits, dans un contexte de concurrence accrue couplée à la volatilité des prix des matières premières.

Un endettement assez Lourd...

A fin 2011, le coefficient d'endettement de la société **LAND'OR** s'est établi à 11,95, indiquant une forte dépendance des ressources de financement externes qui confirme une situation de fort déséquilibre financier.

Dans ce sillage, les dettes nettes de la société se sont inscrites sur un trend haussier, pour atteindre un montant de 11,58MDT, ce qui représente ainsi plus de 4 fois les ressources propres de l'entreprise en 2011.

Par ailleurs, il y a lieu de noter que l'endettement de la société est essentiellement composé de dettes à court terme (concours bancaires et escompte) .

Ainsi, le niveau d'endettement a affecté la rentabilité globale de la société étant donnée que la charge d'endettement absorbe plus de 46% du résultat d'exploitation en 2011.

Se rapportant au coût moyen de la dette, affiché en diminution remarquable, il oscille entre 3,38% en 2008 et 4,39% en 2011.

...à l'origine du déséquilibre Financier

L'exploitation de la société semble accablée par une forte dépendance à l'endettement et par conséquent une structure financière déséquilibrée.

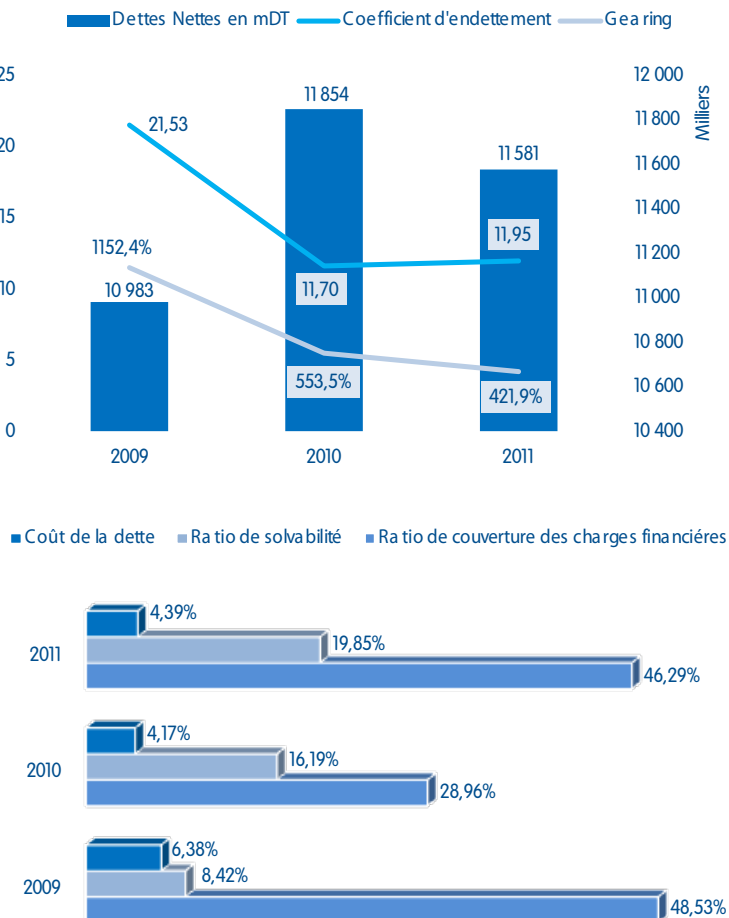
En effet, la société **LAND'OR** a vu ses besoins en fonds de roulement fortement augmenté en 2010 de plus de 167% sur une année glissante à 3 613 mDT pour diminuer en 2011 de 63% à 1 307,6 mDT. Cette baisse est tributaire notamment à la hausse notoire des dettes fournisseurs expliquée par l'allongement des délais de règlements de ces derniers.

Néanmoins, le fonds de roulement n'arrive pas à couvrir ce besoin; les ressources stables de la société ne permettent pas de pallier les emplois stables, financés par des dettes d'exploitation. Sous cet effet, le fonds de roulement de la société **LAND'OR** a atteint des niveaux négatifs durant la période 2009-2011.

Ainsi, ce déséquilibre a affecté la liquidité et la trésorerie de la société **LAND'OR** qui ressort déficitaire de 9 751mDT à fin 2011. Le problème de liquidité est confirmé par le rapport des Actifs courant et Passifs courant qui a passé de 75,08% en 2009 à 59,95% à fin Décembre 2011.

En DT	2009	2010	2011
Fonds de Roulement	-6 878 669	-6 228 258	-8 443 393
Besoin en Fonds de Roulement	1 353 579	3 613 901	1 307 680
Trésorerie Nette	-8 232 248	-9 842 159	-9 751 073

Ainsi, le montant levé via l'augmentation de capital, dans le cadre de l'introduction en bourse de la société **LAND'OR**, va assurément consolider sa situation financière et financer son programme de développement escompté.



PERSPECTIVES D'AVENIRS DE BON AUGURE ... NONOBTANT LE DÉFI EST DE TAILLE

La société **LAND'OR** compte lancer sa nouvelle stratégie de développement sur trois axes, à savoir :

- **L'exploitation de nouveaux marchés :**

Le marché MAROCAIN : **LAND'OR** a créé sa propre filiale au Maroc qui s'appelle « **LAND'OR MAROC FOODS & SERVICES** » pour assurer l'approvisionnement de deux GMS qui sont « **MARJANE** » et « **CARREFOUR MAROC** » et compte concurrencer le leader de marché « **La vache qui rit.** »

La société envisage de s'attaquer au circuit des grossistes et des détaillants au Maroc.

Le marché LIBYEN : **LAND'OR** a déposé une nouvelle marque de triangles destinée au marché libyen afin de concurrencer les marques nationales vu la dominance du produit triangle, et qui sera distribuée par un nouveau partenaire libyen qui est déjà présent depuis des décennies sur ce marché.

D'autant plus, la société compte consolider sa part de marché en tant que leader sur le segment des Slices via son représentant **ERRAKI** depuis mai 2007.

Le marché ALGERIEN : Vu les barrières à l'entrée réglementaires, **LAND'OR** a choisi d'être présente sur le marché algérien à travers quatre distributeurs de gros.

- **Le développement de nouveaux produits**

LAND'OR va procéder au lancement de nouveaux produits, notamment ; le fromage tartinable « **Désir** » et « **Désir light** », « **Fromage naturels tranchés** », « **mozzarella fraîche** », **Fromage « Pizza Cheese »**, « **Crème de fromage** », et « **Fromage carré** » afin de mieux répondre aux attentes des consommateurs.

- **La consolidation de sa part de marché sur le niveau local**

LAND'OR compte consolider son réseau de distribution directe couvrant déjà 13 000 détaillants et ce dans le but de réduire sa dépendance vis-à-vis des grossistes.

mDT	2012	2013	2014	2015	2016
Revenus	54 309	71 879	81 460	91 604	103 172
Ventes Locales	44 977	53 767	59 904	66 539	73 987
Ventes Export	11 012	20 336	24 076	27 899	32 376
Progression	21%	32%	13%	12%	13%
Marge Brute	20 804	27 481	30 716	33 979	37 616
Progression	40,19%	32%	12%	11%	11%
Taux de marge Brute	38,31%	38,23%	37,71%	37,09%	36,46%
Charges du personnel	3 479	3 827	4 210	4 631	5 094
% CA	6,4%	5,3%	5,2%	5,1%	4,9%
Autres charges d'exploitation	8 301	10 572	11 850	13 292	15 023
% CA	18,9%	18,3%	18,2%	18,1%	18,2%
EBITDA	7 064	10 488	11 717	12 751	
Progression	110,4%	48%	12%	9%	8%
Marge d'EBITDA	13,01%	14,59%	14,38%	13,92%	13,35%
Dotation aux amortissements	2 255	2 780	2 867	2 453	2 128
Dotation aux provisions	1 648	593	672	756	851
EBIT	3 161	7 115	8 178	9 542	10 797
Progression	213,3%	125%	15%	17%	13%
Marge d'EBIT	5,8%	9,89%	10,03%	10,41%	10,46%
Charges de financement	1 544	1 420	1 174	948	885
Résultat Net	1 179	4 221	5 204	6 396	7 391
Progression	98%	258%	23%	23%	16%
Marge Nette	2%	6%	6%	7%	7%

LAND'OR envisage d'enregistrer une hausse du chiffre d'affaires pour les quatre prochains exercices et qui passera de 54 MDT en 2012 à 103 MDT en 2016, soit une progression annuelle moyenne de 14%.

Le management de la société table sur une croissance annuelle moyenne de son résultat net de l'ordre de 44% entre 2012 et 2016 réalisant ainsi une amélioration de sa marge nette qui passe de 2 % en 2012 à 7% en 2016.

Les charges de personnel restent maîtrisées pour la période prévisionnelle soit de 5 à 6% du chiffre d'affaires.

Quant à la marge brute, elle aussi sera stable et oscillera entre 38,31% en 2012 et 36,46% en 2016.

mDT	2012	2013	2014	2015	2016
Capitaux propres	14 844	19 948	23 465	27 780	32 613
ROE	7,94%	21,16%	22,18%	23,02%	22,66%
ROA	2,47%	7,96%	9,52%	10,71%	11,25%

LAND'OR compte doubler son chiffre d'affaires pour la période prévisionnelle et accroître son résultat net de 6 MDT, ceci permettra à la société de garder un ROE maîtrisé et d'augmenter sensiblement son ROA de 2.47% à 11.25% en 2016 montrant ainsi les retombées positives de son investissement.

RECOMMANDATION

L'industrie fromagère est l'un des secteurs les plus dynamiques grâce à un marché aux perspectives de croissance fortes.

La société **LAND'OR** opère dans un secteur à fort potentiel mais qui demeure fortement concurrentiel et fragmenté à l'échelle nationale. Cette forte fragmentation affecte la fixation des prix mais aussi sur la formation des marges. En dépit de ce constat corrélée à l'envolée des prix des matières, la société **LAND'OR** ambitionne la réalisation d'une croissance annuelle moyenne de 58% de son bénéfice net sur la période de son Business plan 2012-2016.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 7,5DT, le titre **LAND'OR** se transige à 29,9x ses bénéfices estimés de 2012 et à 8,3x ceux de 2013p: Une valorisation qui tend à se redresser à partir de 2013.

Au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société **LAND'OR** s'inscrit dans la logique de placement à moyen terme, basée sur la prise en compte du risque inhérent à son activité. Ce risque suivra une trajectoire descendante au fur et à mesure de la réalisation de résultats conformes au « business plan » avancé.

Nous recommandons de souscrire à l'offre publique ferme de la société **LAND'OR**.



MAXULA BOURSE

.Intermédiaire en bourse.

Département
Recherches & Analyses

Janvier

2013

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

Tel: (+216 71) 960 530 / 960 026
Fax: (+216 71) 960 565

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