



PAPELERA DE TETUAN S.A.

NOTE D'INFORMATION

**AUGMENTATION DE CAPITAL DE 112.000.000 DIRHAMS PAR SOUSCRIPTION EN
NUMÉRAIRE DE 1.120.000 ACTIONS AU PRIX DE 100 DIRHAMS PAR ACTION**

PÉRIODE DE SOUSCRIPTION : DU 18 JUILLET 2005 AU 22 JUILLET 2005

CONSEILLER FINANCIER – COORDINATEUR GLOBAL – CHEF DE FILE



ORGANISMES CHARGÉS DE COLLECTER LES SOUSCRIPTIONS

**DÉPOSITAIRES DES TITRES PAPELERA DE TETUAN –
CAISSE DE DÉPÔT ET DE GESTION –
SAFABOURSE**

VISA DU CONSEIL DEONTOLOGIQUE DES VALEURS MOBILIERES

Conformément aux dispositions de la circulaire du CDVM n°03/04 du 19 novembre 2004, prise en application de l'article 14 du Dahir portant loi n°1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne tel que modifié et complété, l'original de la présente note d'information a été visé par le CDVM le 06 juillet 2004, sous la référence VI/EM/015/2005.

ABREVIATIONS

BNR	Bénéfice Net Réel.
BNS	Bénéfice Net Simplifié.
CAF	Capacité d'Autofinancement.
CDG	Caisse de Dépôt et de Gestion.
CDVM	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.
CMT	Crédit à Moyen Terme.
CNSS	Caisse Nationale de Sécurité Sociale.
DH	Dirham.
EBE	Excédent Brut d'Exploitation.
FCP	Fonds Commun de Placement.
HT	Hors Taxes.
IGR	Impôt Général sur le Revenu.
IS	Impôt sur les Sociétés.
MDH	Millions de dirhams.
MLT	Moyen et long termes
N/A	Non applicable.
Nb.	Nombre.
OPCVM	Organisme de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières.
Pbs	Points de base.
PNB	Produit Net Bancaire.
Pt	Point.
S.A.	Société Anonyme.
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable.
TVA	Taxe sur la Valeur Ajoutée.
Var.	Variation.

SOMMAIRE

AVERTISSEMENT	2
PRÉAMBULE	3
RESPONSABLES DE LA NOTE D'INFORMATION ET DU CONTRÔLE DES COMPTES ...	4
I. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	5
II. LES COMMISSAIRES AUX COMPTES	5
III. L'ORGANISME CONSEIL.....	8
IV. LE CONSEIL JURIDIQUE.....	8
V. LE RESPONSABLE DE L'INFORMATION ET DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE.....	8
PARTIE I : PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION.....	9
I. CADRE ET OBJECTIFS DE L'OPÉRATION.....	10
II. RENSEIGNEMENTS RELATIFS AUX TITRES À ÉMETTRE.....	13
III. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE SOUSCRIPTION.....	14
IV. COTATION EN BOURSE	14
V. SYNDICAT DE PLACEMENT – INTERMÉDIAIRES FINANCIERS.....	16
VI. MODALITÉS DE SOUSCRIPTION.....	16
VII. MODALITÉS DE TRAITEMENT DES ORDRES.....	18
VIII. MODALITÉS DE RÈGLEMENT ET LIVRAISON DE TITRES	19
IX. RÉGIME FISCAL DES TITRES À ÉMETTRE.....	19
X. CHARGES RELATIVES À L'OPÉRATION	23
PARTIE II : PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE PAPELERA DE TETUAN	24
I. RENSEIGNEMENTS GÉNÉRAUX	25
II. RENSEIGNEMENTS SUR LE CAPITAL DE PAPELERA DE TETUAN	26
III. ASSEMBLÉES GÉNÉRALES	32
IV. ORGANES D'ADMINISTRATION ET DE DIRECTION.....	33
V. GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE.....	35
PARTIE IV : ACTIVITÉ DE PAPELERA DE TETUAN.....	37
I. SECTEUR D'ACTIVITÉ	38
II. HISTORIQUE DE PAPELERA DE TETUAN	44
III. APPARTENANCE À UN GROUPE.....	45
IV. LIENS EXISTANT ENTRE PAPELERA DE TETUAN ET SA FILIALE AIGLEMER PAPER ...	46
V. CONSOLIDATION DES COMPTES DE FILIALES.....	47
VI. ACTIVITÉ DE PAPELERA DE TETUAN.....	47
VII. ORGANISATION	51

PARTIE V :	SITUATION FINANCIÈRE DE PAPELERA DE TETUAN.....	57
I.	ANALYSE DES SOLDES INTERMÉDIAIRES DE GESTION	58
II.	ANALYSE DU BILAN DE PAPELERA DE TETUAN	65
III.	ÉTUDE DE L'ÉQUILIBRE FINANCIER	74
IV.	RESSOURCES ET EMPLOIS	76
PARTIE VI :	PERSPECTIVES	78
I.	ORIENTATIONS STRATÉGIQUES	79
II.	PRINCIPALES HYPOTHÈSES RETENUES	79
III.	PERSPECTIVES ET PRÉVISIONS.....	80
IV.	COMPTE DE PRODUITS ET DE CHARGES PRÉVISIONNEL.....	82
V.	PLAN DE RESTRUCTURATION	83
PARTIE VII :	FACTEURS DE RISQUE	85
I.	RISQUE RÉGLEMENTAIRE	86
II.	RISQUE LIÉ AUX IMPAYÉS	86
III.	RISQUE LIÉ À L'ÉVOLUTION DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES	86
IV.	RISQUE LIÉ À LA DÉPENDANCE À L'ÉGARD D'UN GROUPE DE CLIENTS.....	87
V.	RISQUE LIÉ À LA DÉPENDANCE À L'ÉGARD D'UN GROUPE DE FOURNISSEURS	87
VI.	RISQUE DE CHANGE	87
VII.	RISQUE LIÉ À LA DEMANDE	87
VIII.	RISQUE CONCURRENTIEL	88
IX.	RISQUE LIÉ AU SECTEUR INFORMEL	88
X.	RISQUE LIÉ AU CONTRÔLE FISCAL.....	88
PARTIE VIII :	FAITS EXCEPTIONNELS.....	89
PARTIE IX :	LITIGES ET AFFAIRES CONTENTIEUSES.....	91
PARTIE X :	DONNÉES COMPTABLES ET FINANCIÈRES.....	93
I.	PRINCIPES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉS PAR PAPELERA DE TETUAN	94
II.	ÉTATS DE SYNTHÈSE	95

AVERTISSEMENT

Le visa du CDVM n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des informations présentées. Il a été attribué après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information donnée, dans la perspective de l'opération proposée aux investisseurs.

L'attention des investisseurs potentiels est attirée sur le fait qu'un investissement en titres de capital comporte des risques et que la valeur de l'investissement est susceptible d'évoluer à la hausse comme à la baisse sous l'influence de facteurs internes ou externes à l'émetteur.

Les dividendes distribués par le passé ne constituent pas une garantie de revenus futurs. Ceux-là sont fonction des résultats et de la politique de distribution des dividendes de l'émetteur.

La présente note d'information ne s'adresse pas aux personnes dont les lois du lieu de résidence n'autorisent pas la souscription aux titres de capital objet de ladite note d'information.

Les personnes en la possession desquelles ladite note viendrait à se trouver, sont invitées à s'informer et à respecter la réglementation dont ils dépendent en matière de participation à ce type d'opération.

Chaque établissement membre du syndicat de placement ne proposera les valeurs mobilières, objet de la présente note d'information, qu'en conformité avec les lois et règlements en vigueur dans tout pays où il fera une telle offre.

Ni le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) ni Papelera de Tetuan n'encourent de responsabilité du fait du non-respect de ces lois ou règlements par un ou des membres du syndicat de placement.

PRÉAMBULE

En application des dispositions de l'article 14 du Dahir portant loi n°1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété, la présente note d'information porte, notamment, sur l'organisation de l'émetteur, sa situation financière et l'évolution de son activité, ainsi que sur les caractéristiques et l'objet de l'opération envisagée.

Ladite note d'information a été préparée par la Caisse de Dépôt et de Gestion conformément aux modalités fixées par la circulaire du CDVM n°03/04 du 19 novembre 2004 prise en application des dispositions de l'article précité.

Le contenu de cette note d'information a été établi sur la base d'informations recueillies, sauf mention spécifique, des sources suivantes :

- commentaires, analyses et statistiques fournis par les dirigeants de Papelera de Tetuan et recueillis par la Caisse de Dépôt et de Gestion, notamment lors de la procédure de due diligence effectuée auprès de Papelera de Tetuan ;
- liasses fiscales pour les exercices clos le 31 décembre 2002, 31 décembre 2003 et 31 décembre 2004 ;
- procès verbaux des Conseils d'Administration, des AGO, AGE et les rapports de gestion relatifs aux exercices 2002, 2003 et 2004 ;
- rapports des commissaires aux comptes de Papelera de Tetuan relatifs aux exercices clos le 31 décembre 2002, 31 décembre 2003 et 31 décembre 2004 ; et
- prévisions établies par les organes de direction et de gestion de Papelera de Tetuan.

En application des dispositions de l'article 13 du Dahir portant loi n°1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété, cette note d'information doit être :

- remise ou adressée sans frais à toute personne dont la souscription est sollicitée, ou qui en fait la demande ;
 - tenue à la disposition du public au siège de Papelera de Tetuan et dans les établissements chargés de recueillir les souscriptions, selon les modalités suivantes :
 - elle est disponible à tout moment dans les lieux suivants :
 - Caisse de Dépôt et de Gestion, Place Moulay El Hassan – Rabat ; et
 - SafaBourse, 181, Bd. Massira Khadra – Casablanca.
 - elle est disponible sur demande dans un délai maximum de 48 heures auprès des points de collecte du réseau de placement ; et
 - elle est disponible sur le site du CDVM (www.cdvm.gov.ma) ; et
 - tenue à la disposition du public au siège de la Bourse de Casablanca.
-



RESPONSABLES DE LA NOTE D'INFORMATION ET DU CONTRÔLE DES COMPTES

I. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Objet : Opération accordéon

Le Président du conseil d'administration atteste que, à sa connaissance, les données de la présente note d'information dont il assume la responsabilité, sont conformes à la réalité. Elles comprennent toutes les informations nécessaires aux investisseurs potentiels pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de Papelera de Tetuan ainsi que sur les droits rattachés aux titres proposés. Elles ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée.

Pour le Conseil d'Administration
M. Abderrahim LHASSAINI,
Président du Conseil d'Administration

II. LES COMMISSAIRES AUX COMPTES

Objet : Papelera de Tetuan Opération accordéon

Nous avons procédé à la vérification des informations comptables et financières contenues dans la présente note d'information en effectuant les diligences de la Profession et compte tenu des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Nos diligences ont consisté à nous assurer de la concordance desdites informations avec les états de synthèses audités.

Les états de synthèse sociaux de Papelera de Tetuan pour les exercices clos le 31 décembre 2002, 31 décembre 2003 et 31 décembre 2004, ont fait l'objet d'un audit de notre part.

Nous avons effectué notre audit selon les normes de la Profession applicables au Maroc. Ces normes requièrent qu'un tel audit soit planifié et exécuté de manière à obtenir une assurance raisonnable que les états de synthèse ne comportent pas d'anomalie significative. Un audit comprend l'examen, sur la base de sondages, des documents justifiant les montants et informations contenus dans les états de synthèse. Un audit comprend également une appréciation des principes comptables utilisés, des estimations significatives faites par la Direction Générale ainsi que la présentation générale des comptes. Nous estimons que notre audit des états de synthèse des exercices 2002, 2003 et 2004 fournit un fondement raisonnable de notre opinion.

Sur la base des diligences ci-dessus nous n'avons pas d'observation à formuler sur la concordance des informations comptables et financières, données dans la présente note d'information, avec les états de synthèse tels que audités par nos soins.

Par ailleurs, nous rappelons, ci-dessous, nos avis et commentaires eu égard à ces états de synthèses tels qu'exprimés dans nos rapports de commissaires aux comptes au titre des exercices 2002, 2003 et 2004.

Exercice 2002

Le montant de la provision pour dépréciation des créances ne couvre pas toutes les créances impayées dont le recouvrement est incertain. De même, des créances et titres de participation relatifs à une société filiale connaissant de graves difficultés financières n'ont pas fait l'objet de provision. L'insuffisance de provision s'élèverait à environ 65 millions de DH dont 28 millions de Dh concernant la filiale précitée.

A notre avis, à l'exception de la situation décrite au paragraphe ci-dessus, les états de synthèse arrêtés au 31 décembre 2002 sont réguliers et sincères et donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la société Papelera de Tetuan ainsi que du résultat de ses opérations et de l'évolution de ses flux de trésorerie pour l'exercice clos à cette date, conformément aux principes comptables admis au Maroc.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur les situations suivantes :

La Société avait procédé en 1999 à l'échange des actions détenues dans sa filiale la société Unipapel par une participation à hauteur de 51% dans le capital de la Société Aiglemer Paper, née suite à l'absorption d'Unipapel par Aiglemer. Cette fusion absorption qui s'était traduite par la dissolution sans liquidation de la Société Unipapel a donné lieu à un contrôle fiscal chez cette dernière sur la période allant de 1993 à 1999 ; la Société s'est pourvue devant la commission locale de taxation. Il est à noter que le protocole de fusion absorption fait supporter aux actionnaires d'Aiglemer et Unipapel la perte éventuelle d'actifs apportés ainsi que l'augmentation éventuelle des passifs.

Par ailleurs, nous avons constaté que la convention entre les parties à la fusion stipulant la fixation au 30 juin 2001 des montants en actifs circulants devant faire l'objet de remboursement par les garants n'a pas été respectée. La Direction Générale de la Société nous a informé que les associés n'avaient pas fait le point à cette date pour déterminer les montants non recouverts devant faire l'objet de remboursement tel que stipulé à l'alinéa 3 de la convention. Nous ne sommes donc pas en mesure de nous assurer si le non respect de cette clause remet en cause tout ou partie de la garantie donnée par ses auteurs.

Bien que la situation nette de Papelera de Tetuan n'atteigne pas le niveau visé à l'article 357 de la loi sur la Société Anonyme, nous attirons votre attention sur le fait que les pertes cumulés au 31 décembre 2002 n'intègrent pas l'insuffisance dans le niveau de provisionnement de certains actifs de la société mentionnée ci-dessus qui s'élève à 65 millions de Dh. Selon la Direction Générale de la Société, un important plan de restructuration est actuellement en cours d'élaboration et en conséquence, les états financiers ci-joints ont été préparés selon le principe de continuité d'exploitation.

Exercice 2003

Les comptes clients, au 31 décembre 2003, contiennent des créances anciennes impayées s'élevant à 47 millions de Dh (hors taxes) relatives à une société filiale connaissant de graves

difficultés financières. La Direction de la Société escompte à cet égard, une amélioration de la situation de cette filiale dans le cadre d'un plan de restructuration ayant été soumis à l'appréciation de ses actionnaires et dont la mise en œuvre a démarré. En application du principe comptable de prudence, et dans l'attente des résultats escomptés de ce plan, une provision complémentaire pour dépréciation à due concurrence du montant précité aurait dû être constatée à la clôture de l'exercice.

A notre avis, à l'exception de la situation décrite au paragraphe ci-dessus, les états de synthèse arrêtés au 31 décembre 2003 sont réguliers et sincères et donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la société Papelera de Tetuan ainsi que du résultat de ses opérations et de l'évolution de ses flux de trésorerie pour l'exercice clos à cette date, conformément aux principes comptables admis au Maroc.

Exercice 2004

A notre avis, les états de synthèses arrêtés au 31 décembre 2004 sont réguliers et sincères et donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la société Papelera de Tetuan ainsi que du résultat de ses opérations et de l'évolution de ses flux de trésorerie pour l'exercice clos à cette date, conformément aux principes comptables admis au Maroc.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur l'incertitude relative à la continuité de l'exploitation. En effet, la situation financière de la Société demeure très préoccupante. La Société affiche ainsi, à la clôture de l'exercice 2004, une perte nette de l'exercice de 136 millions de DH et une situation nette débitrice de 67 millions de DH. En application des dispositions réglementaires en vigueur, une assemblée générale extraordinaire devrait être tenue pour décider de la continuation de la Société. L'exercice 2004 a été caractérisé par le démarrage de la mise en œuvre du plan de restructuration de la Société adopté par les actionnaires en avril 2004. Ce plan prévoit notamment que la Société devrait, sur la base des mesures prévues sur les plans financier, humain, commercial et technique, réaliser des résultats bénéficiaires à court terme. Une augmentation du capital social de 112 millions de DH a été, dans ce cadre, décidée et devrait être effective au courant de l'exercice 2005. Les états de synthèse au 31 décembre 2004 de la Société ont été, par conséquent, préparés selon le principe de continuité d'exploitation et ne tiennent pas compte des ajustements qui s'avéreraient nécessaires si la Société devrait cesser son activité.

Les Commissaires aux Comptes

PriceWaterHouse Coopers
A. BIDAHA – Associé
101, Bd Massira Al Khadra – 20.000 Casablanca
Tél. : 022-77-90-00

FIDUMAC
M. TOUHLALI – Associé
89, rue Chaoui – Casablanca
Tél. : 022-26-37-41

III. L'ORGANISME CONSEIL

Objet : Papelera de Tetuan Opération accordéon

La présente note d'information a été préparée par nos soins et sous notre responsabilité. Nous attestons avoir effectué les diligences nécessaires pour nous assurer de la sincérité des informations qu'elle contient. Nous attestons avoir pris toutes les mesures nécessaires pour faire en sorte que notre appartenance au Groupe CDG n'affecte pas l'objectivité de notre analyse et la qualité de la mission pour laquelle nous avons été mandatés, Papelera de Tetuan étant filiale de Cellulose Du Maroc qui elle-même est détenue à hauteur de 62% par la Caisse de Dépôt et de Gestion.

M. Hassan BOUBRIK
Directeur du Pôle des Marchés des Capitaux
Caisse de Dépôt et de Gestion
Place Moulay El Hassan – Rabat
Tél. : 037-66-91-88
Fax : 037-66-91-40
boubrik@cdg.ma

IV. LE CONSEIL JURIDIQUE

Objet : Papelera de Tetuan Opération accordéon

L'opération, objet de la présente note d'information, est conforme aux dispositions statutaires de Papelera de Tetuan et à la législation marocaine en matière de droit des sociétés.

Hicham NACIRI
Avocat à la cour
Cabinet Naciri & Associés – Gide Loyrette Nouelle
52, Bd. Zerktouni – Espace Erreda – Casablanca
Tél. : 022-27-46-28
Fax : 022-27-30-16
naciri@gide.com

V. LE RESPONSABLE DE L'INFORMATION ET DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE

Pour toutes informations et communications financières, prière de contacter :

M. Abderrahim LHASSANI
Président Directeur Général
Bd. Ahl Loughlam. Km12. Rte Tit Mellil-Casablanca

Tél. : 022 76 83 01
Fax : 022 76 82 70
abderrahim@lhassani.com



PARTIE I : PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

I. CADRE ET OBJECTIFS DE L'OPÉRATION

Papelera de Tetuan a enregistré des résultats nets déficitaires depuis l'exercice 2000, et ce, notamment en raison du ralentissement de l'activité, d'une concurrence accrue, d'une masse d'impayés importante et d'un manque de soutien financier de la part de ses principaux bailleurs de fonds.

Les comptes arrêtés au 31 décembre 2004 ayant fait apparaître une perte de -136 172 689,06 dirhams, soit une situation nette de -67 445 487,69 dirhams.

En DH (au 31 décembre)	2002	2003	2004
Capital social	91 875 000,00	91 875 000,00	91 875 000,00
Réserves et primes liées au capital	94 928 399,00	94 928 399,00	94 928 399,00
Ecart de réévaluation	0,00	0,00	87 773 154,00
Actionnaires, capital non versé (+/-)	0,00	0,00	0,00
Report à nouveau (+/-)	-79 079 388,54	-124 309 148,73	-205 849 352,09
Résultats nets en instance d'affectation (+/-)	0,00	0,00	0,00
Résultat net de l'exercice (+/-)	-45 229 760,19	-81 540 203,36	-136 172 689,06
Fonds propres	62 494 250,73	-19 045 952,63	-67 445 487,69

De plus, les comptes arrêtés au 31 décembre 2003 ayant fait apparaître une perte de -81 540 203,36 dirhams faisant ressortir au terme de cet exercice des pertes cumulées, compte tenu du report à nouveau déficitaire de -124 309 148,73 dirhams, de -205 849 352,09 dirhams, avec une situation nette de -19 045 952,63 dirhams.

Dans ce contexte et conformément aux stipulations de l'article 357 de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes et en vue de reconstituer les fonds propres de la société, le Conseil d'Administration, réuni le 26 novembre 2004, a décidé de conférer tous pouvoirs à son Président pour la préparation et la convocation à l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires aux fins de délibérer sur l'opération accordéon.

1. OBJECTIFS DE L'OPÉRATION

La présente opération d'augmentation de capital répond à deux objectifs :

- se mettre en conformité avec les stipulations de l'article 357 de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes, les fonds propres étant inférieurs au quart (1/4) du capital social ; et
- faire face au développement de l'activité.

En DH	31/12/04	Après augmentation	Après réduction
Capital social	91 875 000,00	203 875 000,00	101 937 500,00
dont actions nouvelles	0	112 000 000	101 937 500,00
Réserves et primes liées au capital	94 928 399,00	94 928 399,00	94 928 399,00
Ecart de réévaluation	87 773 154,00	87 773 154,00	87 773 154,00
Actionnaires, capital non versé (+/-)	0,00	0,00	0,00
Report à nouveau (+/-)	-205 849 352,09	-205 849 352,09	-103 911 852,09
Résultats nets en instance d'affectation (+/-)	0,00	0,00	0,00
Résultat net de l'exercice (+/-)	-136 172 689,06	-136 172 689,06	-136 172 689,06
Fonds propres	-67 445 487,69	44 554 512,31	44 554 512,31

2. CADRE DE L'OPÉRATION

L'Assemblée Générale Extraordinaire du 1^{er} mars 2004 a décidé, dans sa première résolution, la continuation de l'activité de la Papelera de Tetuan malgré la situation nette négative

L'Assemblée Générale Extraordinaire réunie le 1^{er} mars 2005 a autorisé ladite opération et a conféré au Conseil d'Administration les pouvoirs nécessaires pour la réalisation de l'opération accordéon. Cette opération se traduira par :

- l'émission de un million cent vingt mille (1 120 000) actions nouvelles d'une valeur nominale de cent (100) dirhams, émises au prix de cent (100) dirhams l'action ; et
- une réduction de capital de deux cent trois millions huit cent soixante quinze mille (203 875 000) dirhams à cent un millions neuf cent trente sept mille cinq cent (101 937 500) dirhams, représenté par un million dix neuf mille trois cent soixante quinze (1 019 375) actions nouvelles de cent (100) dirhams chacune, par l'échange d'une action nouvelle, de valeur nominale de cent (100) dirhams, contre deux actions anciennes, de valeur nominale de cent (100) dirhams chacune.

Après réalisation de cette opération, les fonds propres de Papelera de Tetuan s'élèveront à quarante quatre millions cinq cent cinquante quatre mille cinq cent douze virgule trente et un (44 554 512,31) de dirhams.

3. RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX COMPTES SUR L'AUGMENTATION ET LA RÉDUCTION DE CAPITAL

En notre qualité de commissaires aux comptes de la société Papelera de Tetuan, et en exécution de la mission prévue par les articles 192, 199 et 211 de la loi n° 17-95 sur les sociétés anonymes, nous devons vous faire connaître notre appréciation sur les causes et conditions des opérations d'augmentation de capital de 112 000 000 DH suivie d'une réduction de capital de 101 937 500 DH à même d'absorber à due concurrence les déficits antérieurs.

Les modalités retenues pour la réalisation de l'augmentation de capital, à savoir, la libération des actions nouvelles par souscription en numéraire de 1 120 000 actions au prix de 100 DH par action et la suppression du droit préférentiel de souscription, n'appellent pas de remarques particulières de notre part.

De même, nous sommes assurés que les causes et conditions de la réduction du capital sont valables et que cette réduction ne ramenait pas le montant du capital ou la valeur nominale des actions à des chiffres inférieurs au minimum légal ou réglementaire.

En conséquence, nous ne voyons pas d'objection à ce que votre assemblée approuve la proposition d'augmentation suivie d'une réduction de capital telle qu'elle vous est présentée.

Les Commissaires aux Comptes

PriceWaterHouse Coopers
A. BIDAËH – Associé
101, Bd Massira Al Khadra – 20.000 Casablanca
Tél. : 022-77-90-00
Fax. : 022-77-90-00

FIDUMAC
M. TOUHLALI – Associé
89, rue Chaoui – Casablanca
Tél. : 022-26-37-41
Fax. : 022-77-90-00

4. INTENTION DES ACTIONNAIRES DE RÉFÉRENCE

L'actionnaire de référence (la Cellulose Du Maroc) a fait part de ses intentions de souscrire (intégralement ou partiellement) à l'augmentation de capital objet de la présente note d'information.

5. STRUCTURE DE L'OFFRE

L'opération accordéon objet de la présente note d'information concerne :

- une émission de un million cent vingt mille (1 120 000) actions nouvelles d'une valeur nominale de cent (100) dirhams, émises au prix de cent (100) dirhams l'action ; et
- une réduction de capital de deux cent trois millions huit cent soixante quinze mille (203 875 000) dirhams à cent un millions neuf cent trente sept mille cinq cent (101 937 500) dirhams, représenté par un million dix neuf mille trois cent soixante quinze (1 019 375) actions nouvelles de cent (100) dirhams chacune, par l'échange d'une action nouvelle, de valeur nominale de cent (100) dirhams, contre deux actions anciennes, de valeur nominale de cent (100) dirhams chacune.

5.1. Place de cotation

Les nouvelles actions émises par Papelera de Tetuan seront cotées à la Bourse de Casablanca. Elles portent jouissance au 1^{er} janvier 2005.

5.2. Montant de l'augmentation de capital

Le montant de l'augmentation de capital est de cent douze millions (112 000 000) de dirhams. Ce dernier passera de quatre-vingt onze millions huit cent soixante-quinze mille (91 875 000) dirhams à deux cent trois millions huit cent soixante quinze mille (203 875 000) dirhams.

5.3. Montant de la réduction de capital

Le montant de la réduction de capital est de cent un millions neuf cent trente sept mille cinq cent (101 937 500) dirhams. Ce dernier passera de deux cent trois millions huit cent soixante quinze mille (203 875 000) dirhams à cent un millions neuf cent trente sept mille cinq cent (101 937 500) dirhams.

II. RENSEIGNEMENTS RELATIFS AUX TITRES À ÉMETTRE

Nature et forme des titres	Actions au porteur
Nombre de titres émis	1.120.000 actions
Prix de souscription	100 dirhams
Valeur nominale unitaire	100 dirhams
Montant global de l'opération	112 000 000 dirhams
Prime d'émission	Aucune prime d'émission n'est prévue dans le cadre de l'augmentation de capital objet de la présente note d'information.
Dématérialisation des titres	Les actions offertes sont entièrement dématérialisées et inscrites en compte chez le dépositaire central (MAROCLEAR).
Date de jouissance	Les actions objet de la présente opération portent jouissance au 1 ^{er} janvier 2005.
Libération des titres	Les actions offertes sont entièrement libérées et libres de tout engagement.
Droits préférentiels de souscription	L'Assemblée Générale du 1 ^{er} mars 2005 a décidé la suppression des droits préférentiels de souscription.
Catégorie d'inscription des titres	Les titres Papelera de Tetuan issus de la présente émission seront assimilés aux titres Papelera de Tetuan (PDT) cotés en 1 ^{ère} ligne sous le numéro de code 6500.
Négoциabilité des titres	Les actions objet de la présente note d'information sont librement négociables à la Bourse de Casablanca.
Droits attachés	Chaque action confère à son détenteur un droit de vote aux Assemblées Générales et une part des résultats et de l'actif net de la société. Tous les titres portent le même droit de vote. Il n'existe pas d'action à droit de vote double ou multiple.

III. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE SOUSCRIPTION

1. INSTANCE AYANT FIXÉ LE PRIX DE SOUSCRIPTION

L'Assemblée Générale Extraordinaire du 1^{er} mars 2005, a décidé une augmentation de capital en numéraire de cent douze millions (112 000 000) de dirhams par l'émission de un million cent vingt mille (1 200 000) actions nouvelles d'une valeur nominale unitaire de cent (100) dirhams.

2. DESCRIPTION DE LA MÉTHODE D'ÉVALUATION RETENUE

Le prix d'émission des actions nouvelles, d'une valeur nominale de cent (100) dirhams, est de cent (100) dirhams l'action, conformément aux stipulations de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes et notamment l'article 246 fixant la valeur nominale minimale d'une action à cent (100) dirhams.

IV. COTATION EN BOURSE

1. CALENDRIER DE L'OPÉRATION

Ordres	Étapes	Délais Au plus tard
1	Réception du dossier complet par la Bourse de Casablanca	29/06/2005
2	Emission par la Bourse de Casablanca de l'avis d'approbation sur l'Offre Publique de Vente	06/07/2005
3	Réception de la Note d'information visée par le CDVM	07/07/2005
4	Publication au Bulletin de la cote de l'avis relatif à l'OPV	08/07/2005
5	Ouverture des souscriptions	18/07/2005
6	Clôture des souscriptions	22/07/2005
7	Réception des souscriptions par la Bourse de Casablanca contre accusé réception	25/07/2005 à 12h00
8	Centralisation des souscriptions par la Bourse de Casablanca	26/07/2005
9	Envoi d'un état récapitulatif des souscriptions au CDVM	27/07/2005
10	Suite du CDVM sur l'OPV	28/07/2005
11	Publication d'une annonce dans le cas où le CDVM ne donnent pas de suite positive	28/07/2005
12	Allocation et remise par la Bourse de Casablanca du listing des allocations	29/07/2005
13	Tenue de la réunion de l'instance devant ratifié l'augmentation du capital	01/08/2005
14	Réception par la Bourse de Casablanca du Procès verbal de la réunion de	03/08/2005

	l'instance ayant ratifié l'augmentation du capital	à 10h00
15	Remise des allocations de titres aux membres du syndicat de placement et annonce des résultats de l'opération au Bulletin de la Cote	03/08/2005
16	Cotation des titres et enregistrement	05/08/2005
17	Ouverture de la période d'échange	05/08/2005
18	Règlement / livraison	10/08/2005
19	Prélèvement des commissions de centralisation et d'enregistrement	11/08/2005
20	Clôture de la période d'échange	19/08/2005
21	Tenue de la réunion de l'instance devant ratifié la réduction du capital	22/08/05
22	Réception par la Bourse de Casablanca du procès-verbal de l'instance ayant ratifié la réduction du capital	24/08/2005 à 10h00
23	Réduction effective du capital	26/08/2005

2. SOCIÉTÉ DE BOURSE CHARGÉE D'ENREGISTRER L'OPÉRATION

L'enregistrement de l'ensemble des transactions composé d'une part, des titres émis et d'autre part, des allocations à la Bourse de Casablanca se fera par l'entremise des sociétés de bourse le 05 août 2005.

Le dénouement de ces transactions s'effectuera, selon les procédures en vigueur à la Bourse de Casablanca, le 10 août 2005.

SafaBourse procédera à l'enregistrement de la transaction du côté vendeur. Les membres du syndicat de placement sont libres de désigner la société de bourse, dépositaire actuelle des titres de Papelera de Tetuan, afin d'enregistrer les souscriptions des personnes physiques et morales auprès de la Bourse de Casablanca.

3. PROCÉDURE DE CONTRÔLE ET D'ENREGISTREMENT À LA BOURSE DE CASABLANCA

Chaque membre du syndicat de placement devra remettre à la Bourse de Casablanca en sa qualité d'établissement centralisateur de la présente opération, sous forme de clé USB, et au plus tard le 25 juillet 2005 à 12h00, l'état récapitulatif des souscripteurs ayant participé à la présente opération.

La Bourse de Casablanca procédera à la consolidation des différents fichiers de souscripteurs et aux rejets des souscriptions ne respectant pas les conditions de souscriptions prédéfinies.

Le 03 août 2005 à 18h00, la Bourse de Casablanca communiquera aux membres du syndicat de placement les résultats de l'allocation. Sur la base des résultats de l'allocation, il sera procédé à l'enregistrement à la Bourse de Casablanca des transactions correspondantes et au règlement/livraison des titres selon les procédures en vigueur à la Bourse de Casablanca.

V. SYNDICAT DE PLACEMENT – INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Conseiller Financier et Coordinateur global	: CAISSE DE DÉPÔT ET DE GESTION Place Moulay El Hassan – BP 408, Rabat
Chef de File	: CAISSE DE DÉPÔT ET DE GESTION Place Moulay El Hassan – BP 408, Rabat
Etablissements chargés de recueillir les souscriptions auprès du public	: DÉPOSITAIRES DE TITRES PAPELERA TETUAN CAISSE DE DÉPÔT ET DE GESTION Place Moulay El Hassan – BP 408, Rabat SAFABOURSE 181, Bd. Massira Khadra, Casablanca

VI. MODALITÉS DE SOUSCRIPTION**1. PÉRIODE DE SOUSCRIPTION**

Les actions, objet de la présente note d'information, pourront être souscrites du 18 juillet 2005 au 22 juillet 2005, auprès des dépositaires des titres de Papelera de Tetuan, de la Caisse de Dépôt et de Gestion et de SafaBourse.

2. SOUSCRIPTEURS

Les souscripteurs visés sont les investisseurs, personnes morales ou physiques, résidentes ou non-résidentes.

3. IDENTIFICATION DES SOUSCRIPTEURS

Les membres du syndicat de placement doivent s'assurer de l'appartenance du souscripteur à l'une des catégories définies ci-dessus. A cet effet, ils doivent obtenir copie du document qui l'atteste et le joindre au bulletin de souscription.

Catégorie	Document à joindre
Associations	Photocopie des statuts et photocopie du récépissé du dépôt de dossier
Enfants mineurs	Photocopie de la page du livret de famille attestant de la date de naissance de l'enfant
OPCVM de droit marocain	Photocopie de la décision d'agrément et, pour les Fonds Communs de Placement (FCP), le numéro du certificat de dépôt au greffe du tribunal, pour les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV), numéro du registre de commerce
Personnes morales étrangères	Modèle des inscriptions au registre de commerce ou équivalent
Personnes morales marocaines	Modèle des inscriptions au registre de commerce
Personnes physiques non résidentes et non marocaines	Photocopie des pages du passeport contenant l'identité de la personne ainsi que les dates d'émission et d'échéance du document
Personnes physiques résidentes et non marocaines	Photocopie de la carte de résident
Personnes physiques résidentes marocaines et ressortissants marocains à l'étranger	Photocopie de la carte d'identité nationale

4. MODALITÉS DE SOUSCRIPTION

Toutes les souscriptions se feront en numéraire :

- les souscriptions pour le compte d'enfants mineurs dont l'âge est inférieur ou égal à 18 ans sont autorisées à condition d'être effectuées par le tuteur ou le représentant légal de l'enfant mineur. Les membres du syndicat de placement sont tenus d'obtenir une copie de la page du livret de famille faisant ressortir la date de naissance de l'enfant mineur et de la joindre au bulletin de souscription ;
- les souscriptions pour le compte de tiers sont autorisées à condition de présenter une procuration dûment signée et légalisée. Les membres du syndicat de placement sont tenus d'en obtenir une copie et de la joindre au bulletin de souscription. Les titres souscrits doivent, en outre, se référer à un compte titres au nom de la tierce personne concernée, lequel ne peut être mouvementé que par cette dernière, sauf existence d'une procuration ;
- tout bulletin doit être signé par le souscripteur ou son mandataire. Les membres du syndicat de placement doivent s'assurer, préalablement à l'acceptation d'une souscription, que le souscripteur a la capacité financière d'honorer ses engagements ; et
- les investisseurs peuvent effectuer plusieurs ordres auprès d'un seul membre du syndicat de placement.

Tous les ordres de souscription ne respectant pas les conditions ci-dessus seront frappés de nullité.

5. ORDRES D'ACHAT MULTIPLES

Les ordres d'achat multiples, c'est à dire les ordres d'achat effectués auprès de plus d'un membre du syndicat de placement sont interdits et frappés de nullité dans leur intégralité et leur globalité.

VII. MODALITÉS DE TRAITEMENT DES ORDRES

1. AUGMENTATION DE CAPITAL

L'allocation des actions émises se fera à l'issue de la période de souscription, le 03 août 2005, selon les souscriptions présentées par les différents membres du syndicat de placement et le nombre de titres disponibles. Les demandes exprimées seront servies jusqu'à ce que le montant total de l'augmentation de capital soit atteint.

Dans le cas où le nombre de titres demandé serait supérieur au nombre total d'actions émises, l'allocation se fera au prorata, sur la base d'un taux d'allocation. Ce taux sera déterminé par le rapport :

« Quantité de titres offerte / Quantité de titres demandée ».

Si le nombre de titres à répartir, en fonction de la règle du prorata déterminée ci-dessus, n'est pas un nombre entier, ce dernier sera arrondi à la borne inférieure. Les rompus seront alloués par palier d'une action par souscripteur, avec priorité aux demandes les plus fortes.

2. RÉDUCTION DE CAPITAL

La réduction de capital de deux cent trois millions huit cent soixante quinze mille (203 875 000) dirhams à cent un millions neuf cent trente sept mille cinq cent (101 937 500) dirhams, représenté par un million dix neuf mille trois cent soixante quinze (1 019 375) actions nouvelles de cent (100) dirhams chacune, par l'échange d'une action nouvelle, de valeur nominale de cent (100) dirhams, contre deux actions anciennes, de valeur nominale de cent (100) dirhams chacune.

La période d'échange se déroulera du 05 août 2005 au 19 août 2005. la période de négociation en bourse, sur les rompus, restera donc ouverte jusqu'au 19 août 2005. Ainsi, les actionnaires désirant échanger leurs titres et ne disposant de la parité exacte sont invités à la compléter en procédant à l'achat ou la vente en bourse des actions nécessaires avant le 19 août 2005. A partir de cette date aucune négociation sur les anciens titres n'est possible.

Les actions nouvelles issues d'échange, suite à la réduction de capital, seront cotées à la Bourse de Casablanca à partir du 26 août 2005. Aucune négociation sur ces titres n'est possible avant cette date.

VIII. MODALITÉS DE RÈGLEMENT ET LIVRAISON DE TITRES

1. DATE DE RÈGLEMENT

Le règlement/livraison des titres sera réalisé le 10 août 2005. L'organisme mandaté par Papelera de Tetuan pour l'inscription desdits titres en compte est SafaBourse. Sur instruction des avis d'opéré et conformément aux procédures en vigueur à la Bourse de Casablanca, les comptes Bank Al Maghrib des établissements dépositaires seront débités des fonds correspondants à la valeur des actions attribuées à chaque membre du syndicat de placement majorés des commissions.

Le règlement et la livraison des titres Papelera de Tetuan s'effectuera selon les procédures en vigueur à la Bourse de Casablanca.

Il est à rappeler que Papelera de Tetuan a désigné SafaBourse seul dépositaire des titres Papelera de Tetuan mis en vente dans le cadre de la présente opération.

2. RÉSULTATS DE L'OPÉRATION

Les résultats de l'opération seront publiés au bulletin de la cote de la Bourse de Casablanca le 03 août 2005, ainsi que dans « L'Economiste » dans les trois (3) suivant la publication.

IX. RÉGIME FISCAL DES TITRES À ÉMETTRE

L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que le régime fiscal marocain est présenté ci-dessous à titre indicatif et ne constitue pas l'exhaustivité des situations fiscales applicables à chaque investisseur. Ainsi, les personnes physiques ou morales désireuses de participer à la présente opération sont invitées à s'assurer auprès de leur conseiller fiscal de la fiscalité qui s'applique à leur cas particulier. Sous réserve de modifications légales ou réglementaires, le régime actuellement en vigueur est le suivant :

1. ACTIONNAIRES PERSONNES PHYSIQUES RÉSIDENTES AU MAROC

La loi de finances 2002 a exonéré de l'impôt général sur le revenu (IGR) les profits réalisés entre le 1^{er} janvier 2002 et le 31 décembre 2005 au titre des cessions d'actions cotées à la Bourse de Casablanca et cession d'actions ou parts d'OPCVM dont l'actif est investi en permanence à hauteur d'au moins 85% d'actions cotées à la Bourse de Casablanca.

1.1. Imposition des profits de cession

Conformément aux dispositions de l'article 94 de la loi 17-89 relative à l'impôt général sur le revenu (IGR), les profits de cession des actions sont soumis à l'IGR au taux de 10%. Pour les actions cotées, l'impôt est retenu à la source et versé au trésor par l'intermédiaire financier habilité teneur de comptes titres. Selon les dispositions de l'article 92 (II) et 93 (II) de la loi 17-89 relative à l'IGR, sont exonérés de l'impôt :

- les profits ou la fraction des profits sur cession d'actions correspondant au montant des cessions ; réalisées au cours d'une année civile, n'excédant pas le seuil de 20 000 DH ;
- la donation des actions effectuée entre ascendants et descendants, entre époux et entre frères et sœurs.

Toutefois, conformément à l'article 8 de la loi de finances pour l'année 2002, les plus-values sur cessions d'actions cotées, réalisées entre le 1er janvier 2000 et le 31 décembre 2005 sont exonérées de l'IGR. Le fait générateur de l'impôt est constitué par la réalisation des opérations ci-après :

- la cession, à titre onéreux ou gratuit à l'exclusion de la donation entre ascendants et descendants et entre époux, frères et sœurs ;
- l'échange, considéré comme une double vente sauf en cas de fusion ;
- l'apport en société.

Le profit net de cession est constitué par la différence entre :

- d'une part, le prix de cession diminué, le cas échéant, des frais supportés à l'occasion de cette cession, notamment les frais de courtage et de commission ;
- et d'autre part, le prix d'acquisition majoré, le cas échéant, des frais supportés à l'occasion de ladite acquisition, tels que les frais de courtage et de commission.

Les moins-values subies au cours d'une année sont imputables sur les plus-values des années suivantes jusqu'à l'expiration de la 4ème année qui suit celle de la réalisation des moins-values.

1.2. Imposition des dividendes

Les dividendes distribués à des personnes physiques résidentes sont soumis à une retenue à la source de 10%.

2. ACTIONNAIRES PERSONNES MORALES RÉSIDENTES

2.1. Imposition des profits de cession (régime applicable aux actions cotées)

2.1.1. Régime de droit commun

Cessions réalisées en cours d'exploitation

Les profits nets résultant de la cession en cours d'exploitation d'actions cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca sont imposables dans les conditions suivantes :

Les personnes morales soumises à l'Impôt sur les Sociétés (IS) qui, en cours d'exploitation, procèdent à des cessions de titres de participation, et des titres et valeurs de placement bénéficient sur option :

- soit d'un abattement appliqué sur le profit net global des cessions, obtenu après imputation des pertes résultant des cessions. Le taux de l'abattement est de :
 - 25% si le délai écoulé entre l'année d'acquisition et l'année de cession est supérieur à 2 ans et inférieur ou égal à 4 ans ;
 - 50% si le délai écoulé entre l'année d'acquisition et l'année de cession est supérieur à 4 ans et inférieur ou égal à 8 ans ;
 - 70% si le délai écoulé entre l'année d'acquisition et l'année de cession est supérieur à 8 ans.
- soit de l'exonération totale si elles s'engagent par écrit à :
 - réinvestir le produit global de cessions (y compris les cessions d'éléments corporels et incorporels), dans le délai maximum de 3 années suivant la date de clôture dudit exercice, en biens d'équipement ou en immeubles réservés à la propre exploitation professionnelle de la société ; et
 - conserver lesdits biens et immeubles dans son actif pendant un délai de 5 ans qui court à compter de la date de leur acquisition.

Cessions réalisées en fin d'exploitation

Pour les cessions réalisées en fin d'exploitation, il est appliqué un abattement sur le profit net global des cessions, obtenu après imputation des pertes résultant des cessions. Le taux de l'abattement est de :

- 50% si le délai écoulé entre l'année de constitution de la société et l'année de cession est supérieur ou égal à 4 ans et inférieur à 8 ans ;
- 2/3 si le délai écoulé entre l'année de constitution et l'année de cession est supérieur ou égal à 8 ans.

2.1.2. Régime dérogatoire, optionnel et libératoire

Le régime dérogatoire consiste à taxer après application d'un abattement de 50% les profits nets résultant de la cession en cours d'exploitation d'actions cotées à la Bourse qu'elles soient inscrites en titres de placement ou en titres de participation.

Pour bénéficier de ce régime, les personnes morales soumises à l'IS doivent produire, dans le mois qui suit celui du premier retrait ou de la première cession de l'exercice, une demande d'option. L'option se fait pour un exercice entier, elle couvre l'ensemble des opérations de retrait ou de cession d'actions réalisées au cours d'un même exercice comptable.

Les personnes morales qui optent pour le régime dérogatoire sont tenues de :

- verser spontanément le montant de l'impôt exigible au percepteur au cours du mois qui suit celui de la cession ;
- produire une déclaration récapitulative de l'ensemble des opérations de cession des actions cotées dans le mois suivant la date de clôture de l'exercice concerné.

La base imposable est obtenue après application d'un abattement de 50% à l'excédent des plus values et profits sur les moins values et les pertes résultant du retrait ou de la cession d'actions cotées au cours d'un même mois. Le reliquat des moins values ou de pertes éventuelles résultant de cette compensation n'est pas reportable sur le mois suivant. Ce régime dérogatoire s'applique pendant une période de 4 ans aux profits sur cessions réalisés à compter du 1er janvier 2002.

2.2. Imposition des profits des dividendes

2.2.1. Personnes morales résidentes passibles de l'IS

Les dividendes distribués à des contribuables relevant de l'IS sont soumis à une retenue à la source de 10% libératoire de l'IS. Cependant les revenus précités ne sont pas soumis audit impôt si la société bénéficiaire fournit à la société distributrice une attestation de propriété des titres comportant son numéro d'imposition à l'IS.

2.2.2. Personnes morales résidentes passibles de l'IGR

Les dividendes distribués à des personnes morales résidentes passibles de l'IGR sont soumis à une retenue à la source de 10%.

3. ACTIONNAIRES PERSONNES PHYSIQUES NON RÉSIDENTES

3.1. Imposition des dividendes

Les dividendes d'actions sont soumis à une retenue à la source de dix pour cent (10%).

3.2. Imposition des profits de cession

Les profits de cession d'actions réalisées par des personnes non résidentes ne sont pas imposés.

4. ACTIONNAIRES PERSONNES MORALES NON RÉSIDENTES

4.1. Imposition des dividendes

Les dividendes d'actions sont soumis à une retenue à la source de dix pour cent (10%).

4.2. Imposition des profits de cession

Les profits de cession d'actions réalisées par des personnes non résidentes ne sont pas imposés.

X. CHARGES RELATIVES À L'OPÉRATION

Le montant total des charges relatives à cette opération est de 0,8 M. DH, comprenant les commissions :

- (i) de conseil financier ;
- (ii) de conseil juridique ;
- (iii) relatives au visa du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières ;
- (iv) de placement ; et
- (v) de cotation à la Bourse de Casablanca.



PARTIE II : PRÉSENTATION GÉNÉRALE DE PAPELERA DE TETUAN

I. RENSEIGNEMENTS GÉNÉRAUX

Dénomination sociale	Papelera de Tetuan S.A.
Siège social	Siège : Avenue Hassan II, BP : 703 – Tétouan Direction : Bd. Ahl Loughlam, Km 12. Route de Tit Mellil – Casablanca
Téléphone	022-76-83-01 à 05 / 039-96-14-49
Fax	022-76-82-70 / 022-76-82-71 / 039-96-67-86 / 039-96-00-91
Site web	www.papeleradetetuan.com
Forme juridique	Société anonyme de droit marocain régie par les dispositions de la loi n°17-95 promulguée par le Dahir n°1-96-124 du 30 août 1996 relative aux sociétés anonymes.
Date de constitution	1 ^{er} janvier 1948
Durée de vie	99 ans
N° du Registre de Commerce	N°291 – Tétouan
Exercice social	Du 1 ^{er} janvier au 31 décembre
Objet social	Selon l'article 3 de ses statuts, Papelera de Tetuan a pour objet : <ul style="list-style-type: none"> – la fabrication, l'achat, la transformation, l'importation, la vente et l'exportation de cellulose, papier et carton, ainsi que ses dérivés ; et – d'une manière générale, effectuer toutes opérations industrielles, commerciales, financières, mobilières et industrielles nécessaires ou simplement utiles à son essor et à son développement
Capital social actuel	91 875 000,00 dirhams, divisé en 918 750 actions de 100 dirhams chacune.
Documents juridiques	Les documents juridiques notamment les statuts, procès verbaux des Assemblées Générales, les rapports des commissaires aux comptes peuvent être consultés au siège de Papelera de Tetuan : Avenue Hassan II, BP : 703 – Tétouan.
Textes législatifs	Papelera de Tetuan est régie par le droit marocain, la loi 17-95 relative aux sociétés anonymes, ainsi que par ses statuts. De par sa cotation sur la Bourse des Valeurs, elle est soumise à toutes les dispositions légales et réglementaires relatives au marché financier et notamment : <ul style="list-style-type: none"> – Dahir portant loi n°1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la Bourse des Valeurs modifié et complété par les lois 34-96, 29-00 et 52-01 ; – Règlement Général de la Bourse des Valeurs approuvé par l'Arrêté du Ministre de l'Economie et des Finances n°499-

	<p>98 du 27 juillet 1998 et amendé par l'Arrêté du Ministre de l'Economie, des Finances, de la Privatisation et du Tourisme n°1960-01 du 30 octobre 2001 .;</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dahir portant loi n°1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne tel que modifié et complété par la loi n°23-01 ; - Dahir portant loi n°35-96 relative à la création du dépositaire central et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs ; - Règlement général du dépositaire central approuvé par l'arrêté du Ministre de l'Economie et des Finances n°932-98 du 16 avril 1998 et amendé par l'arrêté du Ministre de l'Economie, des Finances, de la Privatisation et du Tourisme n°1961-01 du 30 octobre 2001 ; et - Dahir n°1-04-21 du 21 avril 2004 portant promulgation de la loi n°26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier Marocain.
Tribunaux compétents	Tribunaux de Tétouan

Source : Papelera de Tetuan

II. RENSEIGNEMENTS SUR LE CAPITAL DE PAPELERA DE TETUAN

1. ÉVOLUTION DU CAPITAL

Date	Capital initial (en DH)	Nature de l'opération	Montant de l'augmentation de capital (en DH)	Capital final (en DH)
12/12/66	8 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	2 000 000	10 000 000
29/04/67	10 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	2 000 000	12 000 000
20/04/77	12 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	3 500 000	15 500 000
25/06/77	15 500 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	2 500 000	18 000 000
25/11/77	18 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	2 000 000	20 000 000
05/07/82	20 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	2 000 000	22 000 000
09/05/84	22 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	2 000 000	24 000 000
23/10/87	24 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	6 000 000	30 000 000
30/11/88	30 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	7 500 000	37 500 000

13/12/89	37 500 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	4 500 000	42 000 000
05/12/90	42 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	6 000 000	48 000 000
05/12/91	48 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	6 000 000	54 000 000
24/11/92	54 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	9 000 000	63 000 000
14/12/93	63 000 000	Augmentation de capital par incorporation des réserves	10 000 000	73 000 000
24/11/95	73 000 000	Changement du nominal de l'action de 2 500 à 100 DH	0	73 000 000
24/08/98	73 000 000	Augmentation de capital par émission de nouvelles actions proposées dans le cadre d'une offre publique de vente.	18 375 000	91 875 000

Source : Papelera de Tetuan

2. STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT

2.1. Répartition du capital avant l'augmentation de capital

Au 31 décembre 2004, le montant du capital social de Papelera de Tetuan, entièrement libéré, est composé de 918 750 actions, d'une valeur nominale de cent (100) dirhams, et réparti comme suit :

Actionnaire	Adresse	Nb. titres détenus	% capital	Nb. droits de vote détenus	% droits de vote
La Cellulose du Maroc	12, Zankat Tissa – Rabat	735 000	80%	735 000	80%
Flottant	N/A	183 750	20%	183 750	20%
Total		918 750	100%	918 750	100%

Source : Bourse de Casablanca

2.2. Présentation de l'actionnaire de référence

2.2.1. Historique

La Cellulose du Maroc est créée en 1952 à l'initiative de Rhône Poulenc. Elle doit fabriquer à l'origine de la pâte rayonne¹ en utilisant les plantations d'eucalyptus réalisées vers les années 40 et 50 sur les terres sableuses et marécageuses de la Maamora. Un accord est passé entre la Cellulose du Maroc et la Direction des Forêts pour réaliser un programme de plantation de 60 000 ha baptisé « Opération Cellulose ».

¹ La rayonne est constituée de cellulose chimiquement dissoute, puis régénérée sous forme de filaments continus, qui entrent dans la fabrication de tissus pour la confection de vêtements, rideaux, couvertures, tapis, etc

2.2.2. Actionnariat

Actionnaire	Adresse	Nb. titres détenus	% du capital	Nb. droits de vote détenus	% droits de vote
CDG	Place Moulay El Hassan – Rabat	3.485.260	53,58%	3.485.260	53,58%
The Arab Investment Company	Route du Roi Abdelaziz, 11.491 Ryad – Arabie Saoudite	1.776.433	27,31%	1.776.433	27,31%
CIMR	Bd. Abdelmoumen – Casablanca	539.677	8,30%	539.677	8,30%
CNIA	216, Bd. Zerktouni – Casablanca	316.582	4,87%	316.582	4,87%
Investima	55, Bd. Abdelmoumen – Casablanca	111.435	1,71%	111.435	1,71%
Wafa Investissement	163, av. Hassan II – Casablanca	76.967	1,18%	76.967	1,18%
SGMB	55, Bd. Abdelmoumen – Casablanca	66.718	1,03%	66.718	1,03%
Divers	N/A	131.768	2,03%	131.768	2,03%
TOTAL		6.504.840	100%	6.504.840	100%

Source : La Cellulose du Maroc

En 1996, afin de procéder à une intégration en aval de son activité, la Cellulose du Maroc rachète Papelera de Tetuan, ce qui lui permet de sécuriser une partie de ses ventes sur le marché national. Elle introduit cette filiale à la Bourse de Casablanca en 1998.

Le 28 juillet 2004, la Société Nationale d'Investissement (SNI) a conclu avec la Caisse de Dépôt et de Gestion un accord aux termes duquel la SNI cède sa participation de 21,27% dans le capital de la société La Cellulose du Maroc.

2.2.3. Activité

La capacité initiale de la Cellulose du Maroc est de 12 000 tonnes de pâte à papier par an et ses capitaux à plus de 95% étrangers. Cette capacité est étendue à trois reprises pour atteindre 40 000 tonnes en 1970. Cet exercice est ponctuée par l'entrée de la CDG, la BNDE et la SNI dans le capital de la Cellulose du Maroc Des programmes d'investissement sont alors mis en place pour porter la capacité de l'usine à 125 000 tonnes par an tout en lui permettant de produire de la pâte ECF (Elementary Chlorine Free). Ce procédé « écologique » largement répandu en Europe consiste en l'utilisation durant la phase de blanchiment, du dioxyde de chlore en combinaison avec du peroxyde d'hydrogène, au lieu du chlore gazeux réputé très polluant.

Durant les deux derniers exercices, les réalisations de Cellulose du Maroc se sont inscrites en baisse en raison de la conjonction de plusieurs éléments pénalisants qui ont occasionné une forte pression sur les marges de la société. Cette dernière a en effet été exposée à :

- une érosion des cours de la pâte à papier sur les marchés internationaux occasionnée par l'atonie de la conjoncture économique internationale ;

- des fluctuations défavorables de la parité US \$/MAD ; et
- une exposition accentuée aux importations de matières premières.

Cette situation s'est traduite par un repli important des différents agrégats comptables avec une pression sur les cash-flows de la société.

En effet, le chiffre d'affaires enregistre des reculs de 14% et 16% respectivement en 2003 et 2004 concomitamment au repli des cours de la pâte à papier, qui affectent le chiffre d'affaires à l'export, ainsi que la compression des ventes locales inhérente à la faible activité de Papelera de Tetuan, principal client local de Cellulose du Maroc.

De même, l'érosion du \$ US influe négativement sur le chiffre d'affaires, étant donné que cette dernière exporte l'essentiel de sa production (93% en moyenne sur les trois dernières années) et subit donc de manière directe les contraintes du marché mondial.

2.2.4. Principaux éléments financiers

Le résultat d'exploitation pour sa part affiche une tendance également baissière pour s'établir à -114 MDH en 2004 contre un déficit de -63 MDH en 2003.

L'inertie de certaines charges d'exploitation conjuguée aux poids des dotations aux amortissements et à la constatation de provisions pour dépréciation de stocks explique le creusement des déficits d'une année sur l'autre.

Plombé par les charges financières liées à l'endettement le résultat net est empreint de la même tendance s'établissant à un niveau de -70,2 MDH en 2004 contre un déficit de -291,5 MDH en 2003.

Pour rappel, le déficit de 2003 a été largement alimenté par la constatation d'une provision pour dépréciation des titres de Papelera de Tetuan à hauteur de 142 MDH.

3. POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES DIVIDENDES

3.1. Dispositions statutaires

Conformément aux stipulations de l'article 34 des statuts, les produits de l'exercice, constatés par l'inventaire annuel, déduction faite des frais généraux et des charges sociales, de tous amortissements de l'actif, de toutes réserves pour risque quelconques et de tous prélèvements pour comptes de provisions jugés utiles par le Conseil d'Administration, constituent les bénéfices nets.

Sur ces bénéfices nets, il est prélevé cinq pour cent (5%) pour constituer le fonds de réserve prescrit par la loi. Ce prélèvement cesse d'être obligatoire lorsque le fonds de réserve atteint une somme égale au dixième (1/10) du capital social. Il reprend son cours lorsque, pour une cause quelconque, la réserve est descendue au-dessous de ce dixième.

Le surplus des bénéfices, après prélèvement, est laissé à la disposition de l'Assemblée Générale Ordinaire, qui sur la proposition du Conseil d'Administration, peut décider d'en distraire les sommes qu'elle juge convenables pour attribuer un dividende aux actionnaires pour pratiquer des amortissements supplémentaires de l'actif, pour les porter à un plusieurs fonds de réserves extraordinaires ou pour les reporter à nouveau.

Les dividendes de toutes actions sont valablement payés au porteur du titre ou du coupon.

Tout dividende qui n'est pas réclamé dans les cinq (5) ans de son éligibilité est prescrit au profit de la société.

3.2. Dividendes distribués au cours des trois derniers exercices

Les trois derniers exercices s'étant soldés par un résultat déficitaire, Papelera de Tetuan a décidé de ne pas distribuer de dividendes.

3.3. Politique de distributions futures

La décision de distribution de dividendes et leur montant dépendra des résultats et de la situation financière de Papelera de Tetuan. Cette décision tiendra également compte des différents projets d'investissement envisagés par Papelera de Tetuan. Par ailleurs, l'absorption programmée des reports à nouveau négatifs permettra une distribution des dividendes dès le retour au bénéfice, sauf nouveaux événements exceptionnels.

4. MARCHÉ DES TITRES DE PAPELERA DE TETUAN

4.1. Caractéristiques des actions de Papelera de Tetuan

Les actions Papelera de Tetuan sont cotées à la Bourse de Casablanca sous le ticker PDT, pour une valeur nominale de 100 DH.

Au 31 mai 2005, la majorité des titres Papelera de Tetuan sont détenus par la Cellulose du Maroc avec 80% du capital, le reste constitue le flottant.

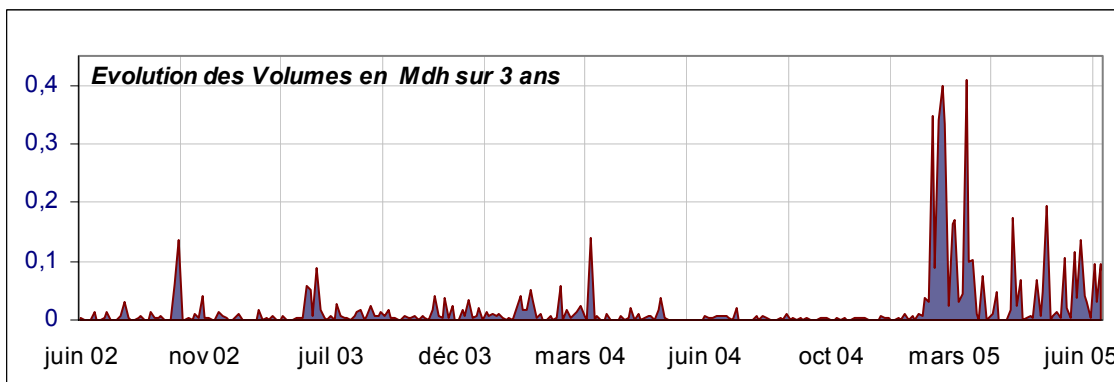
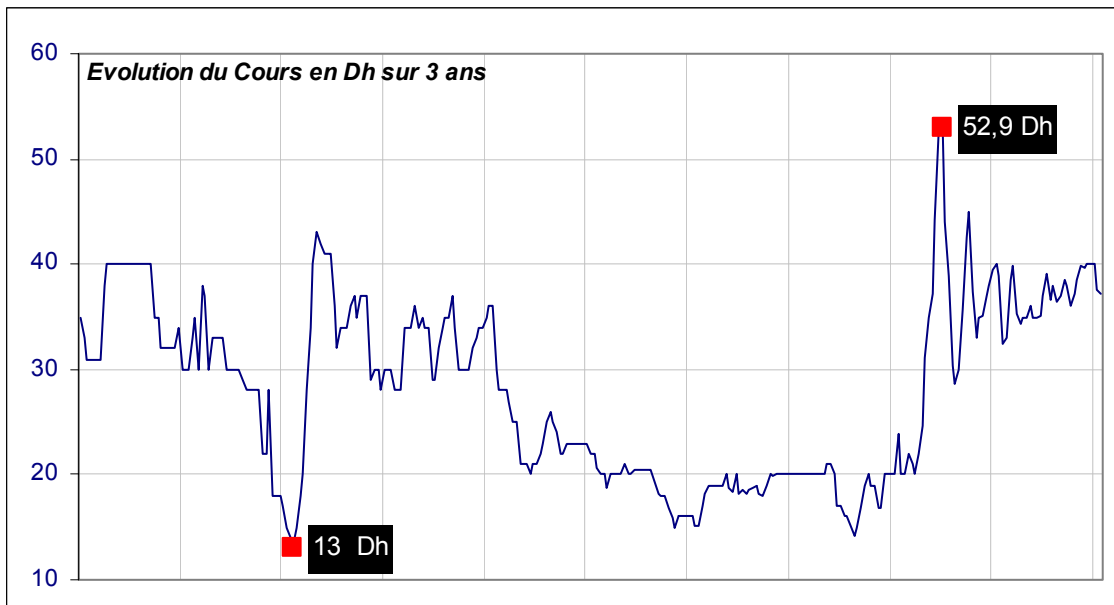
4.2. Historique des dividendes versés

Durant les dix dernières années, Papelera de Tetuan a distribué a opéré un seul versement de dividende de 19Dh/action distribué en 1999.

4.3. Évolution des cours de l'action de Papelera de Tetuan

Au 29 juin 2005 et sur une durée de trois ans, la valeur Papelera de Tetuan a enregistré sa plus faible cote le 06 juin 2003 à 13 DH par action. Sur cette même période, la cote la plus forte a été enregistrée le 28 février 2005 à 52,9 DH.

Par ailleurs, la moyenne arithmétique² des cotes sur cette même période se situe à 28,05 DH.



Source : Bourse de Casablanca

On constate globalement que le parcours boursier de la valeur est demeuré assez erratique se cantonnant pendant plusieurs mois dans une bande étroite de [15 DH-22 DH]. Les sursauts du cours, sporadiques et accompagnés de faibles volumes, étaient catalysés essentiellement par des prises de positions spéculatives encouragées par la faiblesse de la mise initiale (*la valeur traitant bien en dessous du nominal*). A partir de la mi-janvier 2005, et dans le sillage de la diffusion d'un communiqué faisant état de la mise en place d'un plan de sauvetage, le cours enclenche un trend haussier qui le propulse au-delà de la barre des 50 DH pour se rétracter à la suite d'un mouvement de prise de bénéfices.

² La moyenne arithmétique est calculée par rapport aux cotes enregistrées uniquement lorsque la valeur a été échangée et ne tient pas compte des volumes.

III. ASSEMBLÉES GÉNÉRALES

1. ASSEMBLÉES D'ACTIONNAIRES

Conformément aux dispositions de l'article 20 des statuts de Papelera de Tetuan, l'Assemblée Générale, Ordinaire ou Extraordinaire, régulièrement constituée, représente l'universalité des actionnaires.

Les délibérations de l'Assemblée, prises conformément à la loi et aux statuts, obligent tous les actionnaires, même les absents et les dissidents.

2. CONVOCATION DES ASSEMBLÉES

L'article 21 des statuts de Papelera de Tetuan stipule que l'assemblée générale ordinaire annuelle est réunie au moins une fois par an dans le courant du semestre qui suit la clôture de chaque exercice, sous réserve de prorogation de ce délai par décision judiciaire.

Des assemblées générales extraordinaires ou des assemblées générales ordinaires convoquées extraordinairement peuvent être réunies en cours d'exercice.

Les réunions des assemblées générales ont lieu au siège social, ou en tout autre endroit indiqué dans l'avis de convocation.

L'assemblée peut en outre, être convoquée par un mandataire désigné en justice par le Président du tribunal à la demande d'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins un dixième (1/10) du capital social ou de tout intéressé, actionnaire, obligataire ou créancier ordinaire, en cas d'urgence.

Les convocations sont faites conformément à la loi, et aux décrets pour les sociétés faisant publiquement appel public à l'épargne, mais elles peuvent être faites par lettre recommandée adressée à chacun des actionnaires si toutes les actions sont nominatives.

Tout propriétaire d'actions nominatives peut être convoqué par lettre recommandée à condition que le conseil ait été avisé de cette exigence en temps utile.

3. COMPOSITION

L'article 22 des statuts de Papelera de Tetuan stipule que l'assemblée générale se compose de tous les actionnaires, quelque soit le nombre de leurs actions.

Nul ne peut y représenter un actionnaire s'il n'est lui-même actionnaire, conjoint, ascendant ou descendant dudit actionnaire.

Les sociétés actionnaires pourront se faire représenter par un mandataire spécial, qui peut n'être pas lui-même actionnaire

4. VOTE

Chaque membre de l'assemblée a autant de voix qu'il possède ou représente d'actions.

Dans toutes les assemblées extraordinaires, les délibérations sont prises à la majorité des deux tiers (2/3) des voix des actionnaires présents ou représentés. Il n'existe aucun droit de vote double.

IV. ORGANES D'ADMINISTRATION ET DE DIRECTION

1. CONSEIL D'ADMINISTRATION

1.1. Dispositions statutaires

Selon l'article 10 des statuts, Papelera de Tetuan est administrée par un Conseil d'Administration composé de trois (3) à quinze (15) membres au plus, pris parmi les actionnaires et nommés par l'Assemblée Générale.

La durée de fonction des administrateurs, pouvant toujours être réélus, est de six (6) années ; chaque année s'entend d'une assemblée générale annuelle à la suivante.

1.2. Composition du Conseil d'Administration

Au 31 décembre 2004, la composition du Conseil d'Administration se présente comme suit :

Nom, prénom	Fonction	Date de nomination	Expiration du mandat
M. Abderrahim LHASSANI	Président	06 janvier 2004	06 janvier 2010
Caisse de Dépôt et de Gestion représentée par M. Ahmed DAROUICH	Administrateur	06 janvier 2004	06 janvier 2010
Société Arabe d'Investissement représentée par M. Abdellatif LOSSAIEF	Administrateur	06 janvier 2004	06 janvier 2010
CNIA Assurance représentée par M. Said AHMIDOUCH	Administrateur	06 janvier 2004	06 janvier 2010

Source : Papelera de Tetuan

2. ORGANES DE DIRECTION

La Direction de la société est assurée par M. Abderrahim LHASSANI (Président Directeur Général) et M. Youssef FASSI FIGHRI (Directeur Général).

2.1. Principaux dirigeants

Monsieur Abderrhamin LHASSANI (44 ans), Président Directeur Général

Monsieur LHASSANI est architecte diplômé de l'Ecole d'Architecture de Toulouse en 1990. Il est en outre titulaire d'un Mastère spécialisé en Systèmes d'informations Automatisés de Gestion (MS SIAG) de l'Ecole supérieure de Commerce de Toulouse.

Après une expérience de 8 ans dans le secteur bancaire où il a contribué à la création et l'animation de plusieurs entités dans le secteur du financement, M. LHASSANI intègre la fonction publique pour mener avec succès une mission de redressement de «Attacharouk », un des dix organismes affiliés au Ministère de l'Habitat. Par la suite, M. LHASSANI intègre F.C. Group dans lequel il a occupé plusieurs postes de responsabilité.

M. LHASSANI rejoint Papelera de Tetuan en 2004 en tant que Président Directeur Général

Monsieur Youssef FASSI FIHRI (35 ans), Directeur Général

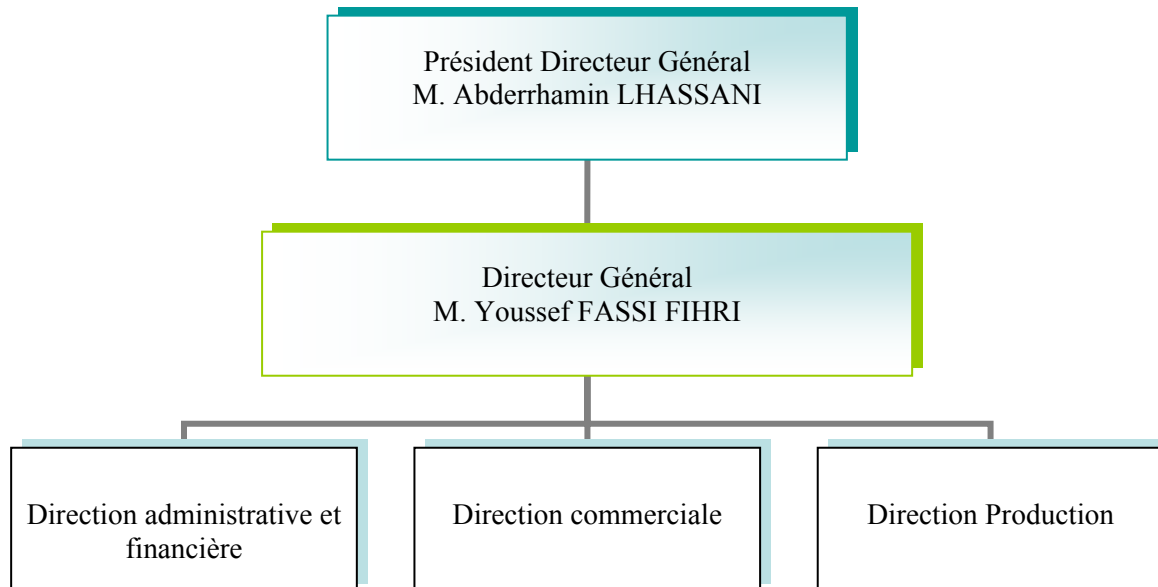
Monsieur FASSI FIHRI est Ingénieur diplômé en 1993 de l'Ecole Nationale Supérieure d'Arts & Métiers (ENSAM) de Paris.

Outre des formations diplômantes dans le domaine de l'Assurance, M. FASSI FIHRI est titulaire d'un Executive MBA à l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris (ESCP).

En 1995 et après une expérience de deux années dans le secteur des industries en tant que chargé d'études puis chef de projet, M. FASSI FIHRI intègre l'antenne marocaine du cabinet international d'expertise de dommages « TEXA » dont il assurera le développement de l'activité durant 9 années.

M. FASSI FIHRI rejoint Papelera de Tetuan en 2004 en tant que Directeur Général.

2.2. Organigramme³



V. GOVERNEMENT D'ENTREPRISE

1. COMITÉS TECHNIQUES ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Conformément aux stipulations de l'article 16 de ses statuts, le Conseil d'Administration de Papelera de Tetuan peut constituer en son sein, avec le concours éventuel de tiers actionnaires ou non, des comités techniques chargés d'étudier et de donner un avis sur telle question ou problème existant.

A l'heure actuelle, aucun comité technique n'a été constitué par le Conseil d'Administration de Papelera de Tetuan

2. RÉMUNÉRATIONS ATTRIBUÉES AUX MEMBRES DES ORGANES D'ADMINISTRATION ET DE DIRECTION

S'agissant de la rémunération attribuée aux membres des organes d'administration et de direction de Papelera de Tetuan, l'article 18 des statuts de Papelera de Tetuan stipule que les administrateurs peuvent recevoir des jetons de présence dont l'importance, fixée par l'Assemblée Générale, est maintenue jusqu'à décision nouvelle.

Au titre des exercices 2003 et 2004, les membres du Conseil d'Administration n'ont perçu aucun jeton de présence.

³ A la date d'établissement de la note d'information, les affectations aux trois directions supports ne sont pas encore arrêtées.

Par ailleurs, la rémunération globale annuelle brute attribuée aux membres des organes de direction est de 1,97 MDH brut.

3. INTÉRESSEMENT ET PARTICIPATION DU PERSONNEL

A la date d'établissement de la présente note d'information, ni le personnel de Papelera de Tetuan ni les membres de son organe de direction ne bénéficient d'un plan de stock-options ou d'intéressement au capital.

4. PRÊTS ACCORDÉS AUX MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'Administration de Papelera de Tetuan ainsi que les membres de son organe de direction n'ont bénéficié d'aucun prêt de la société.



PARTIE IV : ACTIVITÉ DE PAPELERA DE TETUAN

I. SECTEUR D'ACTIVITÉ

Papelera de Tetuan opère dans le sous-secteur de l'industrie du papier et du carton classé sous la nomenclature « branche 17 ».

La monographie de la branche issue des enquêtes industrielles réalisées par le Ministère du Commerce et de l'Industrie souligne les caractéristiques synthétiques suivantes :

- une soixantaine d'entreprises environ ;
- un chiffre d'affaires global de 3,3 milliards de DH environ par an ;
- des exportations fluctuant entre 270 MDH et 780 MDH fortement impactées par les ventes de pâte à papier à l'étranger ;
- des investissements fluctuant entre 200 MDH et 300 MDH par an ; et
- des effectifs permanents de plus de 4 000 emplois en croissance continue depuis 1999.

En tout, l'industrie marocaine dispose de 11 machines à papier à raison de 3 pour le papier pour ondulé, 2 pour l'impression et écriture, 1 pour le carton plat et duplex, 3 pour le papier emballage et 2 pour le papier tissus.

À côté de ces grandes unités, il existe une quinzaine de sociétés de négociants implantés surtout dans l'axe Casablanca-Rabat, qui s'approvisionnent à raison de 20% chez les producteurs nationaux et à 80% à l'étranger. Ces importateurs (formels ou informels) écoulent sur le marché local les excédents de production ou les invendus (hors norme) des entreprises étrangères à des prix très compétitifs surtout quand le cours du papier est en bas de cycle.

En effet, le principal danger est incarné par le phénomène des ventes sans factures, qui pose un sérieux problème aux opérateurs du secteur. Grâce aux factures de complaisance établies par les fournisseurs étrangers, certains distributeurs n'hésitent pas à déclarer une valeur des marchandises importées inférieure à son prix sur le marché afin de payer moins de taxes douanières. Au final, les entreprises pratiquant la sous-facturation disposent d'un prix de revient défiant toute concurrence.

Actuellement, la production locale couvre 40% des besoins du Maroc ce qui n'empêche pas le secteur d'être exportateur. En 2002⁴, le Maroc a exporté près de 733 MDH contre 2 750 MDH de pâte à papier et de cartons importés. Un taux de couverture déficitaire qui s'explique par l'inexistence au Maroc de papier de qualité supérieure à des prix compétitifs, par la faiblesse de la capacité de production et la dépendance de cette industrie vis-à-vis des intrants étrangers.

Comparativement aux pays européens, l'offre en papier au Maroc demeure limitée. Seule une vingtaine de variétés de produits sont proposées sur le marché marocain alors qu'il en existe

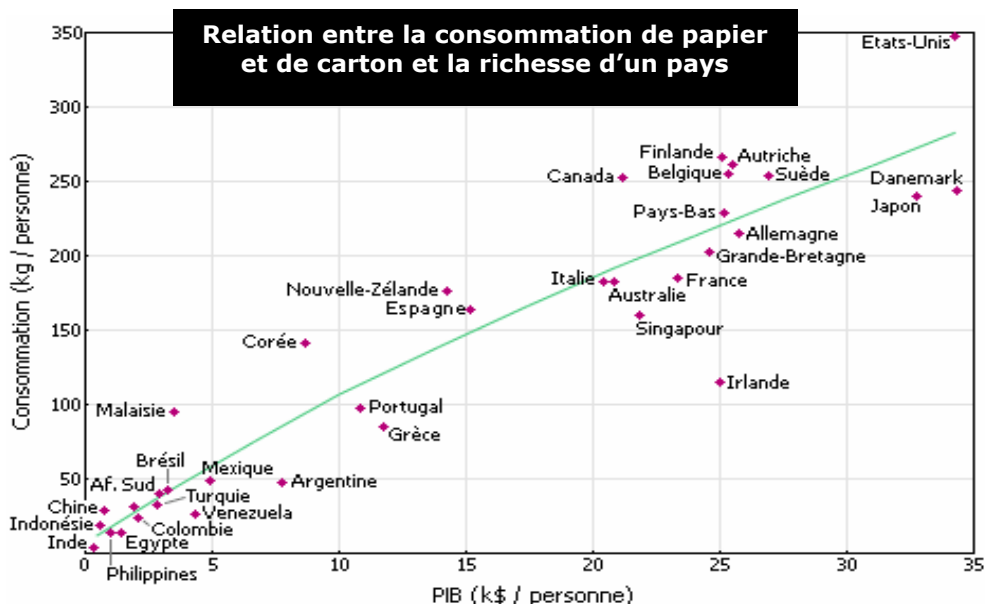
⁴ Source : Office des changes

près d'une cinquantaine dans le vieux continent. La production des unités marocaines est surtout écoulee sur le marché maghrébin, en France, en Italie et en Turquie⁵.

En effet, le processus de démantèlement tarifaire engagé avec l'Union Européenne, a imposé une mise à niveau ayant pour objectif premier d'améliorer la qualité du produit fini afin de l'aligner sur les standards internationaux. Réduire le prix de revient constituait la seconde priorité avant l'ouverture du marché national. Il s'agissait surtout de rationaliser la consommation de l'énergie, des produits chimiques et de l'eau et d'améliorer le niveau de technicité du personnel.

1. CARACTÉRISTIQUES DE L'INDUSTRIE

La consommation de papier par habitant dans les différents pays du globe est fortement corrélée à leur PIB par habitant, comme le montre la figure ci-dessous.

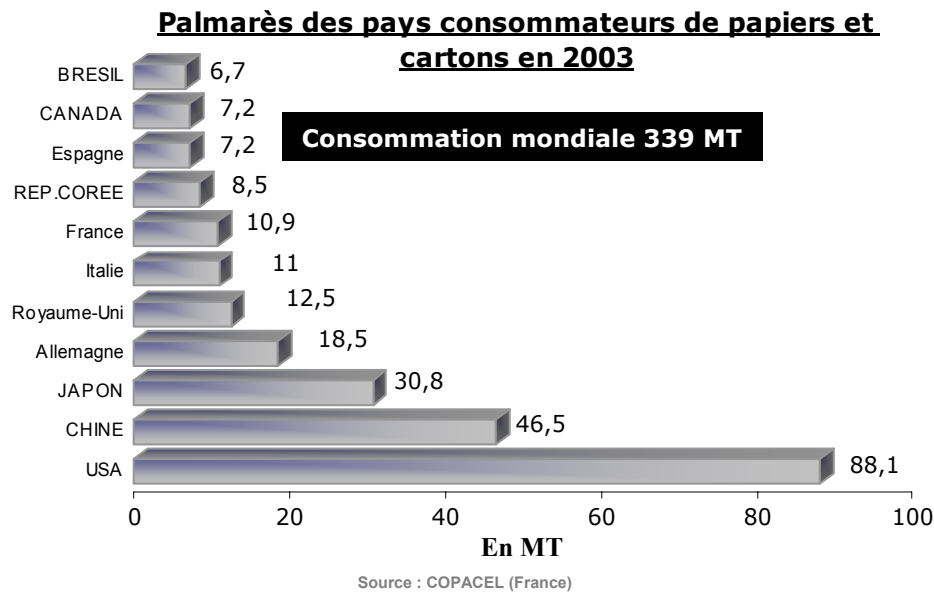


Source : Centre d'Études et de Ressources des Industries Graphiques (France)

L'industrie du papier représente 2,5% de l'industrie mondiale. La ventilation de la consommation du papier par pays laisse apparaître une nette prédominance des Etats-Unis. Ainsi, chaque Américain consomme environ 340 kg par an. La France et l'Espagne consomment respectivement 180 kg et 160 kg par an et par habitant. La moyenne européenne est plus de 200 kg par habitant.

Cette moyenne ne dépasse pas 20 kg/an et par habitant en Afrique. Au Maroc, elle est de 8,5 kg/an et par habitant, alors qu'elle avoisine 11 kg en Algérie, 12 kg en Tunisie et 45 kg pour l'Arabie Saoudite. Le facteur déterminant, à long terme, de la consommation de papier est le taux de croissance de la population et son degré d'instruction. En revanche, à court terme, une influence sensible sur le marché du papier est exercée par le rythme de l'activité locale et internationale.

⁵ Etude de positionnement stratégique branche, Pâte Papier et carton avril 2004 réalisée par Euro Maroc Entreprise



2. INTRANTS

2.1. Approvisionnement

2.1.1. Au niveau local

A l'amont de l'activité de production de papier, on retrouve la Cellulose du Maroc, unique fabricant de pâte à papier avec une capacité de production de 125 000 tonnes par an et qui dispose d'une unité de production à Sidi Yahya Gharb.

La quasi-totalité (90%) de la production de pâte à papier est exportée. La Cellulose du Maroc représente à elle seule, plus de 54% des exportations totales de la branche papier carton en 2001. Le chiffre d'affaires de cette entreprise est parfaitement corrélé avec les exportations, subissant les fluctuations des cours internationaux de la pâte à papier.

Le type de pâte vierge fabriqué au Maroc est la pâte d'eucalyptus avec des fibres courtes qui convient à la fabrication de papier impression-écriture et d'autres papiers dont la résistance n'est pas un facteur important. La pâte exigée pour fabriquer les papiers où la résistance est une caractéristique importante (kraft et autres) est la pâte à fibres longues.

La seconde source de matières premières pour la branche est constituée de pâte recyclée obtenue à partir du vieux papier. 75% du vieux papier consommé dans les industries papetières marocaines est d'origine locale. La consommation totale est d'environ 135 000 tonnes/an. Les usines marocaines de papier achètent le vieux papier aux récupérateurs locaux (la qualité de ce papier étant à améliorer) ou directement aux caisseries et aux imprimeries locales.

La filière de ramassage, récupération et de recyclage de vieux papier n'est pas suffisamment structurée pour offrir une matière première abondante et de qualité et les fabricants de papier

et carton ont dû mettre en place leur propre système de ramassage et de triage de vieux papier. La nomenclature européenne et les pratiques européennes en matière de taux et de qualité de papier recyclé utilisées dans la fabrication des différents papiers et cartons ne s'appliquent pas au Maroc et le fait que le déchet est beaucoup moins cher que la pâte fait que les entreprises font des mélanges un peu aléatoires, où le critère le plus important est celui d'obtenir le maximum de résistance avec le minimum de pâte vierge.

2.1.2. A l'international

L'essoufflement des économies dans les pays à pouvoir d'achat élevé et la sous activité des grandes unités de production de papier (Brésil, Indonésie, Afrique du Sud) a catalysé les opérations d'export vers le Maroc avec à la clé une parité DH/USD facilitant la pénétration du marché national.

Les principaux producteurs d'Eucalyptus dans le monde sont :

- l'Amérique du Sud ;
- la Péninsule Ibérique ;
- l'Indonésie ; et
- l'Afrique du Sud.

Le Maroc n'est pas autosuffisant en matière de bois d'eucalyptus. La Cellulose du Maroc doit importer cette matière première d'autres pays comme le Brésil et le Congo. En outre, le bois produit au Maroc n'est pas de bonne qualité et son rendement est faible comparativement à celui d'autres pays.

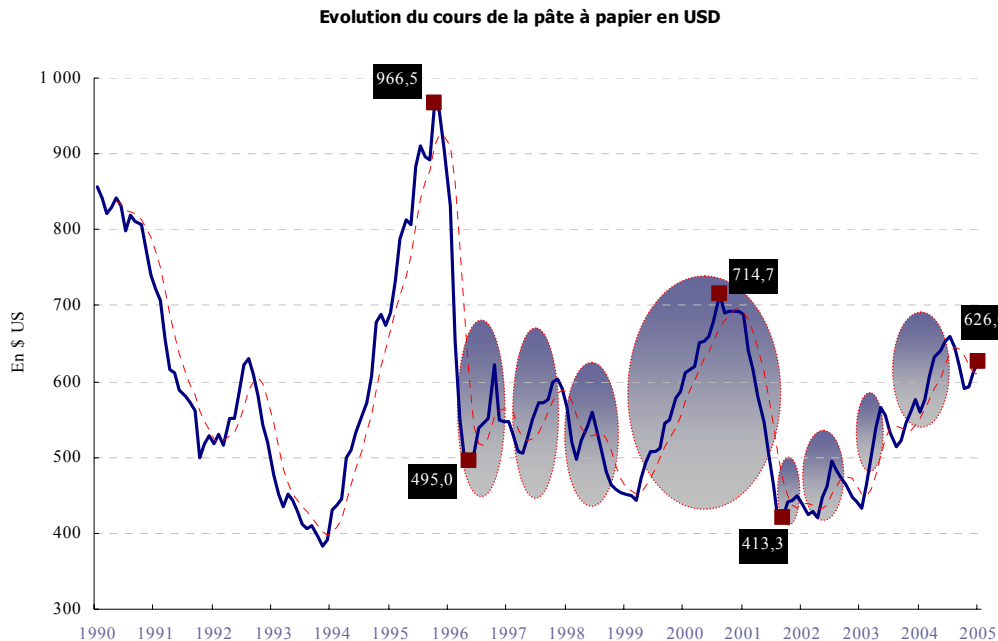
Par ailleurs, les principaux pays où s'approvisionne la filière de ramassage, récupération et recyclage de vieux papier sont la France, l'Espagne, l'Allemagne, l'Angleterre, l'Italie, l'Indonésie, le Brésil et l'Afrique du sud. Ces dernières années et après la chute de l'ex-URSS, les opérateurs du secteur commencent à faire leurs achats en Slovénie et en Pologne.

2.2. Cycles

A l'image de nombreuses industries de transformation, l'industrie du papier dépend en amont des cours des matières premières à partir desquelles les produits finis sont fabriqués. Selon les filières industrielles et la situation conjoncturelle, l'effet est plus ou moins décalé dans le temps, et plus ou moins marqué étant donné que la pâte à papier constitue le principal intrant (à hauteur de 70%) dans le processus fabrication.

Le marché de la pâte à papier est soumis à de fortes fluctuations, liées aux cycles internationaux de l'activité économique et papetière. La demande y évoluant rapidement, les capacités de production ne s'adaptent que plus lentement et souvent en décalage avec la conjoncture. Ces phénomènes amplifient les cycles économiques et provoquent de forts mouvements de stockage et de déstockage, qui influent sur les prix. Ainsi les importantes fluctuations des stocks, combinés aux variations du dollar américain (*devise de cotation*),

provoquèrent à la fin de 1995 l'effondrement du marché de la pâte à papier : les cours ont cédé 46% de leur valeur entre octobre 1995 et avril 1996 comme le démontre le graphique ci-dessous.



Source : INSEE (France)

En conséquence, l'industrie du papier est reconnue pour sa cyclicité qui se caractérise notamment par l'alternance de périodes de haute activité et de récession, par les cycles conjoncturels et la variation des prix (ces circonvolutions sont matérialisées par les zones grisées sur le graphique). Depuis quelques années, les papetiers doivent cependant faire face à une nouvelle donne : les cycles sont de plus en plus rapprochés et surtout imprévisibles.

Dans la filière papier, les mouvements de hausse et de baisse des prix de la pâte papier se retrouvent partiellement dans les prix de vente des papiers et cartons. La diffusion est plus ou moins significative avec un décalage de 4 à 6 mois. La raison de ce décalage est attribuée à la politique de stockage et au fait que la pâte à papier est libellée en Dollars et le papier en Dirhams. En effet, les variations des cours de la matière première peuvent être partiellement neutralisées par des fluctuations en sens inverse de la parité de changes USD/MAD.

3. TECHNOLOGIE ET INVESTISSEMENTS

L'industrie de fabrication du papier et du carton présente un caractère fortement capitaliste (capital intensive), qui requiert des montants d'investissements élevés notamment pour l'acquisition de machines.

En terme d'investissements, Entre 1998 et 2002, le secteur papetier au Maroc a engagé en moyenne 225 MDH par an.

Du point de vue de la consommation énergétique, les sources primaires sont le fuel, l'énergie électrique et le gaz.

En effet, les caractéristiques de l'industrie de fabrication du papier se prêtent tout à fait à l'utilisation de la technologie de la co-génération basée sur l'utilisation du gaz naturel. Toutefois, au Maroc, ce dernier est en totalité utilisé pour la production électrique dans le cadre du projet de la centrale à cycle combiné de Tahaddart⁶.

La co-génération est un système de génération d'énergie qui, à partir d'un seul combustible permet la production simultanée de deux énergies utiles à l'activité industrielle : l'énergie électrique et l'énergie thermique avec une efficacité jusqu'à 60% plus élevée que celle des centrales thermiques conventionnelles. On obtient, pourtant, le maximum d'énergie avec le minimum de combustible et une considérable réduction des émissions dans l'air.

Devant l'absence de cette alternative (co-génération), l'industrie de fabrication du papier se trouve dans l'obligation de recourir à l'électricité industrielle fournie par l'Office National de l'Electricité, les régies ou les sociétés distributrices. Si le problème de l'approvisionnement en électricité industrielle ne se pose guère depuis plusieurs années, les tarifs pratiqués restent élevés malgré un cycle de baisses régulières.

L'explication de la cherté de l'énergie réside dans la fiscalité actuellement en vigueur sur ces produits. Après un premier geste en septembre 2003, le gouvernement devrait théoriquement démanteler le dernier tiers de Taxe Intérieure sur la Consommation (TIC) dans le cadre du renforcement de la compétitivité du tissu industriel national.

Le tableau de benchmarking suivant souligne le caractère énergivore de l'industrie du papier tout en mettant en relief les différences notables existant entre le Maroc et certains pays du pourtour méditerranéen.

Indicateurs de compétitivité	TUNISIE	TURQUIE	ESPAGNE	MAROC
Consommation énergie en KWH /kg de papier	1	0,58	0,59	0,85
Usines avec co-génération	10%	50%	60%	0%

Source : Etude de positionnement stratégique branche pâte, papier et carton d'avril 2004 réalisée par Euro Maroc Entreprise

4. ACTEURS ET GAMME DE PRODUITS

En aval, six entreprises fabriquent du papier à base de pâte ou de papier recyclé. Il s'agit de Papelera de Tetuan et Safripac au Nord, la CMCP et Lex Papier à l'Ouest, la Sifap et la Sipat à Meknès dans le Centre-Nord du pays.

Ces six entreprises ont produit environ 189 000 tonnes en 2003, à travers six grandes gammes de papier, dont :

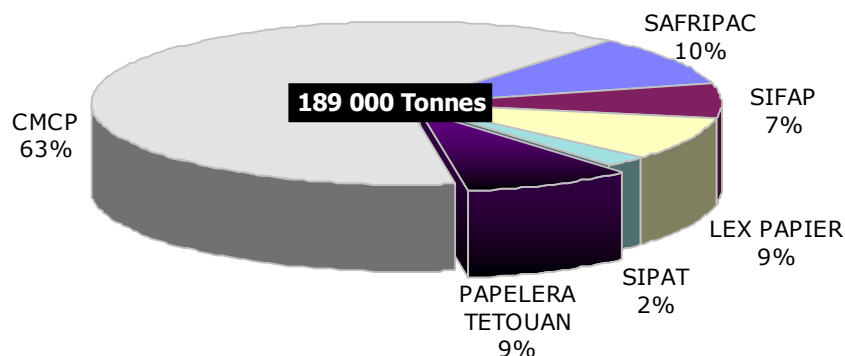
- papiers graphiques : papier pour impression et écriture ;
- papier tissu et ouate ;

⁶ Le Ministère de l'Énergie et des Mines a dernièrement annoncé le lancement d'un nouveau plan gazier devant desservir les principaux centres industriels de l'axe Kenitra El Jadida.

- papiers et cartons pour emballage ; et
- autres papiers et cartons.

Dans son segment de produits, Papelera de Tetuan n'a qu'un seul concurrent national : la société Safripac. En raison de l'arrêt de l'activité de la société depuis 2002, la notion de parts de marché perd son sens. Cependant, le marché national du papier est estimé à 80.000 tonnes par an. Safripac dispose d'une capacité de production de l'ordre de 15.000 tonnes par an et Papelera de Tetuan de 35.000 tonnes par an (en impression écriture). Papelera de Tetuan table sur une part de marché de 20% pour l'année 2005 avec une croissance de l'ordre de 15% par an.

Répartition de la production nationale de Papier et carton en 2003



Source : Papelera de Tetuan

Toutefois, il convient de souligner que la répartition de la production nationale en 2003 n'est pas révélatrice d'une situation d'exploitation normale en raison de la sous activité qui a caractérisé le site industriel de Papelera de Tetuan.

II. HISTORIQUE DE PAPELERA DE TETUAN

La création de Papelera de Tetuan remonte à 1948 à l'initiative du groupe familial espagnol « BENET ». Initialement la société était spécialisée dans la production de pâte à papier et de papier d'emballage pourvoyant principalement le marché des Iles Canaries. Suite aux différents changements dans les techniques de fabrication de la pâte à papier, Papelera de Tetuan fut contrainte d'abandonner l'amont pour se consacrer exclusivement à la production du papier impression-écriture et du papier emballage.

En 1996, la société passe dans le giron de Cellulose du Maroc unique producteur de pâte à papier au niveau national, et ce dans le cadre d'un ambitieux projet d'intégration en aval de la filière du papier au Maroc.

Cet arrimage s'est accompagné d'un vaste plan de mise à niveau industrielle et commerciale. En 1997, la société entame ainsi un programme d'investissement de 170 MDH destiné à

accroître sa capacité de production de 30 000 tonnes à 45 000 tonnes, avec en ligne de mire un rehaussement de la qualité des extrants et une compression des coûts de revient. Des impératifs dictés par la cadence de la libéralisation de l'économie nationale et les démantèlements douaniers y afférents.

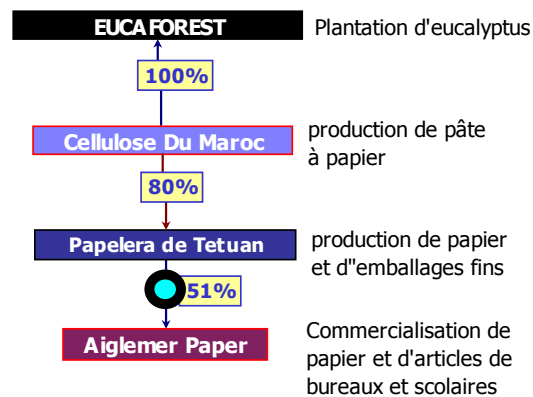
Le programme d'investissement a été financé en partie par un appel public à l'épargne via une offre publique de vente par émission de 183 750 actions à la Bourse de Casablanca.

Au terme de l'offre publique de vente, Papelera de Tetuan est restée détenue à hauteur de 80% par Cellulose du Maroc et 20% par le public.

III. APPARTENANCE À UN GROUPE

Papelera de Tetuan, seule société cotée du groupe Cellulose du Maroc, constitue un chaînon d'une filière intégrée de papier au Maroc avec à la clé d'importants effets de synergies à exploiter.

Cette filière est composée de 4 sociétés dont les liens capitalistiques sont schématisés dans ce qui suit :



Les relations entretenues par Papelera de Tetuan avec les autres entités du groupe demeurent purement commerciales et ne font l'objet d'aucune convention ou pacte particulier. En effet, la société a acheté la pâte de papier à la Cellulose du Maroc (société mère) en 2002 pour 42 MDH, en 2003 pour 17 MDH et en 2004 pour 3 MDH. Alors qu'elle a vendue à la Cellulose du Maroc le papier en 2002 pour 2 MDH, en 2003 pour 2 MDH et 2004 pour 0,1 MDH. Toutes ces transactions ont été effectuées selon le prix du marché.

L'activité étant quasiment à l'arrêt, les transactions des deux derniers exercices n'étaient pas significatives.

IV. LIENS EXISTANT ENTRE PAPELERA DE TETUAN ET SA FILIALE AIGLEMER PAPER

Papelera de Tetuan contrôle actuellement la société Aiglemer Paper à hauteur de 51% du capital et 60% des droits de vote. Cette société ne détient aucune participation dans Papelera de Tetuan.

1. ACTIVITÉ

L'activité principale d'Aiglemer Paper est la transformation et la vente de papier impression-écriture principalement sous forme de cahiers et de ramettes.

La société a également développé une activité de négoce de fournitures de bureau et d'articles scolaires.

2. COMPTES

A fin 2003⁷, Aiglemer Paper affiche un chiffre d'affaires de 14 MDH contre 96 MDH en 2002 et 167 MDH en 2001. Parallèlement, les charges globales de la société se sont élevées en 2003 à 26,8 MDH induisant ainsi au titre de l'exercice un déficit comptable de -13 MDH.

3. RELATIONS AVEC PAPELERA DE TETUAN

Aiglemer Paper est le plus gros débiteur de Papelera de Tetuan polarisant près 35% des créances impayées. Conformément aux recommandations des commissaires aux comptes cette créance ainsi que la participation détenue sur Aiglemer Paper sont entièrement provisionnées à la clôture des comptes 2004.

Évolution de l'encours des créances détenues sur Aiglemer Paper

En KDH	2002	2003	2004
Créances	58.825	56.070	55.575

Source : Papelera de Tetuan

Les relations entretenues par Papelera de Tetuan avec sa filiale demeurent purement commerciales et ne font l'objet d'aucune convention ou pacte particulier. En effet, la société Aiglemer Paper a acheté à Papelera de Tetuan en 2002 pour 37 MDH de papier, en 2003 pour 6 MDH et en 2004 pour 722 KDH. Elle a, à son tour, vendu des articles de bureaux à Papelera de Tetuan en 2002 pour 6 MDH, en 2003 pour 3 MDH et en 2004 pour 0 MDH.

L'activité étant quasiment à l'arrêt, les transactions des deux derniers exercices n'étaient pas significatives.

⁷ Comptes non validés par le Conseil d'Administration

4. PLAN DE REDRESSEMENT

A l'image de sa maison mère, Aiglemer Paper évolue dans un environnement concurrentiel extrêmement pénalisant caractérisé par la prédominance de l'informel et l'existence d'une compétition souvent déloyale avec à la clé une forte pression sur les marges ainsi que sur l'équilibre financier.

Afin de restaurer ses fondamentaux, la société a engagé un plan de redressement articulé autour des axes suivant :

- la cession des actifs non stratégiques afin de desserrer l'étau sur la trésorerie via la cession du terrain sis route El Jadida dont le montant s'élève à 30,3 MDH.
- la réduction du personnel et des frais généraux ;
- l'externalisation des tâches au coût de revient élevé ; et
- la délocalisation du siège et de l'outil industriel vers un site plus approprié.

V. *CONSOLIDATION DES COMPTES DE FILIALES*

Les comptes d'Aiglemer Paper n'ont pas été consolidés avec ceux de Papelera de Tetuan sur l'exercice 2004. En effet et dans l'attente de pouvoir disposer d'une reconstitution exacte du patrimoine de Aiglemer Paper, le Conseil d'Administration de Papelera de Tetuan a notifié son refus de valider les comptes pour l'exercice 2003 et 2004 et sollicité le Tribunal de Commerce pour un report du délai de publication et de communication des comptes d'Aiglemer Paper.

VI. *ACTIVITÉ DE PAPELERA DE TETUAN*

Les réalisations commerciales durant les deux derniers exercices ne sont pas révélatrices d'une situation d'exploitation normale en raison de la sous activité qui a caractérisé le site industriel de Papelera de Tetuan C'est pourquoi, il sera utilisé pour l'analyse, les données relatives à l'année 2002, plus représentative du potentiel réel de la société.

Sur le segment édition, créneau important de Papelera de Tetuan, les ventes ont été quasiment nulles concomitamment à la forte pression concurrentielle exercée par les produits importés. La fiscalité régissant ce segment encourage des importations massives et empêche Papelera de Tetuan d'aligner des prix très compétitifs. En conséquence, la société a réduit son exposition en délaissant ce créneau au profit du segment plus lucratif du papier pour impression et écriture.

1. APPROVISIONNEMENTS

En termes d'intrants, les approvisionnements totaux de Papelera de Tetuan sont ventilés comme suit:

- les fibres (pâte à papier) représentent 50% des intrants, dont 70% en provenance de Cellulose du Maroc, le reste est importé d'Europe, selon les disponibilités et les offres du marché international ;
- 19% sont représentés par les charges (amidon et différents agents chimiques). L'amidon (45% des charges) est fourni, pour l'essentielle, par Amylium du Maroc ;
- 19% est représenté par l'énergie, dont 54% en électricité pour d'Amendis, le reliquat est livré par les sociétés d'hydrocarbure nationales (Fuel 36%, gasoil et pétrole 8%) ; et
- le transport représente, quant à lui, 5% des approvisionnements et la maintenance 4%.

Le délai de règlement, pour l'ensemble des fournisseurs à l'exception de l'énergie, est compris entre 90 jours et 120 jours fin de mois.

2. GAMME DE PRODUITS

En termes d'outputs, Papelera de Tetuan est surtout positionnée sur le segment impression-écriture qui représentait à fin 2002, 55% du tonnage global vendu par la société.

Le secteur « impression et écriture » regroupe principalement quatre qualités de papier : offset, non offset, journal et « couché ».

Papelera de Tetuan opère sur l'ensemble des segments à l'exception de celui du papier journal, totalement importé.

Les autres débouchés concernent le créneau de l'édition et celui du cahier scolaire qui représentaient respectivement 17% et 21% des ventes réalisées durant 2002.

La production et la vente des produits de papier « Impression – Ecriture » et « Emballage » est relativement lissée dans l'année, à l'exception de la vente du vélin (papier destiné à fabriquer les articles scolaires) qui connaît un léger pic des ventes entre juin et octobre lié à la rentrée scolaire. Cependant, les transformateurs sont obligés de produire toute l'année et de stocker leurs articles, pour faire face à cette période de fortes ventes. Cela se ressent essentiellement au niveau des délais de paiement pour Papelera de Tetuan et non au niveau des volumes de production ou des ventes.

Au cours des dernières années, Papelera de Tetuan a progressivement désinvesti le créneau de l'édition où sa force de pénétration est fragilisée par une politique fiscale désavantageuse. En effet, les ventes effectuées aux éditeurs sont exonérées de TVA mais ne donnent pas droit aux déductions. En contrepoint, les importations s'effectuent hors droits de douanes et TVA et les arrivages sont souvent détournés pour venir inonder le marché de l'informel.

Sur le créneau du scolaire également, Papelera de Tetuan essuie la concurrence du secteur informel. Selon les différentes enquêtes réalisées, le secteur informel représenterait à lui seul entre 30 et 50% de l'activité en tirant vers le bas les prix et la gamme de produits dont la qualité est jugée non conforme aux normes. Il s'agit surtout de produits importés sous forme de lots invendus en Europe et qui sont écoulés sur le marché local à des prix dumping.

Pour éviter les marchés dits de petite demande empêchant toute économie d'échelle, Papelera de Tetuan a largement réduit sa gamme de produits finis qui est passée de 40 en 1997 à une vingtaine actuellement.

3. CLIENTS

Les principaux clients de Papelera de Tetuan se déclinent comme suit :

- les grossistes, les semi-grossistes et les transformateurs (Aiglemer Paper par exemple) pour le papier impression et écriture ;
- les opérateurs du secteur agro-alimentaire en particulier le secteur sucre et thé qu'elle approvisionne en emballage fin ; et
- divers secteurs d'activités pour le papier kraft, dont le grammage varie de 70 à 150 grammes.

4. ORGANISATION DES VENTES

La commercialisation des produits de Papelera de Tetuan s'effectue au travers de l'équipe commerciale qui est en phase de renforcement. Elle comprend cinq commerciaux dont deux nouvellement recrutés.

Les ventes s'effectuent généralement au niveau des clients traditionnels ayant une relation pour certains depuis plus de 50 ans et de nouveaux prospects. Elles sont segmentées de la façon suivante :

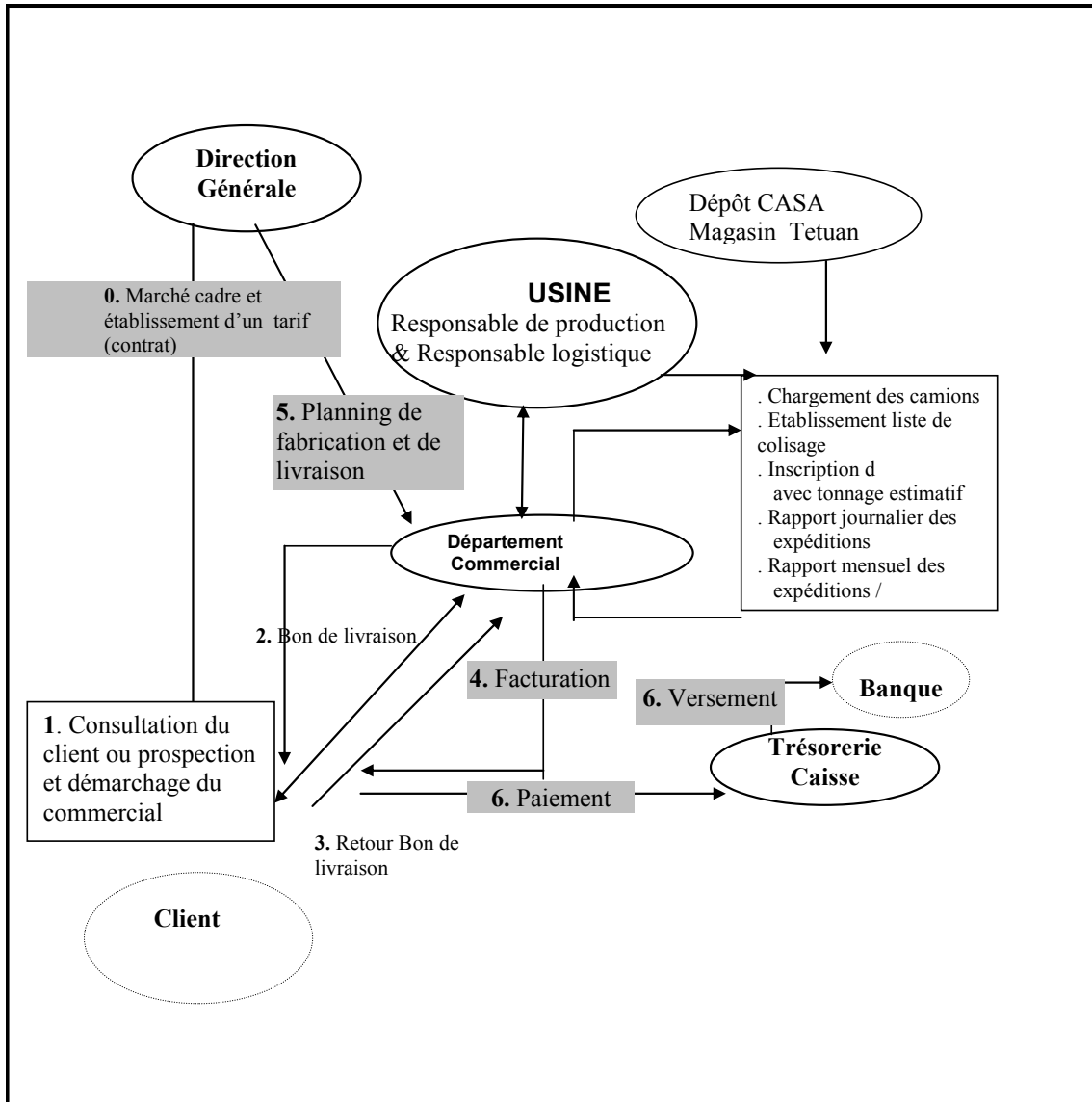
- Transformateurs ;
- Editeurs ;
- Industriels ;
- Imprimeurs ; et
- Distributeurs.

Chaque commercial dispose d'un portefeuille client, à charge pour lui de réaliser et de le développer et de faire progresser ses ventes.

L'essentiel de la commercialisation s'effectue sur des produits référencés et récurrents vis-à-vis des cinq segments de clients.

Une partie de la clientèle s'est engagée sur des volumes annuels permettant de disposer de plus de visibilité et d'assurer un suivi mensuel des réalisations.

L'essentiel du processus de commercialisation est résumé dans ce schéma :



Papelera de Tetuan réalise l'intégralité de son chiffre d'affaires avec le marché privé. Les termes de paiement octroyés aux clients vont jusqu'à 120 jours date de facturation. Ce dernier terme représente plus de 75% des transactions. Par ailleurs, plus de 80% de l'encours est couvert par une assurance crédit.

Papelera de Tetuan a également développé une activité commerciale à l'international. Le chiffre d'affaires, à l'exportation, pour l'exercice 2002 est de 14,8 MDH, soit 8,36% du chiffre d'affaires total de l'exercice. La principale destination était l'Europe (France) et de manière moins significative l'Afrique (Mali, Tunisie, Mauritanie et Sénégal).

Les clients les plus importants sont SISPS et STERACO représentant respectivement 62,62% et 16,93% du chiffre d'affaires à l'export de 2002.

Pour l'exercice 2003, le chiffre d'affaires à l'export, réalisé uniquement avec la France, était insignifiant (moins de 1% du chiffre d'affaires de l'exercice) et en 2004 aucune transaction à l'export n'a été réalisée.

VII. ORGANISATION

1. MOYENS HUMAINS

1.1. Effectif

Au 31 décembre 2004, l'effectif de Papelera de Tetuan se compose de 118 personnes. Le tableau suivant retrace l'évolution de l'effectif de Papelera de Tetuan au cours des exercices précédents.

Catégorie du personnel	2001	2002	2003	2004
Cadres	12	14	9	10
Agent de maîtrise	14	11	15	9
Employés	40	43	47	18
Opérateurs	227	221	208	81
Effectif total en fin de période	293	283	279	118
Taux encadrement	4,1%	4,8%	3,2%	8,5%

Source : Papelera de Tetuan

Au niveau de l'encadrement, seuls deux personnes représentent la Direction (le PDG et le DG). Par ailleurs, le taux d'encadrement de Papelera de Tetuan demeure relativement bas avec un ratio de 8,5% contre une moyenne de 10%⁸ pour l'industrie.

Sur le plan social, l'héritage était lourd avec un effectif pléthorique de 279 personnes à fin 2003 dont la moitié était en surnombre. La masse salariale, qui représentait plus de 28 MDH par an, pesait lourdement sur la structure des charges et dégradait fortement la productivité.

A cet égard, la contraction des effectifs globaux en 2004 est imputable au parachèvement du plan social amorcé durant le deuxième semestre de la même année et qui s'est traduit par le départ de 166 collaborateurs. Grâce au concours de la Caisse de Dépôt et de Gestion sous forme d'un crédit relais, la société a pu réaliser en intégralité le plan, pour un montant de 20,2 MDH. Cette opération a généré des économies de charges de plus de 14,5 MDH avec un Pay Back de l'ordre de 20 mois.

Le personnel a été sensibilisé et semble avoir pris conscience de la nécessité de la mise en place de ce plan ce qui a permis l'aboutissement de la signature d'un accord avec les délégués du personnel à fin mars 2004. Il prévoit :

- une indemnisation légale d'un mois de salaire par année d'ancienneté ;

⁸ Etude de positionnement stratégique branche pâte, papier et carton d'avril 2004 réalisée par Euro Maroc Entreprise

-
- la mise en place d'une couverture médicale, pendant une durée de 2 ans ; et
 - ainsi que de nombreuses actions sociales (fonds de solidarité sociale, priorité pour les descendants du personnel partant, formation-insertion après départ à la retraite...) visant à soutenir ces salariés, après leur mise à la retraite.

La masse salariale représente aujourd'hui 15,3 MDH pour 118 personnes, dont 7 nouvelles recrues dont le PDG, le DG, un responsable commercial, un responsable informatique, un responsable électricité et instrumentation et deux agents administratifs.

En terme de politique salariale, Papelera de Tetuan a adopté des pratiques de rémunérations variables afin de canaliser les efforts vers la performance et l'atteinte des objectifs. Selon le management, environ 2/3 des salaires des nouvelles recrues sont indexés aux réalisations. Par ailleurs, la direction de la société est en négociation avec ses collaborateurs pour basculer le système des 13^{ème} et 14^{ème} mois vers des primes annuelles variables.

1.2. Formation

Au Maroc, il n'existe pas d'école de formation technique pour l'industrie papetière de base. Selon les différentes études menées, une seule usine de pâte à papier et 6 fabricants de carton et papier ne justifient pas l'ouverture d'un centre de formation spécialisé. En outre, aucun établissement universitaire ne dispense à l'heure actuelle un enseignement spécialisé dans l'industrie papetière.

Certains techniciens marocains vont en France pour y suivre des études d'ingénierie papetière, mais ils y restent parfois définitivement.

En ce qui concerne la formation continue, elle est également inexistante. Une réflexion est engagée dans le sens de la création d'un centre de formation continue à structure réduite qui proposerait des stages « inter » et « intra » entreprises, ou bien à la création d'un Centre Technique du secteur qui, outre le fait de remplir les fonctions qui lui sont propres, pourrait également se consacrer à cette formation.

Dans le cadre de son plan de restructuration, Papelera de Tetuan a identifié les besoins de formation nécessaires dans l'objectif d'optimiser l'adéquation entre les profils des personnes et les tâches affectées et combler ses besoins en termes de profils managériaux.

1.3. Politique sociale

Le personnel de Papelera de Tetuan bénéficie d'un traitement conforme à la législation en vigueur, notamment des congés annuels payés, assurance maladie, décès, invalidité et accident de travail et l'affiliation à la CNSS. La société garantit également une affiliation CIMR à ses collaborateurs assortie de primes à la performance et d'intéressements.

2. MOYENS TECHNIQUES

2.1. Outil industriel

Depuis sa création, la société est implantée dans le centre ville de la province de Tétouan. Le site de production de Papelera de Tetuan s'étend sur une superficie de 55 500 m² dont 80% sont couverts, soit 44 400 m².

En termes d'installations industrielles, Papelera de Tetuan dispose de 3 machines d'une capacité théorique de 45 000 tonnes lui conférant le statut de première capacité de production à l'échelle nationale.

Par ailleurs, l'outil de production dispose encore de 50% de la capacité théorique de la machine 05. Par conséquent, il est possible d'assurer une croissance future des ventes et spécialiser les autres machines en les dédiant à des marchés spécifiques.

L'outil de production est performant et régulièrement mis à niveau pour préserver la qualité des produits finis.

Toutefois, le site de production est relativement excentré géographiquement par rapport à la source d'approvisionnement et la clientèle relativement concentrée dans l'axe Kenitra-El Jadida.

Depuis 4 ans le taux d'utilisation des capacités est en baisse passant de 60% en 2001 à 12,4% en 2003.

En 2004, l'outil industriel a quasiment été inexploité en raison de l'arrêt volontaire de l'activité de production décrété par la direction, afin de se consacrer entièrement à la mise en place du plan de restructuration.

Le degré d'innovation dans le secteur de la fabrication du papier n'entraîne pas de véritable obsolescence des machines existantes. On constate ainsi des machines chez les plus grands producteurs mondiaux qui ont plusieurs décennies d'âge. Par contre l'innovation affecte tous les systèmes de régulation et d'instrumentation qui permettent une production de qualité constante en procédant, « on line », aux correctifs nécessaires dans la composition des constituants de la fabrication du papier.

A ce titre Papelera de Tetuan a investi, en 1997, près de 30 M Euros dans la modernisation de ses systèmes.

2.2. Moyens informatiques

Avant 2005 Papelera de Tetuan disposait d'un parc informatique composé essentiellement de deux serveurs AS400 plus des terminaux, dans la perspective de la mise à niveau du système d'information, ce parc a été renforcé par deux serveurs HP et quelques centaines de PC postes de travaux de nouvelle génération ainsi qu'une vingtaine d'imprimantes, aussi, la

liaison VPN entre l'usine et la Direction a permis à l'ensemble du réseau Papelera de Tetuan d'être connecté à Internet via un accès ADSL PRO 512Kb.

Quand aux moyens logiciels, la gestion de Papelera de Tetuan reposait sur une application AS400 dépassée par les besoins logistiques de l'entreprise, or, la Direction s'est investie dans l'implémentation d'un nouveau système d'information répondant aux besoins actuels de la gestion de Papelera de Tetuan.

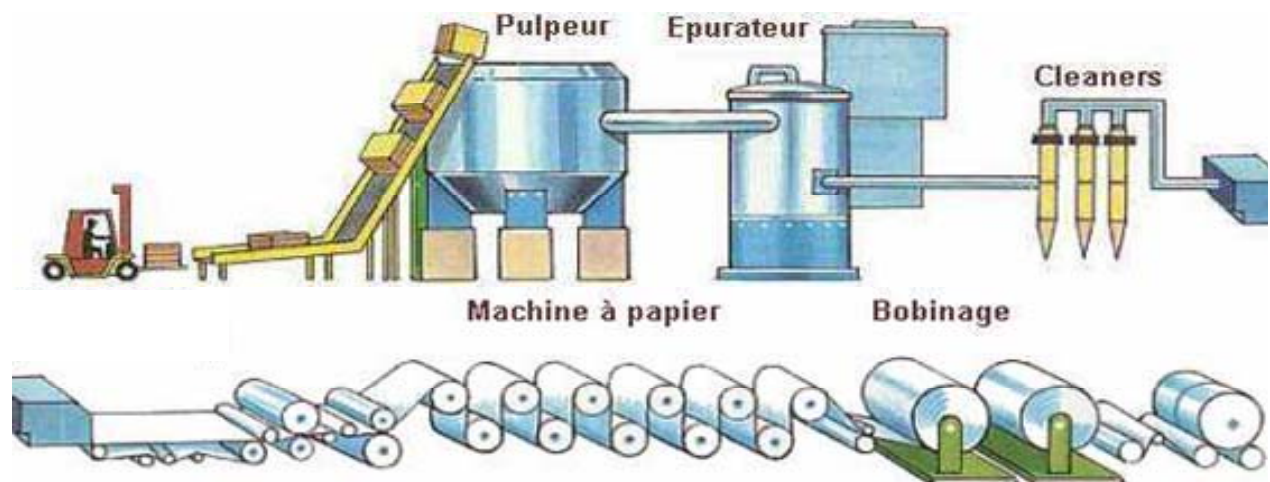
De plus, un renouvellement des PABX de l'usine et de la Direction avec une liaison spécialisé permettra et d'optimiser le coût des télécommunications interne et de centraliser l'accueil et la réception des contacts de la clientèle.

2.3. Processus de production

Les principales sources de pâte à papier sont le bois qui permet de produire la pâte vierge et le papier recyclé dont on extrait la pâte recyclée. Leur point commun est la molécule de cellulose, qui est un polymère naturel, cette molécule forme des fibres permettant de faire le papier.

L'usine de Papelera de Tetuan est organisée en trois sections : une section préparation de la matière première, une section production et une section transformation.

Ces sections correspondent à des phases spécifiques de production comme l'illustre le schéma ci-après :

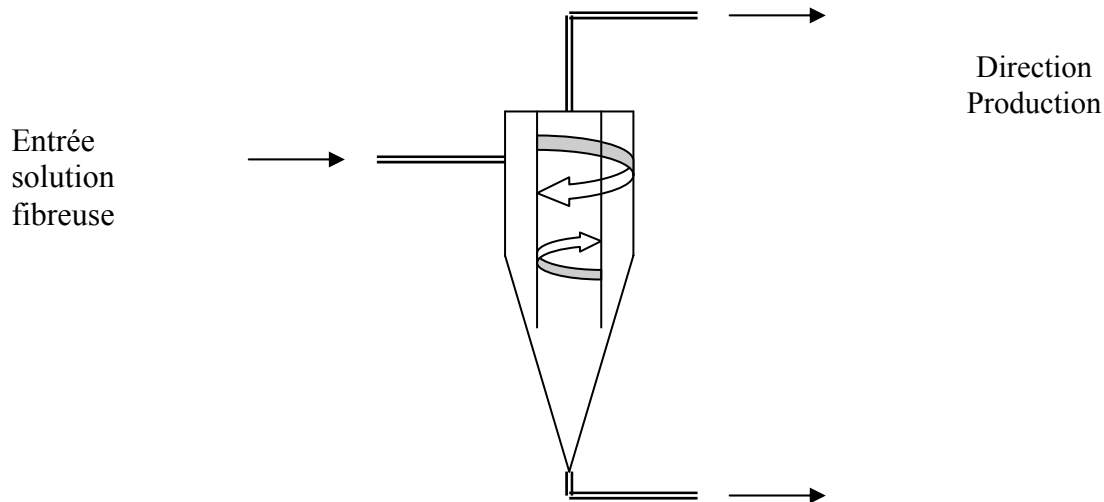


Source : Papelera de Tetuan

Le glossaire technique qui suit permet de mieux cerner le schéma de production dans sa globalité.

Pulpeur : Appareil constitué d'une cuve cylindrique dans laquelle un rotor effectue la désintégration de la pâte et permet l'obtention de fibres individuelles, indépendantes les unes des autres, remises en suspension dans l'eau, à une concentration de 6% environ.

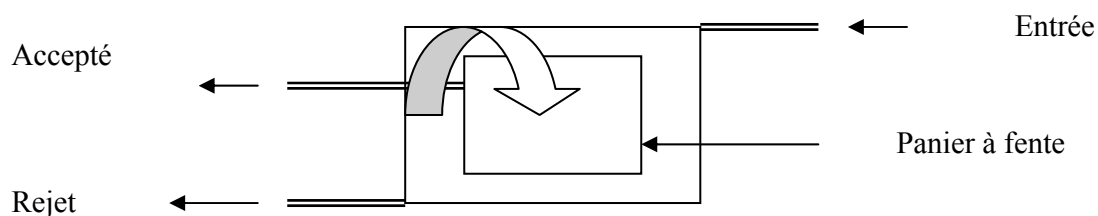
Epurateur centrifuge = Epurateur tourbillonnaire = CLEANER : Il permet de séparer, par la force centrifuge, la fibre (légère) des particules lourdes que contient la solution fibreuse.



Epurateur sous pression : Il permet de faire une sélection des fibres en fonction de leur taille et ce, par passage de la solution fibreuse via un panier à fentes.

Il permet :

- des pulsations régulières au niveau de la caisse de tête pour le maintien du grammage
- d'améliorer l'épair du papier (formation du papier)



Bobinage : C'est l'opération qui permet d'obtenir des bobines filles (différentes laizes) à partir d'une bobine mère. La machine responsable de cette transformation est appelée : **Bobineuse.**

Bobine mère : produit de la machine à papier.

Bobine fille : transformation de la bobine mère au niveau de la bobineuse.

Avant de devenir feuille de papier, la pâte a un long chemin à parcourir à travers la machine à papier. Ces différentes étapes sont, dans l'ordre, les suivantes :

- La préparation de la pâte et le raffinage, destiné à favoriser l'enchevêtrement des fibres.

-
- Les circuits de tête de machine : la pâte est épurée, diluée et désaérée.
 - La partie humide : par le biais de la « caisse de tête », la pâte est distribuée sous forme de « jet » sur une toile appelée « table de formation ». Les fibres s'alignent sur la toile, facilitant la formation de la feuille et son égouttage.
 - Les presses : la feuille est comprimée entre deux cylindres absorbants.
 - La sécherie : la feuille est maintenue contre des tambours de fonte « sécheurs ».
 - L'enduction : la surface de la feuille est recouverte de matières améliorant ses propriétés.
 - Les apprêts : le papier est « lissé » par compression. On le dit alors « apprêté » ou « satiné ».
 - La finition : la feuille est enroulée, puis découpée en « rames » de 500 feuilles, ou refendue en bobines plus petites. Le papier est prêt à être expédié aux clients.
 - Les contrôles : des ordinateurs vérifient à tout instant le débit, la pression, la résistance, etc.

3. POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Depuis le parachèvement de son plan d'investissement entamé en 1998 pour un montant de 160 MDH, Papelera de Tetuan n'a plus engagé d'investissement d'extension de capacité. La sous utilisation de la capacité actuelle en corrélation avec l'affaïssement de l'activité commerciale limite les investissements engagés à des débours d'entretien et maintenance.



PARTIE V : SITUATION FINANCIÈRE DE PAPELERA DE TETUAN

I. ANALYSE DES SOLDES INTERMÉDIAIRES DE GESTION

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Production de l'exercice	163 720 827	63 780 556	-61%	23 958 491	-62%
Consommation de l'exercice	125 354 874	45 773 372	-63%	22 373 202	-51%
Valeur ajoutée	38 470 057	17 480 216	-55%	1 585 289	-91%
Excédent brut d'exploitation	2 805 588	-7 616 747	-371%	-36 054 056	-373%
Résultat d'exploitation	-22 231 972	-48 543 347	-118%	-116 990 378	-141%
Résultat financier	-22 284 342	-27 763 610	-25%	-17 372 372	37%
Résultat courant	-44 516 315	-76 306 957	-71%	-134 362 750	-76%
Résultat non courant	129 660	-4 850 497	-3841%	-1 676 111	65%
Résultat avant impôt	-44 386 655	-81 157 454	-83%	-136 038 861	-68%
Impôt sur les sociétés	843 105	382 749	-55%	133 828	-65%
Résultat net	- 45 229 760	- 81 540 203	-80%	-136 172 689	-67%

Au courant de l'exercice 2003, les rumeurs persistantes sur la cessation d'activité de la société ont charrié une méfiance généralisée de la part de la quasi-totalité des partenaires de Papelera de Tetuan (Banques, fournisseurs, clients, etc.). En effet, les bruits prêtant à la société des intentions de dépôt de bilan se sont traduits par gel des comptes de la société auprès de sa principale banque partenaire. Par ailleurs ces mêmes rumeurs conjuguées à une production en dents de scie ont provoqué chez les clients une mentalité de Prédateur-Fossoyeur. La plupart proposaient des prix inférieurs au prix du marché asphyxiant davantage la trésorerie de l'entreprise. D'autres proposaient des délais de paiement relativement longs avec comme arrières pensées de voir Papelera de Tetuan déposer réellement son bilan.

Cette situation s'est inmanquablement traduite par un repli important des différents agrégats comptables comme le démontre le tableau ci-dessus.

En 2004, Papelera de Tetuan a délibérément mis en veilleuse son activité de production afin de polariser tous les efforts vers la mise en œuvre d'un vaste plan de restructuration. A ce titre, cette année programmée de non activité a été mise à profit pour rétablir les contacts avec les différents partenaires et lancer divers chantiers de réorganisation au niveau de la logistique, des ressources humaines et des process de production.

Les coûts de la restructuration occasionnés notamment par l'assainissement bilanciel et la réduction des effectifs conjugués à la forte compression des réalisations commerciales, expliquent les importants retraits enregistrés au niveau des agrégats comptables.

Suite aux différents diagnostics diligentés par la société et visant à identifier les axes stratégiques de développement, Papelera de Tetuan s'est attelée en 2004 à mettre en place un plan d'action pour améliorer son positionnement concurrentiel et restructurer ses fondamentaux. Un des axes de la mise à niveau et de l'optimisation des ressources internes a été concrétisé grâce au parachèvement d'un plan social pour un montant global de 20,2 MDH.

Par ailleurs, les autres mesures préconisées par Papelera de Tetuan se sont essentiellement articulées autour (i) d'un reprofilage de la fonction commerciale afin d'endiguer l'hémorragie des impayés et renforcer les procédures de recouvrement (ii) une optimisation du processus de production via une compression des ratios de consommations spécifiques et une automatisation rationnelle des process.

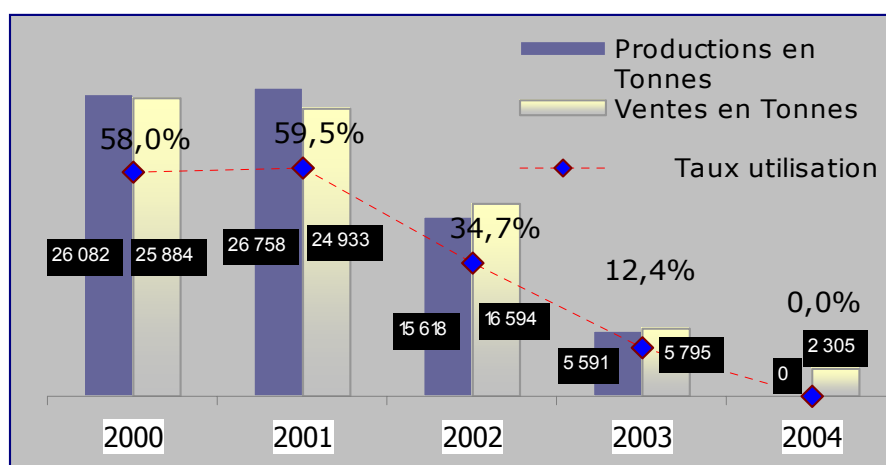
1. ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION DE L'EXERCICE

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Ventes de biens et services produits	175 125 181	70 983 484	-59%	26 696 616	-62%
Variation stocks de produits	-11 404 354	-7 202 928	37%	-2 738 125	62%
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0	0	NS	0	NS
Production totale	163 720 827	63 780 556	-61%	23 958 491	-62%

A l'instar de l'année 2002, l'exercice 2003 a été caractérisé par un environnement commercial très pénalisant induisant un affaissement des réalisations.

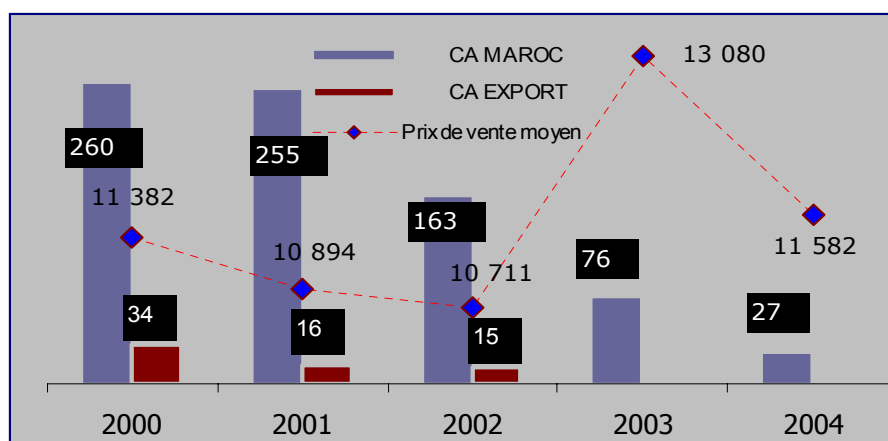
Le gel des comptes bancaires et la quasi-suspension des livraisons de matières premières décrétée par la plupart des fournisseurs se sont soldés par une contraction notoire de l'activité matérialisée par un très faible taux d'utilisation des capacités de production.

Par conséquent, l'année 2003 a finalement enregistré un quasi-arrêt de l'activité de la société. La production en tonnages qui marque un repli de 62% par rapport à 2002 à 5 795 tonnes, n'a concerné que les commandes des sucreries nationales qui consomment un papier alimentaire spécifique.



Corrélativement, le chiffre d'affaires⁹ réalisé en 2003 enregistre une baisse de 57% à 76 MDH. Ce repli a été amorti par une amélioration du prix de vente moyen à la tonne qui affiche une appréciation de 22% à 13,09 DH/Kg par rapport à son niveau de 2002.

⁹ Incluant ventes de biens et services produits et achats revendus de marchandises



Cet accroissement découle en grande partie des commandes de papier blanc des unités sucrières (SUTA-SUNABEL) et de la commande de papier exprimée par le Ministère de l'Intérieur pour les élections de septembre.

En 2004, la société a volontairement réduit son activité pour s'atteler à l'épuration de son passif exigible et à la refonte complète de son organisation.

Ainsi, le chiffre d'affaires de Papeleria de Tetuan en 2004 s'est établi à 26,7 MDH, en retrait de 65% par rapport à son niveau de 2003. La contribution de l'activité négoce qui a représenté près de 6,5% du chiffre d'affaires drainé en 2003 a été nulle en 2004, Papeleria de Tetuan n'ayant procédé à aucune vente de cahiers durant l'exercice.

2. ÉVOLUTION DE LA CONSOMMATION DE L'EXERCICE

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var.
Achats consommés de matières et fournitures (1)	112 710 890	39 289 295	-65%	15 844 127	-60%
Autres charges externes (2)	12 643 984	6 484 077	-49%	6 529 075	1%
Consommation de l'exercice (1)+(2)	125 354 874	45 773 372	-63%	22 373 202	-51%

Dans le sillage du repli marqué de l'activité industrielle, les achats consommés en 2003 chutent de 65% pour s'établir à 39,3 MDH contre 112,7 MDH un exercice auparavant, ramenant la part de la consommation de l'exercice dans le chiffre d'affaires à 60% contre 71% en 2002.

Cette baisse est essentiellement imputable au ralentissement de la production qui s'est traduit par le retrait sensible des achats de matières premières principalement constitué d'achats de pâtes à papier (-65% soit 73,4 MDH), des frais d'entretiens et réparation (-73% soit 1,0 MDH) et des factures liées au transport (-75% soit 4,0 MDH).

Les 5 795 tonnes produites en 2003, ont été réalisées grâce en partie aux stocks disponibles de matières premières et au soutien de l'actionnaire de référence Cellulose du Maroc qui a fourni de la pâte « Fibres Courtes » de Sidi Yahia.

En 2004, et dans le prolongement du tassement de l'activité et de l'arrêt programmé de l'exploitation, la consommation de l'exercice s'est affichée en repli de 51% à 22,4 MDH représentant de ce fait 84% du chiffre d'affaires 2004.

Ce repli est attribuable à la baisse constatée au niveau des achats consommés qui s'affichent en retrait de 60%.

Le poste « autres achats externes » se stabilise à son niveau de 2003 soit 6,5 MDH, la société ayant régularisé courant 2004, le paiement des primes exigibles pour l'assurance multirisques, pour un montant de 2,5 MDH.

3. ÉVOLUTION DE LA VALEUR AJOUTÉE

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Production totale (1)	163 720 827	63 780 556	-61%	23 958 491	-62%
Consommation de l'exercice (2)	125 354 874	45 773 372	-63%	22 373 202	-51%
Valeur ajoutée (1)-(2)	38 470 057	17 480 216	-55%	1 585 289	-91%
Taux de valeur ajoutée¹⁰	22%	23%		6%	

En 2003, Papelera de Tetuan affiche une valeur ajoutée en baisse de 55%, à 17,5 MDH contre 38,5 MDH un exercice auparavant. Cette situation est imputable au recul de la production de l'exercice, atténuée toutefois par une compression plus prononcée de la consommation de la société. Le taux de valeur ajoutée est, quant à lui, passé de 22% en 2002 à 23% en 2003.

En 2004, la valeur ajoutée dégagée par la société s'inscrit en repli de 91% à 1,6 MDH en raison notamment de la dégradation de la production de l'exercice (-62%) amplifiée par une baisse de moindre ampleur de la consommation (-51%). Cet effet ciseau a induit mécaniquement une forte compression du taux de valeur ajoutée qui s'est fixé à 6%.

4. ÉVOLUTION DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Valeur ajoutée (1)	38 470 057	17 480 216	-55%	1 585 289	-91%
Impôts et taxes (2)	5 505 089	2 476 248	-55%	2 522 728	2%
Charges de personnel (3)	30 159 380	22 620 715	-25%	35 116 617	55%
Excédent brut d'exploitation (1)-(2)-(3)	2 805 588	-7 616 747	-371%	-36 054 056	-373%
Marge brute d'exploitation¹¹	2%	-10%		-135%	

Au titre de l'exercice 2003, Papelera de Tetuan dégage une insuffisance brute d'exploitation en hausse de 371% à -7,61 MDH. La baisse des charges du personnel (-25%) n'a pas permis de contrebalancer l'affaîssement plus prononcé de la valeur ajoutée.

¹⁰ Valeur ajoutée / CA HT

¹¹ Excédent brut d'exploitation / CA HT

La régression constatée au niveau du poste « Charges du Personnel » est imputable pour l'essentiel au fait que le personnel n'a été employé qu'à quart temps.

La direction de la société a également procédé au gel de certaines primes telles que les 13^{ème} et 14^{ème} mois, les primes de production, de scolarité, etc., sans pour autant empêcher le personnel de recourir à la justice pour recouvrer le paiement des indemnités dues. Néanmoins, et à ce jour, la société ne traîne aucun litige juridique avec un membre quelconque de son personnel, susceptible d'affecter significativement sa situation financière

Le poste impôts et taxes pour sa part a décliné de 55% en ligne avec la baisse de la valeur ajoutée.

En 2004, Papelera de Tetuan enregistre une Insuffisance Brute d'Exploitation de -36,1 MDH, soit une aggravation de 373% par rapport à l'exercice précédent. Un repli notamment attribuable à la baisse de la valeur ajoutée. Par ailleurs, les charges de personnel se sont accrues de 55%, à 35,1 MDH, sous l'effet de l'imputation à l'exercice 2004 du coût du plan social.

Pour rappel, les tractations avec le personnel menées courant 2003 ont abouti à la signature d'un protocole d'accord visant la contraction de l'effectif d'environ 166 personnes pour un coût d'indemnisation de l'ordre de 20,2 millions de dirhams. Ce plan social a été financé grâce au concours de la CDG qui a octroyé un crédit relais du même montant.

Pour leur part, les impôts et taxes se sont relativement stabilisés enregistrant une timide évolution de 2% pour s'établir à 2,5 MDH comprenant une taxe urbaine et une taxe d'édilité pour un montant global de 1,6 MDH.

Les impôts et taxes notifiés ont été provisionnés à 100 %. La notification a concerné essentiellement un complément d'imposition relatif à la TVA sur l'investissement effectué entre 1999 et 2000. Ce complément a été provisionné dans les comptes.

Sous l'effet conjugué des éléments ci-dessus, le taux de marge brute d'exploitation s'établit ainsi à -135% en 2004 contre -10% et 2% respectivement en 2003 et en 2002.

	2002	2003	Var.	2004	Var
Effectif total au 31 décembre	289	279	-3%	118	-58%
Charges du personnel / effectif¹²	103 640	79 650	-23%	176 910	122%
Valeur ajoutée / effectif¹³	132 200	61 550	-53%	7 986	-87%

Papelera de Tetuan enregistre une forte dégradation des ratios de productivité du personnel matérialisée par un quotient de valeur ajoutée par employé en chute de 53% en 2003 et 87% en 2004. L'inertie relative des charges du personnel par rapport au niveau global de l'activité et le coût du plan social expliquent en grande partie ce déséquilibre.

¹² Effectif moyen sur 2 ans

¹³ Effectif moyen sur 2 ans

5. ÉVOLUTION DU RÉSULTAT D'EXPLOITATION

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Excédent Brut d'Exploitation (1)	2 805 588	-7 616 747	-371%	-36 054 056	-373%
Autres produits d'exploitation (2)	32 310	279 681	766%	0	-100%
Autres charges d'exploitation (3)	120 000	1 723 352	1336%	1 668	-99,9%
Reprises d'exploitation, transfert de charges (4)	0	555 687	NS	291 667	-48%
Dotations d'exploitation (5)	24 949 870	40 038 616	60%	81 226 321	103%
Résultat d'Exploitation (1)+(2)-(3)+(4)-(5)	-22 231 972	-48 543 347	-118%	-116 990 378	-141%
Marge opérationnelle¹⁴	-13%	-64%		-430%	

A fin 2003, le résultat d'exploitation de Papeleria de Tetuan s'est élevé à -48,5 MDH, en recul de 118% par rapport à l'exercice précédent. Cette évolution résulte de l'effet combiné de la dégradation de l'excédent (insuffisance) brut d'exploitation, et de l'augmentation des dotations d'exploitation aux provisions conformément aux recommandations des commissaires aux comptes.

A ce titre, une dotation de 17,8 MDH au titre des provisions pour créances devenues irrécouvrables a été constatée en 2003 portant ainsi l'encours des provisions pour dépréciation de l'actif circulant à 65,8 MDH.

En 2004, la forte compression de l'EBE conjuguée à une nouvelle application du principe de prudence matérialisée par le provisionnement de la totalité des créances détenues sur la filiale Aiglemer Paper pour un montant de 57,7 MDH, ont fortement plombé le résultat d'exploitation qui s'établit à -116,9 MDH.

6. ÉVOLUTION DU RÉSULTAT FINANCIER

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Produits financiers (1)	963 714	561 673	-42%	68 832	-88%
Charges Financières (2)	23 248 056	28 325 283	22%	17 441 204	-38%
Résultat financier (1)-(2)	-22 284 342	-27 763 610	-25%	-17 372 372	37%

A fin 2003, le résultat financier s'établit à -27,8 MDH en baisse de 25% par rapport à 2002. Le solde est principalement composé de charges financières. Ces dernières se sont alourdies de 5 MDH afférents à la constatation d'une dotation aux provisions portant sur la participation de 51% dans le capital d'Aiglemer Paper.

En 2004, le solde du résultat financier évolue à -17,4 MDH. Cette amélioration découle pour l'essentiel de l'allègement des charges financières en baisse de 37% à 17,4 MDH. A ce propos, l'aboutissement des négociations menées courant 2004 avec les bailleurs de fonds a été couronné par un rééchelonnement de la dette court et long terme sur 15 ans à un taux de 4,5%.

¹⁴ Résultat d'exploitation / CA HT

7. ÉVOLUTION DU RÉSULTAT NET

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Résultat d'exploitation (1)	-22 231 972	-48 543 347	-118%	-116 990 378	-141%
Résultat financier (2)	-22 284 342	-27 763 610	-25%	-17 372 372	37%
Résultat courant (3)=(1)+(2)	-44 516 315	-76 306 957	-71%	-134 362 750	-76%
Résultat non courant (4)	129 660	-4 850 497	-3841%	-1 676 111	65%
Impôt sur le résultat (5)	843 105	382 749	-55%	133 828	-65%
Résultat net (3)+(4)-(5)	- 45 229 760	- 81 540 203	-80%	- 136 172 689	-67%
Marge nette¹⁵	-25%	-108%		-510%	

Compte tenu des éléments cités ci haut, le résultat courant avant impôts de Papelera de Tetuan se chiffre en 2003 à -76,3 MDH.

Le résultat non courant pour sa part s'est établi à -4,8 MDH en raison d'une forte progression des charges non courantes (+339%) qui ont atteint 6,1 MDH. L'essentiel de ce montant est afférent à la constatation d'une provision au titre des impôts et taxes relatifs aux exercices antérieurs et notifiés à la société par commandement.

Corrélativement à l'évolution de ces deux soldes, l'exercice 2003 se solde par un déficit de 81,5 MDH en aggravation de 80% par rapport à l'exercice précédent.

Au titre de l'exercice 2004, le déficit se creuse pour s'établir à -136,2 MDH soit un recul de 67%. Cette perte est attribuable pour l'essentiel au repli du résultat courant, lequel s'est affiché en recul de 76% à -134,4 MDH.

¹⁵ Résultat net / CA HT

II. ANALYSE DU BILAN DE PAPELERA DE TETUAN

1. STRUCTURE BILANTIELLE

ACTIF en DH	2002	En %	2003	En %	2004	En %
Immobilisations en non-valeur	1 074 890	0%	0	0%	3 107	0%
Immobilisations incorporelles	0	0%	0	0%	34 752	0,01%
Immobilisations corporelles	151 043 334	39%	129 885 845	45%	197 613 937	65%
Immobilisations financières	8 816 683	2%	146 683	0%	146 683	0%
Écarts de conversion – Actif	0	0%	0	0%	0	0%
Total Actif immobilisé	160 934 907	41%	130 032 528	45%	197 798 478	65%
Stocks	81 368 808	21%	69 947 367	24%	50 097 184	16%
Créances de l'Actif circulant	145 514 317	38%	90 434 877	31%	39 471 609	13%
Titres et valeurs de placement	0	0%	0	0%	11 624 227	4%
Écarts de conversion (éléments circulants)	10 078	0%	0	0%	0	0%
Total actif circulant	226 893 204	58%	160 382 244	55%	101 193 020	33%
Trésorerie – Actif	74 655	0%	967 524	0%	5 957 608	2%
Total Actif	387 902 766	100%	291 382 295	100%	304 949 106	100%

PASSIF en DH	2002	En %	2003	En %	2004	En %
Capitaux propres	62 494 251	16%	-19 045 953	-7%	-67 445 488	-22%
Capitaux propres assimilés	0	0%	0	0%	0	0%
Dettes de financement	72 650 000	19%	71 450 000	25%	121 916 668	40%
Provisions durables pour risques et charges	0	0%	0	0%	0	0%
Écarts de conversion – Passif	0	0%	0	0%	0	0%
Total financement permanent	135 144 251	35%	52 404 047	18%	54 471 180	18%
Dettes du Passif circulant	96 294 781	25%	105 539 211	36%	115 154 910	38%
Autres provisions pour risques et charges	0	0%	334 591	0%	349 203	0%
Écarts de conversion (éléments circulants)	138 455	0%		0%		0%
Total Passif circulant	96 433 236	25%	105 873 802	36%	115 504 113	38%
Trésorerie – Passif	156 325 279	40%	133 104 446	46%	134 973 813	44%
Total Passif	387 902 766	100%	291 382 295	100%	304 949 106	100%

2. ACTIF

2.1. Actif Immobilisé

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Immobilisations en non-valeur	1 074 890	0	-100%	3 107	NS
Immobilisations incorporelles	0	0	NS	34 752	NS
Immobilisations corporelles	151 043 334	129 885 845	-14%	197 613 937	52%
Immobilisations financières	8 816 683	146 683	-98%	146 683	0%
Écarts de conversion – Actif	0	0	NS	0	NS
Actif immobilisé	160 934 907	130 032 528	-19%	197 798 478	52%

En 2003, l'actif immobilisé de Papelera de Tetuan représente 45% du total bilan. Il s'élève à 130,0 MDH, en recul de 19% par rapport à 2002. Cette évolution est imputable au recul de 14% des immobilisations corporelles, lesquelles se sont établies à 129,9 MDH contre 151,0 MDH en 2002.

Du fait du tassement de l'activité constaté en 2002 et la sous utilisation des capacités y afférentes, Papelera de Tetuan n'a pas engagé de nouveaux investissements d'extension de capacité. Les montants engagés se limitent à des investissements récurrents d'entretien et maintenance.

En 2004, les immobilisations de Papelera de Tetuan augmentent de 52% à 197,8 MDH et représentent 65% du total bilan. Cette amélioration découle d'un simple effet mécanique résultant d'une réévaluation des terrains bâtis comme l'illustre le tableau qui suit.

2.2. Immobilisations corporelles

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Terrains	4 227 846	4 227 846	0%	92 001 000	2 076%
dont réévaluation	0	0	0	87 773 184	2 076%
Constructions	16 211 268	14 894 859	-8%	13 587 453	-9%
Installations techniques, matériel et outillage	128 778 270	109 887 212	-15%	91 262 945	-17%
Matériel de transport	879 698	434 743	-51%	94 654	-78%
Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	946 253	441 185	-53%	667 885	51%
Autres immobilisations corporelles	0	0	NS	0	NS
Immobilisations corporelles en cours	0	0	NS	0	NS
Immobilisations corporelles	151 043 334	129 885 845	-14%	197 613 937	52%

Au 31 décembre 2004, les immobilisations corporelles sont amorties à hauteur de 59%. Le degré d'amortissement atteint 59% pour les constructions, 74% pour les installations techniques, 97% pour le matériel de transport et 92% pour le mobilier et matériel de bureau.

En 2004, la société a procédé à une réévaluation de son actif foncier pour un montant de 88 MDH. Cette opération a permis de rehausser partiellement la situation nette de l'entreprise qui s'élève désormais à -67,4 MDH.

2.3. Immobilisations financières

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Participations	131 952	131 952	0%	131 952	0%
Autres créances financières	14 731	14 731	0%	14 731	0%
Titres de participation	8 670 000	0	-100%	0	NS
Compte de filiale débiteur	0	0	NS	0	NS
Immobilisations financières	8 816 683	146 683	-98%	146 683	0%

En 2003, les immobilisations financières de la société ont enregistré un recul de 98% à 0,1 MDH, en raison du provisionnement total de la participation dans Aiglemer Paper. Une décision motivée par les graves difficultés que connaît la filiale. A fin 2003, Aiglemer Paper affichait une situation nette de -5,9 MDH pour un capital social de 17,0 MDH.

La concurrence déloyale à laquelle est confrontée en permanence Papelera de Tetuan rogne sensiblement ses marges et fragilise son équilibre financier. A cela s'ajoute le poids des charges de structure dont le niveau demeure très élevé.

2.4. Actif Circulant

L'actif circulant de la société représente 55% du total bilan de l'exercice 2003 contre 58% en 2002. Ce poste enregistre ainsi une évolution de -29% à 160,4 MDH essentiellement attribuable au recul des postes stocks et créances de l'actif circulant qui se rétractent respectivement de 14% et 38%.

En 2004, la même tendance se dessine avec un actif circulant en retrait de 37% et représentant 33% du total bilan.

Les deux principaux constituants de ce poste s'affichent en repli avec des variations de -28% et -56% respectivement pour les stocks et les créances.

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Stocks	81 368 808	69 947 367	-14%	50 097 184	-28%
Créances de l'actif circulant	145 514 317	90 434 877	-38%	39 471 609	-56%
Titres et valeurs de placement	0	0	NS	11 624 227	NS
Ecarts de conversion (éléments circulants)	10 078	0	-100%	0	NS
Actif circulant	226 893 204	160 382 244	-29%	101 193 020	-37%

2.5. Stocks

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Marchandises	2 383 138	0	-100%	0	NS
Matières et fournitures consommables	31 483 192	29 647 817	-6%	21 379 188	-28%
Produits en cours	4 121 495	3 561 033	-14%	7 473 275	110%
Produits interméd. et produits resid.	0	0	NS	0	NS
Produits finis	43 380 984	36 738 517	-15%	21 244 720	-42%
Stocks	81 368 808	69 947 367	-14%	50 097 184	-28%

Le recul de 14% enregistré au niveau du poste stock en 2003 est inhérent aux déstockages opérés par la société pour ses besoins de production. La sous-activité n'ayant pas nécessité d'approvisionnement supplémentaire en matières et fournitures consommables. Face à la montée en puissance des impayés, la société a choisi délibérément de réduire sa production au maximum afin de ne servir que les clients solvables.

En 2004, la tendance globale ne s'est pas inversée avec un encours des stocks en retrait de 28%. Face à une production nulle, les rares ventes réalisées ont été puisées dans les stocks de produits finis disponibles

L'autre facteur explicatif tient à la constatation d'une provision pour dépréciation des stocks. En effet, et suite à l'inventaire physique effectué en fin d'exercice, il a été constaté qu'une partie des stocks anciens provenant des exercices 1995 à 2002 est détériorée. Les estimations établies par les responsables convergent vers un prix de vente probable de 2 DH HT le Kg (soit le prix des déchets).

La prise en compte de cette information associée à l'application du principe de prudence a généré une provision pour dépréciation de stock d'un montant de 8,8 MDH, soit un taux de couverture de 80% de la valeur comptable du stock de produits finis disponibles à fin 2004.

2.6. Créances de l'actif circulant

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	0	30 350	NS	15 412	-49%
Clients et comptes rattachés	124 201 299	72 301 508	-42%	23 191 080	-68%
Personnel	524 011	402 270	-23%	231 363	-42%
État	17 955 386	15 093 091	-16%	15 711 254	4%
Compte d'associés	1 252	1 252	0%	1 252	0%
Autres débiteurs	2 520 230	2 494 267	-1%	209 109	-92%
Comptes de régularisation – Actif	312 139	112 139	-64%	112 139	0%
Créances de l'Actif circulant	145 514 317	90 434 877	-38%	39 471 609	-56%

2.6.1. Clients et comptes rattachés

Les créances clients et comptes rattachés ont été ramenés à 72,3 MDH en 2003 contre 124,2 MDH au titre de l'exercice 2002, en raison du provisionnement de l'ensemble des créances irrécouvrables dont l'encours est de 65,8 MDH, hormis celles sur Aiglemer Paper à hauteur de 55 MDH, de la garantie donnée pour le recouvrement de l'actif circulant d'UniPapel à hauteur de 1,5 MDH et de la garantie relative au contrôle fiscal de cette société pour un montant 3,8 MDH. Ces deux dernières garanties n'ont pas été provisionnées dans la mesure où la dette réelle d'Aiglemer Paper envers Papelera de Tetuan dépasse largement ces garanties.

En 2004, ce poste affiche une nouvelle baisse de 68% s'établissant à 23,2 MDH. Dans le prolongement du travail d'assainissement des portefeuilles clients entamé en 2003 et pour satisfaire aux recommandations des commissaires aux comptes, une provision sur clients d'un montant de 57,9 MDH a été constatée. L'essentiel de cette provision porte sur des créances détenues sur Aiglemer Paper pour un montant global de 55,6 MDH.

2.6.2. Compte d'associés

Il s'agit d'une ancienne créance d'un montant de 1 251,70 DH sur l'associé Francisco Albert Cassar datant d'avant 1995.

2.6.3. Autres débiteurs

Après s'être stabilisé en 2003, le poste « Autres débiteurs » s'inscrit à fin 2004 en repli de 92% à 0,2 MDH. Cette contraction découle essentiellement de la constatation d'une provision de l'ordre de 2,4 MDH afférente quasi-intégralement à une vente antérieure non encaissée, de matériel d'occasion à la filiale Aiglemer Paper.

2.7. Titres et Valeurs de placement

A fin 2004, Papelera de Tetuan dispose d'un encours de valeurs mobilières de 11,6 MDH correspondant à des placements de liquidités opérés auprès d'un OPCVM de la place. L'objectif de ce placement étant de rentabiliser la trésorerie disponible, représentant le reliquat qui reste à décaisser pour la finalisation du plan social, tout en garantissant que les fonds bloqués seront utilisés conformément à leur objet à savoir le financement du plan social.

2.8. Trésorerie-Actif

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Chèques et Valeurs à encaisser	0	0	NS	0	NS
Banques, TG et CP	59 739	963 735	1513%	5 952 528	518%
Caisses, Régies d'avance et accreditifs	40 431	3 788	-91%	5 080	34%
Trésorerie – Actif	100 170	967 524	866%	5 957 608	516%

La trésorerie Actif de Papelera de Tetuan s'élève à 0,96 MDH en 2003 affichant une progression de 866% par rapport à son niveau de 2002. Le solde a poursuivi son accroissement en 2004 pour atteindre 5,9 MDH, Cette amélioration est attribuable à une injection de fonds au niveau des comptes bancaires opérés durant l'exercice. Les montants encaissés proviennent en partie du crédit relais obtenu auprès de la caisse de Dépôt et de Gestion en plus des recouvrements effectués au cours de l'exercice.

En termes de pondération, la trésorerie actif représente 2% du total bilan en 2004 contre un ratio de 0,3% un an auparavant.

3. PASSIF

3.1. Capitaux Permanents

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Capitaux propres	62 494 251	-19 045 953	-130%	-67 445 488	-254%
Dettes de financement	72 650 000	71 450 000	-2%	121 916 668	71%
Capitaux permanents	135 144 251	52 404 047	-61%	54 471 180	4%

Les capitaux permanents de Papelera de Tetuan se sont dépréciés en 2003 de 61% pour s'établir à 52,4 MDH concomitamment à la forte compression des capitaux propres.

En 2004, l'évolution des financements permanents est positive marquant une appréciation de 4% à 54,5 MDH alimentée essentiellement par l'accroissement des dettes de financement qui enregistrent une progression de 71%.

- **Capitaux propres**

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Capital social	91 875 000	91 875 000	0%	91 875 000	0%
Primes d'émission, de fusion, d'apport	47 775 000	47 775 000	0%	47 775 000	0%
Écart de réévaluation	0	0	NS	87 773 154	NS
Réserve légale	4 572 204	4 572 204	0%	4 572 204	0%
Réserve d'investissement	31 800 187	31 800 187	0%	31 800 187	0%
Réserve volontaire	10 781 008	10 781 008	0%	10 781 008	0%
Report à nouveau	-79 079 389	-124 309 149	-57%	-205 849 352	-66%
Résultats nets en instance d'affectation	0	0	NS	0	NS
Résultat net de l'exercice	-45 229 760	-81 540 203	-80%	-136 172 689	-67%
Capitaux propres	62 494 251	-19 045 953	-130%	-67 445 488	-254%

Les capitaux propres évoluent de 62,5 MDH en 2002, à -19,0 MDH en 2003 et -67,4 MDH en 2004, soit une décroissance de 81,5 MDH (-130%) en 2003 et de 48,4 MDH en 2004 (-254%).

En 2003, l'évolution négative est essentiellement attribuable au report des déficits précédents de -124,3 MDH ainsi qu'à l'effet du résultat net déficitaire de -81,5 MDH.

Les mêmes raisons expliquent le creusement de la situation nette en 2004, avec une baisse largement imputable au résultat net déficitaire à hauteur de 136,2 MDH et au report des déficits précédents des -205,8 MDH.

La contraction des fonds propres en 2004 a toutefois été atténuée par la constatation d'un écart de réévaluation positif d'un montant de 87,7 MDH en contrepartie de la réévaluation des terrains bâtis.

3.2. **Dettes de financement**

En 2003, les dettes de financement de la société se sont inscrites en légère baisse de 2% soit un différentiel de 1,2 MDH contre des tombées prévues en principal de 14,6 dans le plan de financement. La situation financière déséquilibrée de la société ne lui a pas permis d'honorer ses engagements auprès de ses partenaires financiers. Les négociations avec les bailleurs de fonds ont abouti à un accord de principe pour le rééchelonnement de la dette à court et long terme consolidée sur 15 ans à un taux de 4,5%.

En 2004, l'encours des dettes de financement s'inscrit en hausse de 71% à 121,9 MDH contre 71,4 MDH à fin 2003. La société ayant contracté courant 2004 auprès de la Caisse de Dépôt et de Gestion un crédit relais dont l'encours au 31 décembre 2004 est de 53,4 MDH.

L'affectation de cet emprunt débloqué en deux tranches a permis en premier lieu de réaliser le plan social en intégralité pour un montant de 20,2 MDH, de ce montant budgétisé a été

décaissé 8,6 MDH, le reliquat de 11,6 MDH a été placé en OPCVM. La seconde avance consentie pour un montant 31 MDH a permis pour sa part de :

- régler ou de constituer la provision à cet effet, de la majorité des dettes exigibles à court terme (hors Cellulose Du Maroc) et de procéder à l'importation de 1 000 tonnes de fibres longues ; et
- réamorcer la participation de la société aux appels d'offres publics qui sont fort rémunérateurs et représentent entre 2 800 tonnes et 3 500 tonnes par an.

3.3. Dettes du passif circulant

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Fournisseurs et comptes rattachés	66 810 793	73 099 576	9%	71 177 109	-3%
Clients créditeurs	20 000	1 250 838	6154%	1 435 915	15%
Personnel créditeur	2 069 961	1 801 878	-13%	1 011 843	-44%
Organismes sociaux	1 578 025	2 108 360	34%	1 664 363	-21%
État	24 656 640	25 096 662	2%	28 324 708	13%
Compte d'associés	133 959	253 959	90%	253 959	0%
Autres créanciers	693 734	704 268	2%	666 233	-5%
Comptes de régularisation – Passif	331 669	1 223 669	269%	10 620 781	768%
Total dettes du passif circulant	96 294 781	105 539 211	10%	115 154 910	9%

En 2003, les dettes du passif circulant de Papelera de Tetuan augmentent pour leur part de 10% à 105,5 MDH représentant 11,6% du total bilan. Cette appréciation tient compte principalement de l'évolution du poste fournisseurs et comptes rattachés, lequel s'est établi à fin 2003 à 73,1 MDH contre 66,8 MDH en 2002. Cette progression est le corollaire des livraisons de matières premières effectuées durant l'exercice essentiellement par la maison mère Cellulose du Maroc.

En 2004, l'encours des dettes du passif circulant affiche une progression de 9% en comparaison à 2003 pour s'établir à 115,1 MDH.

Cette évolution découle essentiellement de la variation du poste « comptes de régularisation – Passif » lequel affiche une hausse de 768% à 10,6 MDH alimentés par l'accumulation des intérêts échus sur les emprunts bancaires.

En contrepoint, le poste « Fournisseurs et comptes rattachés » marque un repli de 3% à 71,2 MDH grâce au remboursement partiel des dettes d'exploitation rendu possible par l'emprunt CDG.

3.4. Trésorerie – Passif

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Crédits d'escompte	16 325 773	1 599 031	-90%	279 585	-83%
Crédits de trésorerie	84 000 000	84 000 000	0%	84 000 000	0%
Banques (soldes débiteurs)	55 999 507	47 505 415	-15%	50 694 228	7%
Trésorerie – Passif	156 325 279	133 104 446	-15%	134 973 813	1%

Au 31 décembre 2004, la Trésorerie-Passif atteint 134,9 MDH contre 133,1 MDH en 2003 et 156,3 MDH en 2002. Ce poste représente 44% du total passif en 2004 contre 46% en 2003 et 40% en 2002.

3.5. Ratios de rotation

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Clients en jours de CA ¹⁶	210	286	36,5%	261	-8,9%
Fournisseurs en jours d'achats ¹⁷	174	491	182,5%	NS	172,4%
Stocks en jours de CA	99	85	-14,0%	61	-28,5%

Les stocks de Papeleria de Tetuan sont essentiellement composés de matières et fournitures consommables et de produits finis. Ils représentent en 2004, 61 jours de chiffre d'affaires contre 85 jours en 2003.

Pour leur part, les délais clients passent de 286 jours de chiffre d'affaires en 2003 à 261 jours en 2004, laissant apparaître ainsi une amélioration de 9% entre les deux exercices.

Ces ratios sont fournis à titre indicatif est leur interprétation n'est pas pertinente dans la mesure où les deux derniers exercices correspondent à une situation atypique caractérisée par une activité quasiment à l'arrêt. Par conséquent, la réduction du CA et l'arrêt programmé de la production ont induit mécaniquement un gonflement du niveau des ratios précités.

¹⁶ (Créances clients x 360) / CA TTC

¹⁷ (Fournisseurs x 360) / Achats TTC

III. ÉTUDE DE L'ÉQUILIBRE FINANCIER

En DH	2002	2003	Var.	2004	Var
Financement permanent (1)	135 144 251	52 404 047	-61%	54 471 180	4%
Actif immobilisé (2)	160 934 907	130 032 528	-19%	197 798 478	52%
Fonds de Roulement Fonctionnel (A)=(1)-(2)	-25 790 656	-77 628 481	-201%	-143 327 298	-85%
Actif circulant (3)	226 893 204	160 382 244	-29%	101 193 020	-37%
Passif circulant (4)	96 433 236	105 873 802	10%	115 504 113	9%
Besoin en fonds de roulement (B)=(3)-(4)	130 459 968	54 508 442	-58%	-14 311 094	-126%
Trésorerie Nette (A)-(B)	-156 250 624	-132 136 923	15%	-129 016 204	2%

1. FONDS DE ROULEMENT

Le fonds de roulement est structurellement négatif. Il évolue de -25,8 MDH en 2002 à -77,6 MDH en 2003 et à -143,3 MDH en 2004. La baisse de -51,8 MDH entre 2002 et 2003 découle d'une compression des financements permanents de 82,7 MDH supérieure à celle des actifs immobilisés d'un montant de 30,9 MDH.

Au même titre, la baisse de 65,7 MDH enregistrée entre 2003 et 2004 s'explique par une augmentation des financements permanents de 2,1 MDH inférieure à la hausse des actifs immobilisés de 67,8 MDH.

2. BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT

Le besoin en fonds de roulement évolue de 130,5 MDH en 2002, à 54,5 MDH en 2003 et à -14,3 MDH en 2004. La baisse du BFR en 2003 s'explique, d'une part par la hausse du passif circulant et notamment celle du poste « fournisseurs et comptes rattachés » (+9%), et d'autre part par le recul de l'actif circulant inhérent à la rétraction des postes « créances de l'actif circulant » (-38%) et « stocks » (-14%).

Au même titre, l'exercice 2004 a enregistré une évolution diamétralement opposée du passif circulant et de l'actif circulant générant ainsi un excédent en fonds de roulement de 4,78 MDH. Cette amélioration se justifie essentiellement par l'effet mécanique du tassement de l'activité et l'assainissement bilanciel ayant touché essentiellement les postes de l'actif circulant tels que les stocks et les créances clients.

3. TRÉSORERIE NETTE

La trésorerie nette, structurellement déficitaire sur la période 2002-2004, évolue de -156,2 MDH en 2002 à -132,1 MDH en 2003 et à -129,0 MDH en 2004. L'amélioration du solde est essentiellement due à une dégradation du fonds de roulement largement amortie par la compression du besoin en fonds de roulement.

4. RATIOS DE STRUCTURE FINANCIÈRE

RATIOS	2002	2003	2004
Dettes financières MLT/CAF	-3,4	-1,4	-1,1
Dettes financières MLT/Total Passif	19%	25%	40%
Dettes financières MLT/Capitaux permanents	54%	136%	191%
Charges financières/CA	13%	37%	65%

L'analyse des ratios présentés ci-dessus souligne le caractère déséquilibré de la structure financière de Papelera de Tetuan.

Le ratio « *dettes financières MLT / capacité d'autofinancement* », permettant d'apprécier la capacité de remboursement des dettes financières par la capacité d'autofinancement, évolue négativement. La dégradation de ce ratio découle de l'effet mécanique induit par la réduction de la capacité d'autofinancement suite à une baisse d'activité et l'accroissement de l'endettement.

Emprunt de la même tendance, le ratio « *dettes financières MLT/ capitaux permanents* », mesurant le poids des dettes bancaires MLT par rapport aux capitaux permanents dont dispose l'entreprise, évolue de 54% en 2002 à 136% en 2003 et à 191% en 2004. Cette dégradation résulte de l'effet ciseau inhérent à un accroissement de l'endettement et une érosion importante des fonds propres corrélative au cumul des déficits.

Le ratio « *charges financières / chiffre d'affaires* », mesurant le poids des charges financières par rapport à l'activité de l'entreprise, évolue de 13% en 2002 à 37% en 2003 et 65% en 2004. L'évolution de ce ratio dénote du déséquilibre financier de la société accentué par l'inertie des charges d'intérêt et un affaïssement des réalisations commerciales.

IV. RESSOURCES ET EMPLOIS

En DH	2002		2003		2004	
	Emplois	Ressources	Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
<u>I- Ressources stables</u>						
Autofinancement réel		-21 100 690		-50 654 182		-115 764 088
Cession d'élément d'actif immobilisé		820 800		126 864		
Augmentation des capitaux propres et assimilés						
Augmentation des dettes financières						53 400 000
Total des ressources stables		-20 279 890		-50 527 318		-62 364 088
<u>II- Emplois stables</u>						
Acquisition des immobilisations	3 330 693		110 506		397 513	
Remboursement des capitaux propres						
Remboursement des dettes financières	6 481 303		1 200 000		2 933 332	
Emplois en non valeurs			0		3 884	
Total emplois stables	9 811 996		1 310 506		3 334 729	
Variation du fonds de roulement fonctionnel						
Variation du besoin de financement global		83 879 084		75 951 526		68 819 536
Variation de la trésorerie	53 787 198		24 113 701		3 120 718	
TOTAL GENERAL	63 599 194	63 599 194	25 424 208	25 424 208	6 455 448	6 455 448

En 2003, les ressources stables de Papelera de Tetuan totalisent un montant déficitaire de -50,5 MDH. Ce déséquilibre provient d'un déficit d'autofinancement réel de -50,6 MDH et d'une cession des immobilisations pour un montant de 0,1 MDH.

Cette insuffisance de financement n'a pas permis pas à la société de financer ses immobilisations à hauteur de 0,11 MDH et de rembourser les dettes de financement à hauteur de 1,2 MDH.

Corrélativement, et compte tenu d'une variation de besoin de financement global de -75,9 MDH, la variation de la trésorerie de Papelera de Tetuan au terme de l'exercice 2003, ressort à -24,1 MDH.

En 2004, le déficit de ressources stables de la société se dégrade pour s'établir à 62,4 MDH. Il résulte des effets conjugués :

- d'un autofinancement déficitaire de 115,8 MDH corrélativement à l'enregistrement d'une perte nette de 136,2 MDH ; et
- d'un accroissement des dettes financières de 53,4 MDH opérées au cours de l'exercice et découlant d'un crédit relais contracté auprès de la Caisse de Dépôt et de Gestion.



PARTIE VI : PERSPECTIVES

Avertissement : Les prévisions ci-après sont fondées sur des hypothèses dont la réalisation présente par nature un caractère incertain. Les résultats et les financements réels peuvent différer de manière significative des informations présentées. Ces prévisions ne sont fournies qu'à titre indicatif et ne peuvent être considérées comme un engagement ferme ou implicite de la part de Papelera de Tetuan.

I. ORIENTATIONS STRATÉGIQUES

En réponse à la fragilisation de ses fondamentaux et afin de parer à l'érosion de ses parts de marché et recouvrer sa position de leader du secteur, Papelera de Tetuan a engagé un vaste chantier de restructuration ayant pour trame de fond un plan de mise à niveau technique, organisationnelle et financière. En effet, les différents diagnostics diligentés ont permis d'identifier les foyers de productivité qui s'articulent essentiellement autour des actions suivantes :

- une profonde refonte de la fonction commerciale afin d'endiguer définitivement l'hémorragie des impayés et explorer de nouvelles niches de débouchés encore non exploitées (agro-alimentaire, pharmaceutique, papier couleur pour l'export, etc.) ;
- la promotion d'une culture de la performance à travers la mise en œuvre de rémunération variable, d'outil de suivi et de mesure des performances, de formalisation de tâches et des process, ainsi que la mise en place de plans de formation adéquats ;
- l'optimisation du processus de production à travers une gestion plus dynamique des achats et des stocks ;
- une réduction des coûts de fabrication grâce à l'externalisation des services d'entretiens ; et
- une planification la viabilité à moyen/long terme de l'usine avec le lancement dans le court terme d'une expertise technique afin de pouvoir dresser un bilan de l'outil de production.

II. PRINCIPALES HYPOTHÈSES RETENUES

Après un exercice 2004 consacré essentiellement à l'assainissement des leviers opérationnels et financiers de la société, l'année 2005 devrait consacrer un retour aux résultats positifs et une restauration des équilibres fondamentaux.

Le plan de Papelera de Tetuan pour la période 2005-2007 s'articule autour des hypothèses suivantes :

- augmentation de capital de 112 MDH en numéraire ;
- restructuration de la totalité de la dette bancaire sur 15 ans, au taux de 4,5% l'an ; et

- levée de lignes de fonctionnement (ligne Crédoc, avance sur marchandises, facilité de caisse) auprès des banques.

III. PERSPECTIVES ET PRÉVISIONS

Suite aux différents diagnostics diligentés par la société et visant à identifier les axes stratégiques de développement, Papelera de Tetuan s'est attelée en 2004 à mettre en place un plan d'action pour améliorer son positionnement concurrentiel et restructurer ses fondamentaux. Un des axes de la mise à niveau et de l'optimisation des ressources internes a été concrétisé grâce au parachèvement d'un plan social pour un montant global de 20,2 MDH.

Par ailleurs, les autres mesures préconisées par Papelera de Tetuan se sont essentiellement articulées autour (i) d'un reprofilage de la fonction commerciale afin d'endiguer l'hémorragie des impayés et renforcer les procédures de recouvrement (ii) une optimisation du processus de production via une compression des ratios de consommations spécifiques et une automatisation rationnelle des process.

Consciente des menaces qui pèsent sur ses fondamentaux ainsi que des opportunités offertes par son secteur d'activité, Papelera de Tetuan a enclenché un processus de mise à niveau qui lui permettrait d'affronter dans les meilleures conditions, la compétition accrue du fait du démantèlement douanier en cours. Le processus de modernisation en cours se distingue par son caractère polymorphe émanant d'une vision stratégique globale ciblant à la fois les niveaux techniques (machines et organisation de la production), humains (qualification du personnel), logistiques (système d'information), financiers (assainissement bilanciel) et commercial (meilleure segmentation et exploration de nouvelles niches).

L'ampleur des chantiers engagés est en phase avec les potentialités prometteuses du secteur et la visibilité qui entourent ses fondamentaux.

On remarquera à ce propos qu'aucun signe évident n'est apparu qui pourrait augurer d'un remplacement du papier, même dans les pays leader en matière de technologies de l'information (Finlande, Etats-Unis).

De même, aucun matériau ne menace aujourd'hui la position dominante du papier dans le secteur des emballages.

En définitive, le développement de la consommation sera surtout tiré par la demande émanant des trois quarts de l'humanité qui n'en consomment aujourd'hui pratiquement pas.

En effet, si la tendance de la demande globale peut avoir valeur d'indicateur, nous pouvons d'ores et déjà prévoir que le papier continuera d'être utilisé au cours du 21^{ème} siècle.

La demande mondiale de papier a doublé au cours des 20 dernières années et on prévoit qu'elle doublera à nouveau d'ici 2010.

Selon les prévisions¹⁸, la croissance annuelle de la consommation de papier et de carton pour les 15 prochaines années s'établira comme suit :

- 2,5% pour les pays industrialisés ;
- 5,5% pour les pays en développement ; et
- 3,2% pour l'ensemble des pays.

Au Maroc, le taux de croissance annuel de 7% enregistré au cours de la dernière décennie devrait se maintenir, au même rythme, dans les années à venir. Cette croissance est due à l'accroissement démographique, l'élévation du niveau de vie, à la hausse du taux d'alphabétisation et à l'émergence de la grande distribution.

Papelera de Tetuan est en mesure de capter une part importante du potentiel dont dispose le secteur en capitalisant sur sa notoriété déjà établie. La qualité des produits et le savoir faire technique développé par Papelera de Tetuan durant plus de cinq décennies constituent de sérieux atouts pour aiguiser la force de frappe commerciale.

A ce titre, le diagnostic diligenté auprès d'un expert international dans le cadre du programme MEDA a établi que la machine à papier PM5 est le meilleur équipement au Maroc pour la production de papiers graphiques non couchés.

Enfin, le démantèlement tarifaire en cours expose de facto Papelera de Tetuan à une concurrence plus aiguisée mais présente l'avantage de court-circuiter progressivement la compétition déloyale livrée par le secteur informel. Par ailleurs, Papelera de Tetuan dispose d'une marge de manœuvre réelle au niveau de la compression des ses coûts de revient ce qui lui permettra de contenir les assauts des opérateurs étrangers. A ce titre, le parachèvement du plan social a généré des économies de charges de l'ordre de 580 DH / tonne de papier produite. D'autres foyers d'économie ont été identifiés et concernent essentiellement la logistique d'approvisionnement et la consommation énergétique. Les efforts en cours et prévus au niveau de ses deux leviers, devraient permettre dans un proche avenir, d'abaisser substantiellement le coût de revient pour l'aligner sur celui des opérateurs étrangers.

¹⁸ Source : Etude de positionnement stratégique branche pâte, papier et carton d'Euro Maroc Entreprise

IV. COMPTE DE PRODUITS ET DE CHARGES PRÉVISIONNEL

En DH	2005	2006	2007
Produits d'exploitation	157 572 531,67	170 375 299,87	182 702 842,95
I Achats consommés de matières et fournitures			
Fibres	35 394 710,05	38 270 530,24	41 039 603,05
Charges	18 984 806,27	20 527 321,78	22 012 580,75
Energie	18 335 213,43	19 824 949,52	21 259 388,19
Colorants	617 268,20	667 421,24	715 712,66
Autres agents chimiques	336 331,80	363 658,76	389 971,37
Emballage	2 976 300,00	3 218 124,38	3 450 972,49
Toiles de formation	1 492 992,00	1 614 297,60	1 731 100,47
Maintenance	3 968 556,00	4 291 001,18	4 601 477,53
Transport	5 000 000,00	5 406 250,00	5 797 420,43
Sous total I	87 106 177,74	94 183 554,68	100 998 226,93
II Autres charges d'exploitation			
Charges externes	7 837 500,00	7 837 500,00	7 837 500,00
Impôts et taxes	4 800 000,00	4 800 000,00	4 800 000,00
Charges du personnel	16 373 930,38	16 373 930,38	16 373 930,38
Dotation d'exploitation	21 000 000,00	21 000 000,00	21 000 000,00
Sous total II	50 011 430,38	50 011 430,38	50 011 430,38
Résultat d'exploitation (I-II)	20 454 923,55	26 180 314,81	31 693 185,64
III Produits financiers	-	-	-
IV Charges financières	12 000 000,00	22 663 075,34	35 018 246,72
V Résultat financier	-12 000 000,00	-11 999 999,00	-11 999 998,00
VI Résultat courant	8 454 923,55	14 180 315,81	19 693 187,64
VII Résultat non courant			
VIII Résultat avant impôts	8 454 923,55	14 180 315,81	19 693 187,64
IX Impôts sur les sociétés	787 862,66	851 876,50	913 514,21
X Résultat net	7 667 060,89	13 328 439,31	18 779 673,43
XI Cash-flow	28 667 060,89	34 328 439,31	39 779 673,43

Le CPC prévisionnel, tel qu'il ressort du business plan fourni par le management et basé sur la mise en oeuvre des mesures contenues dans le plan de restructuration, permettrait à la société de renouer avec la croissance, en dégageant régulièrement un niveau de cash-flow suffisant, pour assurer le remboursement progressif de la dette bancaire consolidée.

Ainsi Après des exercices 2004 et 2005 consacrés essentiellement à l'assainissement des leviers opérationnels et financiers de la société, l'année 2006 devrait consacrer un retour aux résultats positifs et une restauration des équilibres fondamentaux.

Aussi, le plan d'affaires prévoit que le volume de production initiale (2005) serait de 16 000 tonnes/an avec une progression annuelle de 15% permettant une meilleure rentabilisation de l'outil de production. Les ventes en tonnage devraient nettement progresser notamment grâce à la reprise de la demande à l'export.

Par ailleurs, la société devrait tirer profit des efforts techniques de modernisation entrepris visant la réduction des temps d'arrêt, un allègement important des frais d'entretien et une amélioration des ratios de consommation spécifique (énergie, produits chimiques, emballage, etc.).

La baisse des charges du personnel permettra d'alléger la structure du prix de revient et de renforcer de surcroît la compétitivité de l'entreprise.

En conséquence, le déficit du résultat d'exploitation sera résorbé dès 2005 pour atteindre 20,5 MDH en 2005 et 31,7 MDH à la fin du plan.

En dernier lieu, la compression anticipée des frais financiers dès 2005 devrait contribuer à résorber les déficits de Papelera de Tetuan qui devrait afficher un résultat net positif de 7,6 MDH à compter de l'exercice 2005.

V. PLAN DE RESTRUCTURATION

A la date d'établissement de la présente note d'information, Papelera de Tetuan est engagée dans un vaste plan de restructuration susceptible d'affecter sa situation financière et son activité dans les années à venir.

En effet et après un diagnostic approfondi du contexte dans lequel évolue Papelera de Tetuan et des contraintes auxquelles elle est confrontée (*accroissement de la concurrence, hémorragie des impayés, aggravation du coût de revient, chute des prix de vente, etc.*), de nouveaux axes développement ont été définis en vue du redressement de la société et la restauration de ses fondamentaux.

Comme il a été souligné plus haut, les démarches parachevées ou en cours de l'être s'articulent essentiellement autour des points suivants :

1. la concrétisation d'un plan social avec à la clé une réduction importante de la masse salariale évaluée à plus de 14.5 MDH qui induira une compression des coûts de production de l'ordre de 580 DH/Tonne de papier produite ;
2. l'aboutissement des négociations avec les partenaires bancaires et portant sur la restructuration de la dette long terme de Papelera de Tetuan et la mise en place de nouvelles lignes de crédits de fonctionnement. En effet, un accord a été récemment finalisé avec le consortium bancaire et couronné par la signature de deux contrats de consolidation :

-
- a. le premier, à hauteur de 40 MDH, concerne le crédit moyen terme couvert par des garanties de même montant portant sur le nantissement du matériel et une hypothèque sur le foncier de l'entreprise ; et
 - b. le second, à hauteur de 183 MDH, concerne les autres créances exigibles et sera couvert par une garantie hypothécaire non inscrite ; et
3. une augmentation de capital de 112 MDH qui devra être réalisée au courant du second semestre 2005.

Cet assainissement de la situation financière via un renforcement des fonds propres et un réaménagement de l'endettement permettra à l'entreprise de disposer d'une assise financière désormais plus solide, et de se doter des réserves suffisantes qui lui permettraient à l'avenir d'amortir les aléas liés à son activité.

Au final, la concrétisation du plan social et le rééchelonnement de la dette, permettront à la société de bénéficier d'une compression substantielle (1/3) de ses coûts de revient. A cet égard, les simulations complémentaires menées entre autres sur la production, les prix de vente, etc. pour vérifier la capacité de la société à produire à un prix lui permettant d'être concurrentielle sur le marché sont concluantes.



PARTIE VII : FACTEURS DE RISQUE

I. RISQUE RÉGLEMENTAIRE

Ce risque est matérialisé par l'éventualité d'un durcissement de l'environnement réglementaire dans le quel opère la société. Au Maroc, il n'existe pas pour l'heure de réglementation environnementale spécifique pour la branche du papier et carton portant notamment sur : la réalisation d'économies d'eau, la réduction des rejets dans l'eau, la réduction des émissions dans l'atmosphère, etc.

La plupart des usines traitent les eaux avant leur utilisation et certaines ont aussi investi dans la récupération des eaux utilisées. Néanmoins, l'investissement des entreprises en techniques et mesures qui réduisent l'impact environnemental est très faible.

La normalisation des procédés de production à l'image des contraintes environnementales appliquées en Europe pourrait acculer la société à engager des investissements importants pour se mettre au diapason de la législation.

A ce titre, ce faible respect des normes environnementales a aussi des conséquences en termes d'alliances potentielles avec des groupes étrangers désireux d'acheter ou de prendre une participation dans une entreprise marocaine. Les investissements élevés, pour mettre à niveau l'entreprise au niveau environnemental, sont dissuasifs pour nombre de groupes européens.

II. RISQUE LIÉ AUX IMPAYÉS

Papelera de Tetuan est confrontée à la problématique des impayés qui fragilisait son assise financière et accentuaient les tensions sur sa trésorerie dans un environnement concurrentiel en pleine mutation. Néanmoins, la société a totalement neutralisé son exposition à de tels risques grâce à une politique d'extrême prudence en matière de provisionnement des créances impayés.

III. RISQUE LIÉ À L'ÉVOLUTION DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

Ce risque recouvre les aléas liés à l'importation d'une partie des intrants constitués essentiellement de pâte à papier. L'existence de cycles conjoncturels de plus en plus rapprochés au niveau international occasionne l'alternance de pics et de creux au niveau des prix des importations de matières premières et de produits intermédiaires. Cette forte cyclicité est de nature à influencer sur la politique de stockage de la société et sur la gestion de ses flux de trésorerie.

IV. RISQUE LIÉ À LA DÉPENDANCE À L'ÉGARD D'UN GROUPE DE CLIENTS

Traditionnellement Papelera de Tetuan réalise une partie non négligeable de son chiffre d'affaires avec les grossistes, les semi-grossistes et les transformateurs (Aiglemer Paper par exemple) qui constituent son principal débouché pour le papier impression-écriture. Ces sociétés évoluent dans un environnement concurrentiel très discriminant caractérisé par l'importance du secteur informel et des pratiques courantes de ventes sans TVA. La qualité peu solvable de la clientèle, généralement sous capitalisée, aggrave davantage l'hémorragie des impayés pour Papelera de Tetuan. Les dépôts de bilan enregistrés à ce titre par cette clientèle ont fortement entamé l'équilibre de l'entreprise.

V. RISQUE LIÉ À LA DÉPENDANCE À L'ÉGARD D'UN GROUPE DE FOURNISSEURS

En termes de pâte à papier, Papelera de Tetuan comble la quasi-totalité de ses besoins auprès de Cellulose du Maroc. Cette dernière est de plus en plus exposée à la raréfaction de ses ressources au niveau local. Les différentes études menées soulignent l'urgence qui guette la reconstitution du patrimoine forestier national. Et pour cause, les besoins en bois de cellulose dépassent 140% du volume biologique récoltable moyen d'eucalyptus en 10 ans.

A ce titre, Cellulose du Maroc est amenée à recourir de plus en plus aux importations de ses intrants avec à la clé une plus forte exposition aux variations erratiques qui caractérisent les de la filière bois sur les marchés internationaux.

VI. RISQUE DE CHANGE

Outre l'exposition aux fluctuations des matières premières libellées en USD, la société ayant l'intention de relancer ses activités à l'export vers l'Europe, le Maghreb et l'Afrique subsaharienne se trouve de facto exposée à la volatilité des devises de facturation.

VII. RISQUE LIÉ À LA DEMANDE

Ce risque est inhérent au fait que la demande nationale demeure intimement corrélée au taux de scolarisation, au degré d'alphabétisation, à l'évolution du pouvoir d'achat des ménages et à la tertiarisation de l'économie qui constituent les leviers structurels de la demande de papier.

Par conséquent, la cyclicité conjoncturelle peut entraîner dans son sillage des variations dans la demande de papier impression-écriture.

Néanmoins les faibles ratios de consommation par habitant constatés au Maroc contiennent le risque d'un affaissement brutal de la demande adressée aux produits de Papelera de Tetuan.

VIII. RISQUE CONCURENTIEL

Le risque concurrentiel peut se matérialiser par l'apparition d'un concurrent étranger ainsi que par l'érosion des parts de marché par manque de compétitivité sur les prix ou en raison d'une qualité insuffisante.

A ce titre, l'implantation d'un nouvel opérateur national semble peu probable en raison de l'importance du ticket d'entrée. Papelera de Tetuan bénéficie d'une protection de fait constitué par son intégration au groupe Cellulose du Maroc, par la taille du marché marocain ainsi que par des prix de revient peu compétitifs durant les premières années d'exploitation qui sont plombés par les frais d'amortissement et les charges de mise en place.

Sur le plan qualitatif, Papelera de Tetuan commercialise des produits jugés conformes aux normes européennes de la profession.

Toutefois, et à l'instar de plusieurs pans de l'économie marocaine, la société est exposée à la concurrence extérieure en marge des différents accords de libre échange signés par le Maroc.

Le risque d'érosion de parts de marché n'est pas à écarter. A ce propos et depuis le 1^{er} janvier 2005, date d'entrée en vigueur de l'accord de libre-échange (ALE) avec les pays arabes (Tunisie, Egypte et Jordanie), le marché est inondé de produits finis, importés en franchise totale de droits de douane de Tunisie et d'Egypte notamment. Selon les premières estimations disponibles, les chiffres d'affaires des industriels locaux ont fondu de 30% en moyenne. Sont particulièrement touchés, le papier en tant que matière première, et en aval, les ramettes, les cahiers scolaires, les produits imprimés (papiers, cartons, étuis pharmaceutiques, les boîtes pour mouchoirs en papier, etc.).

IX. RISQUE LIÉ AU SECTEUR INFORMEL

A l'image de plusieurs pans du tissu industriel marocain, Papelera de Tetuan est exposée depuis des années à la concurrence déloyale livrée par les opérateurs informels. Ces pratiques encouragées par l'existence de barrières douanières à l'entrée devraient logiquement perdre tous leur sens avec le démantèlement tarifaire en cours. La différence se jouera désormais essentiellement au niveau de la qualité des produits proposés. Sur le plan qualitatif, les produits commercialisés par Papelera de Tetuan jouissent d'une image particulièrement positive. Par ailleurs la société s'adresse déjà au marché extérieur et est donc parfaitement au fait des exigences de l'environnement concurrentiel et des normes de qualités qu'il impose.

X. RISQUE LIÉ AU CONTRÔLE FISCAL

Les exercices 2001 à 2004 sont non prescrits et par conséquent sont potentiellement ouvert au contrôle fiscal.



PARTIE VIII : FAITS EXCEPTIONNELS



A la date d'établissement de la présente note d'information, Papelera de Tetuan ne connaît pas de faits exceptionnels, ni de litiges susceptibles d'affecter sa situation financière.



PARTIE IX : LITIGES ET AFFAIRES CONTENTIEUSES

A la date d'établissement de la présente note d'information, Papelera de Tetuan ne connaît pas de litige juridique de nature à affecter de manière significative sa situation. Le litige opposant Unipapel à l'administration fiscale (suite au contrôle fiscal de l'exercice 1999 et antérieurs) est arrivé devant la commission nationale de recours fiscal.

Ce litige n'a aucun impact significatif sur la situation de Papelera de Tetuan.



PARTIE X : DONNÉES COMPTABLES ET FINANCIÈRES

I. PRINCIPES ET MÉTHODES COMPTABLES UTILISÉS PAR PAPELERA DE TETUAN

1. 1-IMMOBILISATIONS

Les immobilisations en non valeur représentent les frais d'augmentation de capital et les charges à répartir sur plusieurs exercices.

Hormis les terrains, les immobilisations corporelles sont enregistrées à leur valeur d'acquisition. Les amortissements sont calculés selon le mode linéaire à des taux déterminés en fonction de la durée probable d'utilisation de chacune des immobilisations. Les amortissements sont calculés à partir de la date de mise en service.

Les immobilisations corporelles sont composées de :

- Terrains ;
- Constructions ;
- Installations techniques, matériel et outillage ;
- Matériels de transport ;
- Mobiliers, matériels de bureaux et aménagements divers.

En 2004, la société a dérogé au principe du coût historique afin de procéder la réévaluation des immobilisations corporelles et financières. Ces corrections ont pour finalité de fournir une image fidèle du patrimoine de la société.

L'influence de cette dérogation sur le patrimoine et la situation financière de Papelera de Tetuan s'est traduite par une augmentation de la valeur des terrains de 87,77 MDH et une amélioration de la situation nette pour le même montant

2. STOCKS

Les stocks comprennent les matières premières et fournitures consommables, les produits en cours et les produits finis.

Les stocks de matières premières, fournitures, pièces de rechange, matières consommables et emballages sont évalués au coût d'achat moyen pondéré, y compris les frais d'approche et de douane.

Les stocks de produits finis et produits semi-ouvrés sont évalués au coût de production.

II. ÉTATS DE SYNTHÈSE

BILAN ACTIF (EXERCICE CLOS LE 31/12/2004)

ACTIF	EXERCICE 2004			EXERCICE 2003 NET
	BRUT	AMORT & PROV.	NET	
Immobilisation en non-valeurs (A)	5 800 491,64	5 797 384,50	3 107,14	
Frais préliminaires			0,00	
Charges à répartir s/p exercices	5 800 491,64	5 797 384,50	3 107,14	
Primes de remboursement Obligations				
Immobilisations incorporelles (B)	35 950,00	1 198,33	34 751,67	0,00
Immobilisations en recherches & développement	0,00		0,00	
Brevets marques, droits et valeurs similaires	35 950,00	1 198,33	34 751,67	0,00
Fonds commercial			0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles			0,00	0,00
Immobilisations corporelles (C)	487 701 195,12	290 087 258,52	197 613 936,60	129 885 845,22
Terrains	92 000 999,63		92 000 999,63	4 227 845,63
Constructions	33 446 487,88	19 859 034,82	13 587 453,06	14 894 859,06
Installations techniques matériel et outillages	349 980 451,09	258 717 506,08	91 262 945,01	109 887 212,25
Matériel de transport	3 467 961,08	3 373 307,42	94 653,66	434 743,48
Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	8 136 535,44	7 468 650,20	667 885,24	441 184,80
Autres immobilisations corporelles			0,00	0,00
Immobilisations corporelles en cours	668 760,00	668 760,00	0,00	0,00
Immobilisations financières (D)	8 816 682,70	8 670 000,00	146 682,70	0,00
Prêts immobilisés	131 951,70		131 951,70	146 682,70
Autres créances financières	14 731,00		14 731,00	131 951,70
Titres de participation	8 670 000,00	8 670 000,00	0,00	14 731,00
Autres titres immobilisés	0,00		0,00	0,00
Écart de conversion actif (E)	0,00		0,00	0,00
Diminution des créances immobilisées				
Augmentation des dettes financières.				
TOTAL I (A+B+C+D+E)	502 354 319,46	304 555 841,35	197 798 478,11	130 032 527,92
Stocks (F)	58 940 614,15	8 843 430,64	50 097 183,51	69 947 366,84
Marchandises	0,00		0,00	0,00
Matières & fournitures consommables	21 379 188,34		21 379 188,34	29 647 816,51
Produits en cours	7 473 275,32		7 473 275,32	3 561 033,42
Produits intermédiaires & produits résiduels.		0,00	0,00	0,00
Produits finis	30 088 150,49	8 843 430,64	21 244 719,85	36 738 516,91
Créances de l'actif circulant (G)	156 937 938,01	117 466 328,73	39 471 609,28	90 434 876,94
Fournisseurs débiteurs avances & acomptes	15 412,20		15 412,20	30 350,00
Clients & comptes rattachés	138 263 236,08	115 072 155,81	23 191 080,27	72 301 507,67
Personnel	304 354,42	72 991,45	231 362,97	402 269,77
État	15 711 253,86		15 711 253,86	15 093 091,45
Comptes d'associés	1 251,70		1 251,70	1 251,70
Autres débiteurs	2 530 290,52	2 321 181,47	209 109,05	2 494 267,12
Comptes de régularisation actif	112 139,23		112 139,23	112 139,23
Titres & valeurs de placement (H)	11 624 227,04		11 624 227,04	
Écart de conversion actif (I)	0,00			0,00
TOTAL II (F+G+H+I)	227 502 779,20	126 309 759,37	101 193 019,83	160 382 243,78
Trésorerie Actif	5 957 608,43	0,00	5 957 608,43	967 523,50
Cheques & valeurs à encaisser	0,00		0,00	0,00
Banques TG & CCP	5 952 528,10	0,00	5 952 528,10	963 735,24
Caisses régies d'avances & accreditifs	5 080,33		5 080,33	3 788,26
TOTAL GENERAL (I+II+III)	735 814 707,09	430 865 600,72	304 949 106,37	291 382 295,20

BILAN PASSIF (EXERCICE CLOS LE 31/12/2004)

PASSIF	EXERCICE 2004	EXERCICE 2003
CAPITAUX PROPRES (A)	(67 445 487,69)	(19 045 952,63)
Capital social ou personnel (1)	91 875 000,00	91 875 000,00
Moins : actionnaires, capital souscrit non appelé		
Capital appelé		
Dont versé		
Primes d'émission, fusion, d'apport	47 775 000,00	47 775 000,00
Ecart de réévaluation	87 773 154,00	
Réserves légales	4 572 204,49	4 572 204,49
Réserves d'investissement	31 800 186,90	31 800 186,90
Autres réserves	10 781 008,07	10 781 008,07
Report à nouveau (2)	(205 849 352,09)	(124 309 148,73)
Résultat en instance d'affectation (2)	0,00	
Résultat de l'exercice (2)	(136 172 689,06)	(81 540 203,36)
CAPITAUX PROPRES ASSIMILES (B)	0,00	0,00
Subventions d'investissement		
Provisions réglementées		
DETTES DE FINANCEMENT (C)	121 916 668,00	71 450 000,00
Emprunts obligataires		
Autres dettes de financement	121 916 668,00	71 450 000,00
PROV.DURABLES P/RISQUES & CHARGES (D)	0,00	0,00
Provisions pour risques		
Provisions pour charges		
ECART DE CONVERSION PASSIF (E)	0,00	0,00
Augmentation des créances immobilisées		
Diminution des dettes de financement		
TOTAL I (A+B+C+D+E)	54 471 180,31	52 404 047,37
DETTES DU PASSIF CIRCULANT (F)	115 154 910,32	105 539 210,58
Fournisseurs & comptes rattachés	71 177 108,91	73 099 576,44
Clients crédit, avances & acomptes	1 435 914,59	1 250 838,32
Personnel	1 011 843,34	1 801 877,55
Organismes sociaux	1 664 362,52	2 108 360,13
Etat	28 324 708,10	25 096 662,42
Comptes transitoires ou d'attentes	253 959,00	253 959,00
Autres créanciers	666 232,74	704 267,77
Comptes de régularisation passif	10 620 781,12	1 223 668,95
AUTRES PROV. POUR RISQUE. & CHARGES (G)	349 203,03	334 591,04
ECART DE CONVERSION PASSIF CIRC. (H)	0,00	0,00
TOTAL II (F+G+H)	115 504 113,35	105 873 801,62
TRESORERIE PASSIF	134 973 812,71	133 104 446,21
Crédit d'escompte	279 584,70	1 599 030,88
Crédit de trésorerie	84 000 000,00	84 000 000,00
Banques (soldes créditeurs)	50 694 228,01	47 505 415,33
TOTAL GENERAL (I+II+III)	304 949 106,37	291 382 295,20

(1) Capital personnel débiteur

(2) Bénéficiaire (+), déficitaire (-)

COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES (HORS TAXES) EXERCICE CLOS AU 31/12/2004

	OPERATIONS		TOTAUX DE L'EXERCICE 2004	TOTAUX DE L'EXERCICE 2003
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents.		
	1	2		
1 PRODUITS D'EXPLOITATION (I)	24 250 157,86	0,00	24 250 157,86	69 432 103,06
Ventes de marchandises en l'état			0,00	4 816 179,65
Vente de Biens et Marchandises Produits				
Chiffres d'affaires	26 696 615,71	0,00	26 696 615,71	70 983 483,97
Variation de stocks de produits (1)	(2 738 124,52)		(2 738 124,52)	(7 202 928,43)
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0,00		0,00	0,00
Autres produits d'exploitation			0,00	279 681,05
Reprises d'exploitation & transfert de charges	291 666,67		291 666,67	555 686,82
2 CHARGES D'EXPLOITATION (II)	141 490 916,52	(250 380,44)	141 240 536,08	117 975 450,05
Achats revendus de marchandises			0,00	5 343 147,23
Achats consommés (2) de matières et de fournitures	15 417 176,24	426 951,18	15 844 127,42	39 289 294,75
Autres charges externes	6 689 245,48	(160 170,81)	6 529 074,67	6 484 076,82
Impôts et taxes	2 519 671,37	3 057,00	2 522 728,37	2 476 248,38
Charges de personnel	35 636 834,50	(520 217,81)	35 116 616,69	22 620 715,28
Autres charges d'exploitation	1 667,80		1 667,80	1 723 351,78
Dotations d'exploitation	81 226 321,13	0,00	81 226 321,13	40 038 615,81
3 RESULTAT D'EXPLOITATION (I- II)	(117 240 758,66)	250 380,44	(116 990 378,22)	(48 543 346,99)
4 PRODUITS FINANCIERS (IV)	68 832,19	0,00	68 832,19	561 673,14
Produits de titres de participation et autres titres immobilisés			0,00	0,00
Gains de changes		0,00	0,00	257 365,68
Intérêts et autres produits financiers	68 832,19		68 832,19	304 307,46
Reprises financières et transfert de charges			0,00	0,00
5 CHARGES FINANCIERES (V)	17 646 042,62	(204 838,19)	17 441 204,43	28 325 283,05
Charges d'intérêts	17 641 942,44	(204 838,19)	17 437 104,25	19 626 206,68
Pertes de change	4 100,18		4 100,18	29 076,37
Autres charges financières		0,00	0,00	0,00
Dotations financières			0,00	8 670 000,00
6 RESULTAT FINANCIER (IV-V)	(17 577 210,43)	204 838,19	(17 372 372,24)	(27 763 609,91)
7 RESULTAT COURANT (III+VI)	(134 817 969,09)	455 218,63	(134 362 750,46)	(76 306 956,90)

(1) Variation de stocks : stock final – stock initial ; augmentation (+) ; diminution (-)

(2) Achats revendus ou consommés : achats – variation de stocks

**COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES (HORS TAXES) EXERCICE CLOS AU 31/12/2004,
SUITE**

	OPERATIONS		TOTAUX DE L'EXERCICE 2004	TOTAUX DE L'EXERCICE 2003
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
	1	2	3=1+2	4
RESULTAT COURANT (REPORT)	(134 817 969,09)	455 218,63	(134 362 750,46)	(76 306 956,90)
8 PRODUITS NON COURANTS (VIII)	0,00	0,00	0,00	1 343 349,87
Produits de cession des immobilisations	0,00	0,00	0,00	126 864,37
Reprises sur subventions d'investissement	0,00	0,00	0,00	
Autres produits non courants	0,00	0,00	0,00	714 588,50
Reprises non courantes et transfert de charges.	0,00	0,00	0,00	501 897,00
9 CHARGES NON COURANTES (IX)	1 676 110,60	0,00	1 676 110,60	6 193 847,33
Valeurs nettes d'amortissement des immobilisations cédées	0,00	0,00	0,00	104 864,37
Subventions accordées				
Autres charges non courantes	1 644 994,61		1 644 994,61	5 754 391,92
Dotations non courantes aux amortissements et aux provisions	31 115,99		31 115,99	334 591,04
10 RESULTAT NON COURANT (VIII-IX)			(1 676 110,60)	(4 850 497,46)
RESULTAT AVANT IMPOT (VII+X)			(136 038 861,06)	(81 157 454,36)
IMPOTS SUR LES BENEFICES			133 828,00	382 749,00
RESULTAT NET (XI - XII)			(136 172 689,06)	(81 540 203,36)
TOTAL DES PRODUITS (I+IV+VIII)			24 318 990,05	71 337 126,07
TOTAL DES CHARGES (II+V+IX+XII)			160 491 679,11	152 877 329,43
RESULTAT NET			(136 172 689,06)	(81 540 203,36)

TABLEAU DE FINANCEMENT DE L'EXERCICE 2004

SYNTHESE DES MASSES DU BILAN	EXERCICE	EXERCICE	VARIATION a - b	
	2004	2003	EMPLOIS	RESSOURCES
	-a-	-b-	-c-	-d-
1 = FINANCEMENT PERMANENT (1)	54 471 180,31	52 404 047,37	0,00	2 067 132,94
2 = MOINS ACTIF IMMOBILISE	197 798 478,11	130 032 527,92	67 765 950,19	
3 = FONDS DE ROULEMENT FONCT. (1-2) (A)	(143 327 297,80)	(77 628 480,55)	65 698 817,25	
4 = ACTIF CIRCULANT	101 193 019,83	160 382 243,78		59 189 223,95
5 = MOINS PASSIF CIRCULANT (2)	115 504 113,35	105 873 801,62		9 630 311,73
6 = BESOIN DE FINANCEM, GLOBAL (4-5) (B)	(14 311 093,52)	54 508 442,16		68 819 535,68
7 = TRESORERIE NETTE (ACTIF -PASSIF) =A-B	(129 016 204,28)	(132 136 922,71)	3 120 718,43	

EMPLOIS ET RESSOURCES	EXERCICE 2004		EXERCICE 2003	
	EMPLOIS	RESSOURCES	EMPLOIS	RESSOURCES
I- RESSOURCES STABLES DE L'EX.		(62 364 088,00)		(50 654 182,36)
. AUTOFINANCEMENT (A)		(115 764 088,00)		(50 654 182,36)
. Capacité d'autofinancement		(115 764 088,00)		(50 654 182,36)
- Distribution de bénéfice				
.CESSIONS ET REDUCTION D'IMMOB.(B)				126 864,37
.Cessions d'immobilisations incorporelles				
.Cessions d'immobilisations corporelles				126 864,37
.Cessions d'immobilisations financières				
.Récupération sur créances immobilisées				
.AUGMENT, CAP PROP, & CAP ASS. (C)				
.Augmentation de capital apport				
.Capitaux propres assimilés				
.AUGMENT, DETTES DE FINANCEMENT (D) (Nettes de primes de remboursement)		53 400 000,00		
TOTAL RESS.STABLES (A+B+C+D)		(62 364 088,00)		(50 527 317,99)
II- EMPLOIS STABLES DE L'EXERCICE	3 334 729,25		9 811 996,15	
.ACQUIS.ET AUGMENT.D'IMMOB. (E)	397 513,33		1 310 506,15	
. Acquisition d'immobilisations incorporelles.	35 950,00			
. Acquisition d'immobilisations corporelles.	361 563,33		110 506,15	
. Acquisition d'immobilisations financières				
. Augmentation des créances immobilisées				
. REMBOUR.DES CAPITAUX PROPRES (F)				
.REMBOUR. DES DETTES FINANCEM. (G)	2 933 332,00		1 200 000,00	
EMPLOIS EN NON VALEURS (H)	3 883,92			
. TOTAL II- EMPLOIS STABLES(E+F+G+H)	3 334 729,25		1 310 506,15	
III- VARIATION DU BESOIN DE FINAN GLOBAL (B F G)		68 819 535,68		75 951 525,60
IV- VARIATION DE LA TRESORERIE	3 120 718,43		24 113 701,46	
TOTAL GENERAL	6 455 447,68	6 455 447,68	25 424 207,61	25 424 207,61

ETAT DES SOLDES DE GESTION (ESG) EXERCICE DU 01/01/04 AU 31/12/04

			EXERCICE 2004	EXERCICE 2003
	1	.Ventes de marchandises (en l'état)	0,00	4 816 179,65
	2	- .Achats revendus de marchandises	0,00	5 343 147,23
I	=	MARGE BRUTE / VENTE EN L'ETAT	0,00	(526 967,58)
II	+	PRODUCTION DE L'EXERCICE (3+4+5)	23 958 491,19	63 780 555,54
	3	.Ventes de biens et services produits	26 696 615,71	70 983 483,97
	4	.Variation stocks de produits	(2 738 124,52)	(7 202 928,43)
	5	.Immobilisations produites /elle-même	0,00	0,00
III	-	CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE (6+7)	22 373 202,09	45 773 371,57
	6	.Achats de matières et fournitures	15 844 127,42	39 289 294,75
	7	.Autres charges externes	6 529 074,67	6 484 076,82
IV	=	VALEUR AJOUTEE (I+II-III)	1 585 289,10	17 480 216,39
	8	+ .Subventions d'exploitation	0,00	0,00
	9	- .Impôts et taxes	2 522 728,37	2 476 248,38
	10	- .Charges du personnel	35 116 616,69	22 620 715,28
V	=	EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)		
		= INSUFFISANCES BRUTES D'EXPLOIT.(IBE)	(36 054 055,96)	(7 616 747,27)
	11	+ .Autres produits d'exploitation	0,00	279 681,05
	12	- .Autres charges d'exploitation	1 667,80	1 723 351,78
	13	+ .Reprises d'exploitation et transfert de charges	291 666,67	0,00
	14	- .Dotations d'exploitation	81 226 321,13	40 038 615,81
VI	=	RESULTAT D'EXPLOITATION	(116 990 378,22)	(48 543 346,99)
VII	+	RESULTAT FINANCIER	(17 372 372,24)	(27 763 609,91)
VIII	=	RESULTAT COURANT	(134 362 750,46)	(76 306 956,90)
IX	+	RESULTAT NON COURANT	(1 676 110,60)	(4 850 497,46)
	15	- .Impôts sur les sociétés	133 828,00	382 749,00
X	=	RESULTAT DE L'EXERCICE	(136 172 689,06)	(81 540 203,36)

CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF) – AUTOFINANCEMENT

	1	.Résultat de l'exercice		
		.Bénéfice +		
		.Perte -	(136 172 689,06)	(81 540 203,36)
	2	+ .Dotations d'exploitation (1)	20 408 601,06	22 238 021,00
	3	+ .Dotations financières (1)	0,00	8 670 000,00
	4	+ .Dotations non courantes (1)	0,00	0,00
	5	- .Reprises d'exploitation (2) (3)		
	6	- .Reprises financières (2)	0,00	0,00
	7	- .Reprises non courantes (2) (3)	0,00	0,00
	8	- .Produits des cessions d'immobilisations	0,00	126 864,37
	9	+ .VNA des immobilisations cédées	0,00	104 864,37
I	=	CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF)	(115 764 088,00)	(50 654 182,36)
	10	- .Distribution de bénéfice		
II		AUTOFINANCEMENT	(115 764 088,00)	(50 654 182,36)

(1) A l'exclusion des dotations relatives aux actifs et passifs circulants

(2) A l'exclusion des reprises relatives aux actifs et passifs circulants

(3) Y compris reprises sur subventions d'investissement

**BILAN ACTIF (EXERCICE CLOS LE 31/12/2003)**

ACTIF	EXERCICE 2003			EXERCICE 2002
	BRUT	AMORT & PROV.	NET	NET
Immobilisation en non-valeurs (A)	5 796 607,72	5 796 607,72	0,00	1 074 889,98
Frais préliminaires			0,00	0,00
Charges à répartir s/p exercices	5 796 607,72	5 796 607,72	0,00	1 074 889,98
Primes de remboursement Obligations			0,00	0,00
Immobilisations incorporelles (B)	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en recherches & développement			0,00	0,00
Brevets marques, droits et valeurs similaires			0,00	0,00
Fonds commercial			0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles			0,00	0,00
Immobilisations corporelles (C)	399 566 477,79	269 680 632,57	129 885 845,22	151 043 334,46
Terrains	4 227 845,63		4 227 845,63	4 227 845,63
Constructions	33 446 487,88	18 551 628,82	14 894 859,06	16 211 268,00
Installations techniques matériel et outillages	349 980 451,09	240 093 238,84	109 887 212,25	128 778 270,43
Matériel de transport	3 467 961,08	3 033 217,60	434 743,48	879 697,67
Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	7 774 972,11	7 333 787,31	441 184,80	946 252,73
Autres immobilisations corporelles	668 760,00	668 760,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles en cours			0,00	0,00
Immobilisations financières (D)	8 816 682,70	8 670 000,00	146 682,70	8 816 682,70
Prêts immobilisés	131 951,70		131 951,70	131 951,70
Autres créances financières	14 731,00		14 731,00	14 731,00
Titres de participation	8 670 000,00	8 670 000,00	0,00	8 670 000,00
Autres titres immobilisés			0,00	0,00
Ecart de conversion actif (E)	0,00	0,00	0,00	0,00
Diminution des créances immobilisées			0,00	0,00
Augmentation des dettes financières.			0,00	0,00
TOTAL I (A+B+C+D+E)	414 179 768,21	284 147 240,29	130 032 527,92	160 934 907,14
Stocks (F)	69 947 366,84	0,00	69 947 366,84	81 368 808,45
Marchandises			0,00	2 383 137,80
Matières & fournitures consommables	29 647 816,51		29 647 816,51	31 483 191,89
Produits en cours	3 561 033,42		3 561 033,42	4 121 494,56
Produits intermédiaires & produits résiduels.			0,00	0,00
Produits finis	36 738 516,91		36 738 516,91	43 380 984,20
Créances de l'actif circulant (G)	156 218 582,91	65 783 705,97	90 434 876,94	145 514 317,10
Fournisseurs débiteurs avances & acomptes	30 350,00		30 350,00	0,00
Clients & comptes rattachés	138 085 213,64	65 783 705,97	72 301 507,67	124 201 299,20
Personnel	402 269,77		402 269,77	524 010,79
Etat débiteur	15 093 091,45		15 093 091,45	17 955 386,06
Comptes d'associés	1 251,70		1 251,70	1 251,70
Autres débiteurs	2 494 267,12		2 494 267,12	2 520 230,12
Comptes de régularisation actif	112 139,23		112 139,23	312 139,23
Titres & valeurs de placement (H)			0,00	0,00
Ecart de conversion actif (I)			0,00	10 078,12
TOTAL II (F+G+H+I)	226 165 949,75	65 783 705,97	160 382 243,78	226 893 204
Trésorerie actif	967 523,50	0,00	967 523,50	74 655,04
Cheques & valeurs à encaisser			0,00	0,00
Banques TG & CCP	963 735,24		963 735,24	59 738,64
Caisses régies d'avances & accreditifs	3 788,26		3 788,26	14 916,40
TOTAL GENERAL (I+II+III)	641 313 241,46	349 930 946,26	291 382 295,20	387 902 765,85

BILAN PASSIF (EXERCICE CLOS LE 31/12/2003)

PASSIF	EXERCICE 2003	EXERCICE 2002
CAPITAUX PROPRES (A)		
Capital social ou personnel (1)	91 875 000,00	91 875 000,00
Moins : actionnaires, capital souscrit non appelé		
Capital appelé		
Dont versé		
Primes d'émission, fusion, d'apport	47 775 000,00	47 775 000,00
Ecart de réévaluation		
Réserves légales	4 572 204,49	4 572 204,49
Réserves d'investissement	31 800 186,90	31 800 186,90
Autres réserves	10 781 008,07	10 781 008,07
Report à nouveau (2)	-124 309 148,73	-79 079 388,54
Résultat en instance d'affectation (2)	0,00	0,00
Résultat de l'exercice (2)	-81 540 203,36	-45 229 760,19
CAPITAUX PROPRES ASSIMILES (B)		
Subventions d'investissement	0	0
Provisions réglementées	0	0
DETTES DE FINANCEMENT (C)		
Emprunts obligataires		
Autres dettes de financement	71 450 000,00	72 650 000,00
PROV.DURABLES P/RISQUES & CHARGES (D)		
Provisions pour risques		
Provisions pour charges		
ECART DE CONVERSION PASSIF (E)		
Augmentation des créances immobilisées		
Diminution des dettes de financement		
TOTAL I (A+B+C+D+E)		
DETTES DU PASSIF CIRCULANT (F)		
Fournisseurs & comptes rattachés	73 099 576,44	66 810 792,97
Clients crédit, avances & acomptes	1 250 838,32	20 000,00
Personnel	1 801 877,55	2 069 961,43
Organismes sociaux	2 108 360,13	1 578 025,16
Etat	25 096 662,42	24 656 639,56
Comptes transitoires ou d'attentes	253 959,00	133 959,00
Autres créanciers	704 267,77	693 733,63
Comptes de régularisation passif	1 223 668,95	331 668,95
AUTRES PROVISIONS POUR RISQUE & CHARGES (G)		
ECART DE CONVERSION PASSIF CIRC. (H)		
TOTAL II (F+G+H)		
TRESORERIE PASSIF		
Crédit d'escompte	1 599 030,88	16 325 772,58
Crédit de trésorerie	84 000 000,00	84 000 000,00
Banques (soldes créditeurs)	47 505 415,33	55 999 506,63
TOTAL GENERAL (I+II+III)		

(1) Capital personnel débiteur

(2) Bénéficiaire (+), déficitaire (-)

COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES (HORS TAXES) EXERCICE CLOS AU 31/12/2003

	OPERATIONS		TOTAUX DE L'EXERCICE 2003	TOTAUX DE L'EXERCICE 2002
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
	1	2		
1 PRODUITS D'EXPLOITATION (I)	69 432 103,06	0,00	69 432 103,06	166 370 175,71
Ventes de marchandises en l'état	4 816 179,65		4 816 179,65	2 617 038,80
Vente de Biens et Marchandises Produits	70 983 483,97		70 983 483,97	175 125 181,26
Variation de stocks de produits (1)	-7 202 928,43		-7 202 928,43	-11 404 354,35
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même			0,00	0,00
Autres produits d'exploitation	279 681,05		279 681,05	32 310,00
Reprises d'exploitation & transfert de charges	555 686,82		555 686,82	0,00
2 CHARGES D'EXPLOITATION (II)	118 938 926,61	-963 476,56	117 975 450,05	188 602 148,04
Achats revendus de marchandises	5 343 147,23		5 343 147,23	2 512 934,80
Achats consommés (2) de matières et de fournitures	40 180 620,15	-891 325,40	39 289 294,75	112 710 889,50
Autres charges externes	6 475 415,86	8 660,96	6 484 076,82	12 643 984,34
Impôts et taxes	2 476 068,38	180,00	2 476 248,38	5 505 089,09
Charges de personnel	22 701 707,40	-80 992,12	22 620 715,28	30 159 380,01
Autres charges d'exploitation	1 723 351,78		1 723 351,78	120 000,00
Dotations d'exploitation	40 038 615,81		40 038 615,81	24 949 870,30
3 RESULTAT D'EXPLOITATION (I-II)	-49 506 823,55	963 476,56	-48 543 346,99	-22 231 972,33
4 PRODUITS FINANCIERS (IV)	331 381,03	230 292,11	561 673,14	963 713,67
Produits de titres de participation et autres titres immobilisés	0,00		0,00	0,00
Gains de changes	27 073,57	230 292,11	257 365,68	963 713,67
Intérêts et autres produits financiers	304 307,46		304 307,46	0,00
Reprises financières et transfert de charges	0,00		0,00	0,00
5 CHARGES FINANCIERES (V)	28 310 073,47	15 209,58	28 325 283,05	28 310 073,47
Charges d'intérêts	19 626 206,68		19 626 206,68	19 626 206,68
Pertes de change	13 866,79	15 209,58	29 076,37	13 866,79
Autres charges financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Dotations financières	8 670 000,00		8 670 000,00	8 670 000,00
6 RESULTAT FINANCIER (IV-V)	-27 978 692,44	215 082,53	-27 763 609,91	-22 284 342,40
7 RESULTAT COURANT (III+VI)	-77 485 515,99	1 178 559,09	-76 306 956,90	-44 516 314,73

(1) Variation de stocks : stock final – stock initial ; augmentation (+) ; diminution (-)

(2) Achats revendus ou consommés : achats – variation de stocks

**COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES (HORS TAXES) EXERCICE CLOS AU 31/12/2003
SUITE**

	OPERATIONS		TOTAUX DE L'EXERCICE 2003	TOTAUX DE L'EXERCICE 2002
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
	1	2	3=1+2	4
RESULTAT COURANT (REPORT)	-77 485 515,99	1 178 559,09	-76 306 956,90	-44 516 314,73
8 PRODUITS NON COURANTS (VIII)	733 676,77	609 673,10	1 343 349,87	1 541 291,45
Produits de cession des immobilisations	126 864,37		126 864,37	820 800,00
Reprises sur subventions d'investissement			0,00	0,00
Autres produits non courants	104 915,40	609 673,10	714 588,50	720 491,45
Reprises non courantes et transfert de charges.	501 897,00		501 897,00	0,00
9 CHARGES NON COURANTES (IX)	6 103 865,05	89 982,28	6 193 847,33	1 411 631,87
Valeurs nettes d'amortissement des immobilisations cédées	104 864,37		104 864,37	0,00
Subventions accordées	5 664 409,64	89 982,28	5 754 391,92	0,00
Autres charges non courantes	334 591,04		334 591,04	909 734,87
Dotations non courantes aux amortissements et aux provisions	6 103 865,05	89 982,28	6 193 847,33	501 897,00
10 RESULTAT NON COURANT (VIII-IX)	-5 370 188,28	519 690,82	-4 850 497,46	129 659,58
RESULTAT AVANT IMPOT (VII+X)			-81 157 454,36	-44 386 655,15
IMPOTS SUR LES BENEFICES			382 749,00	843 105,04
RESULTAT NET (XI - XII)			-81 540 203,36	-45 229 760,19
TOTAL DES PRODUITS (I+IV+VIII)			71 337 126,07	168 875 180,83
TOTAL DES CHARGES (II+V+IX+XII)			152 877 329,43	214 104 941,02
RESULTAT NET			-81 540 203,36	-45 229 760,19

TABLEAU DE FINANCEMENT DE L'EXERCICE 2003

SYNTHESE DES MASSES DU BILAN	EXERCICE		VARIATION a-b	
	2003	2002	EMPLOIS	RESSOURCES
	-a-	-b-	-c-	-d-
1 =FINANCEMENT PERMANENT (1)	52 404 047,37	135 144 520,73	82 740 203,36	
2 = MOINS ACTIF IMMOBILISE	130 032 527,92	160 934 907,14		30 902 379,22
3 = FONDS DE ROULEMENT FONCT. (1-2) (A)	(77 628 480,55)	(25 790 656,14)	51 837 824,14	0.00
4 = ACTIF CIRCULANT	160 382 243,78	226 893 203,67	0.00	66 510 959,89
5 = MOINS PASSIF CIRCULANT (2)	105 873 801,62	96 443 235,91	0.00	9 440 565,71
6 = BESOIN DE FINANCEM, GLOBAL (4-5) (B)	54 508 442,16	130 459 967,76	0.00	75 951 525,60
7 = TRESORERIE NETTE (ACTIF -PASSIF) =A-B	(132 136 922,71)	(156 250 624,17)	24 113 701,46	

II- EMPLOIS ET RESSOURCES	EXERCICE 2003		EXERCICE 2002	
	EMPLOIS	RESSOURCES	EMPLOIS	RESSOURCES
I- RESSOURCES STABLES DE L'EX.		(50 654 182,36)		(20 279 889,89)
. AUTOFINANCEMENT (A)		(50 654 182,36)		(21 100 689,89)
. Capacité d'autofinancement		(50 654 182,36)		(21 100 689,89)
- Distribution de bénéfice				
.CESSIONS ET REDUCTION D'IMMOB.(B)		126 864,37		820 800.00
.Cessions d'immobilisations incorporelles				
.Cessions d'immobilisations corporelles		126 864,37		820 800.00
.Cessions d'immobilisations financières				
.Récupération sur créances immobilisées				
.AUGMENT, CAP PROP, & CAP ASS. (C)				
.Augmentation de capital apport				
.Capitaux propres assimilés				
.AUGMENT, DETTES DE FINANCEMENT (D) (Nettes de primes de remboursement)				
TOTAL RESS.STABLES (A+B+C+D)		(50 527 317,99)		(20 279 889,89)
II- EMPLOIS STABLES DE L'EXERCICE	9 811 996,15			
.ACQUIS.ET AUGMENT.D'IMMOB. (E)	1 310 506,15			
. Acquisition d'immobilisations incorporelles.				
. Acquisition d'immobilisations corporelles.	110 506,15		3 330 693,31	
. Acquisition d'immobilisations financières				
. Augmentation des créances immobilisées				
. REMBOUR.DES CAPITAUX PROPRES (F)				
.REMBOUR. DES DETTES FINANCEM. (G)	1 200 000,00		6 481 302,84	
EMPLOIS EN NON VALEURS (H)				
. TOTAL II- EMPLOIS STABLES(E+F+G+H)	1 310 506,15		9 811 996,15	
.III- VARIATION DU BESOIN DE FINAN GLOBAL (B F G)		75 951 525,60		83 879 084,25
.IV- VARIATION DE LA TRESORERIE	24 113 701,46		53 787 198,21	
TOTAL GENERAL	25 424 207,61	25 424 207,61	63 599 194,36	63 599 194,36

ETAT DES SOLDES DE GESTION (ESG) EXERCICE DU 01/01/03 AU 31/12/03

			EXERCICE 2003	EXERCICE 2002
	1	Ventes de marchandises (en l'état)	4 816 179,65	2 617 038,80
	2	- Achats revendus de marchandises	5 343 147,23	2 512 934,80
I	=	MARGE BRUTE / VENTE EN L'ETAT	(526 967,58)	104 104,00
II	+	PRODUCTION DE L'EXERCICE (3+4+5)	63 780 555,54	163 720 826,91
	3	Ventes de biens et services produits	70 983 483,97	175 125 181,26
	4	Variation stocks de produits	(7 202 928,43)	-11 404 354,35
	5	Immobilisations produites /elle-même	0,00	0,00
III	-	CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE (6+7)	45 773 371,57	125 354 873,84
	6	Achats de matières et fournitures	39 289 294,75	112 710 889,50
	7	Autres charges externes	6 484 076,82	12 643 984,34
IV	=	VALEUR AJOUTEE (I+II-III)	17 480 216,39	38 470 057,07
	8	+ Subventions d'exploitation	0,00	5 505 089,09
	9	- Impôts et taxes	2 476 248,38	30 159 380,01
	10	- Charges du personnel	22 620 715,28	38 470 057,07
V	=	EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	(7 616 747,27)	2 805 587,97
		= INSUFFISANCES BRUTES D'EXPLOIT,(IBE)		
	11	+ Autres produits d'exploitation	279 681,05	32 310,00
	12	- Autres charges d'exploitation	1 723 351,78	120 000,00
	13	+ Reprises d'exploit.et transfert de charges	0,00	0,00
	14	- Dotations d'exploitation	40 038 615,81	24 949 870,30
VI	=	RESULTAT D'EXPLOITATION	(48 543 346,99)	(22 231 972,33)
VII	+	RESULTAT FINANCIER	(27 763 609,91)	(22 284 342,40)
VIII	=	RESULTAT COURANT	(76 306 956,90)	(44 516 314,73)
IX	+	RESULTAT NON COURANT	(4 850 497,46)	129 659,58
	15	- Impôts sur les sociétés	382 749,00	843 105,04
X	=	RESULTAT DE L'EXERCICE	(81 540 203,36)	(45 229 760,19)

CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF) – AUTOFINANCEMENT

	1	Résultat de l'exercice	(81 540 203,36)	(45 229 760,19)
		.Bénéfice +		
		.Perte -	(81 540 203,36)	(45 229 760,19)
	2	+ .Dotations d'exploitation (1)	22 238 021,00	24 949 870,30
	3	+ .Dotations financières (1)	8 670 000,00	0,00
	4	+ .Dotations non courantes (1)	0,00	0,00
	5	- .Reprises d'exploitation (2) (3)	0,00	0,00
	6	- .Reprises financières (2)	0,00	0,00
	7	- .Reprises non courantes (2) (3)	0,00	0,00
	8	- .Produits des cessions d'immobilisations	126 864,37	820 800,00
	9	+ .VNA des immobilisations cédées	104 864,37	0,00
I	=	CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF)	(50 654 182,36)	(21 100 689,89)
	10	- .Distribution de bénéfice	0,00	0,00
II		AUTOFINANCEMENT	(50 654 182,36)	(21 100 689,89)

(1) A l'exclusion des dotations relatives aux actifs et passifs circulants

(2) A l'exclusion des reprises relatives aux actifs et passifs circulants

(3) Y compris reprises sur subventions d'investissement

BILAN ACTIF (EXERCICE CLOS LE 31/12/2002)

ACTIF	EXERCICE 2002			EXERCICE 2001
	BRUT	AMORT & PROV.	NET	NET
Immobilisation en non-valeurs (A)	9 377 772,32	8 302 882,34	1 074 889,98	2 924 764,30
Frais préliminaires	2 754 406,00	2 754 406,00	0,00	536 061,20
Charges à repartir s/p exercices	6 623 366,32	5 548 476,34	1 074 889,98	2 388 703,10
Primes de remboursement Obligations				0,00
Immobilisations incorporelles (B)	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en recherches & développement				0,00
Brevets marques, droits et valeurs similaires				0,00
Fonds commercial				0,00
Autres immobilisations incorporelles				0,00
Immobilisations corporelles (C)	399 852 592,31	248 809 257,85	151 043 334,46	170 812 637,14
Terrains	4 227 845,63		4 227 845,63	4 227 845,63
Constructions	33 372 249,15	17 160 981,15	16 211 268,00	15 079 769,05
Installations techniques matériel et outillages	349 956 994,14	221 178 723,71	128 778 270,43	143 728 505,61
Matériel de transport	3 864 581,75	2 984 884,08	879 697,67	1 242 177,42
Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	7 762 161,64	6 815 908,91	946 252,73	1 539 519,62
Autres immobilisations corporelles	668 760,00	668 760,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles en cours			0,00	4 994 819,81
Immobilisations financières (D)	8 816 682,70	0,00	8 816 682,70	8 816 682,70
Prêts immobilisés	131 951,70		131 951,70	131 951,70
Autres créances financières	14 731,00		14 731,00	14 731,00
Titres de participation	8 670 000,00		8 670 000,00	8 670 000,00
Autres titres immobilisés	0,00		0,00	0,00
Ecart de conversion actif (E)	0,00	0,00	0,00	0,00
Diminution des créances immobilisées			0,00	0,00
Augmentation des dettes financières.			0,00	0,00
TOTAL I (A+B+C+D+E)	418 047 047,33	257 112 140,19	160 934 907,14	182 554 084,14
Stocks (F)	81 870 705,45	501 897,00	81 368 808,45	106 615 283,28
Marchandises	2 885 034,80	501 897,00	2 383 137,80	0,00
Matières & fournitures consommables	31 483 191,89		31 483 191,89	47 708 450,17
Produits en cours	4 121 494,56		4 121 494,56	3 830 998,68
Produits intermédiaires & produits résiduels.	0,00		0,00	0,00
Produits finis	43 380 984,20		43 380 984,20	55 075 834,43
Créances de l'actif circulant (G)	194 053 115,08	48 538 797,98	145 514 317,10	204 855 504,21
Fournisseurs débiteurs avances & acomptes	0,00		0,00	348 858,28
Clients & comptes rattachés	172 740 097,18	48 538 797,98	124 201 299,20	180 772 029,85
Personnel	524 010,79		524 010,79	438 004,24
Etat débiteur	17 955 386,06		17 955 386,06	20 435 114,42
Comptes d'associés	1 251,70		1 251,70	1 251,70
Autres débiteurs	2 520 230,12		2 520 230,12	2 560 793,40
Comptes de régularisation actif	312 139,23		312 139,23	299 452,32
Titres & valeurs de placement (H)				0,00
Ecart de conversion actif (I)	10 078,12		10 078,12	83 239,03
TOTAL II (F+G+H+I)	275 933 898,65	49 040 694,98	226 893 203,67	311 554 026,52
Trésorerie actif	74 655,04	0,00	74 655,04	895 777,65
Cheques & valeurs à encaisser	0,00		0,00	0,00
Banques TG & CCP	59 738,64		59 738,64	885 455,31
Caisses régies d'avances & accreditifs	14 916,40		14 916,40	10 322,34
TOTAL GENERAL (I+II+III)	694 055 601,02	306 152 835,17	387 902 765,85	495 003 888,31

BILAN PASSIF (EXERCICE CLOS LE 31/12/2002)

PASSIF	EXERCICE 2002	EXERCICE 2001
CAPITAUX PROPRES (A)	62 494 250,73	107 724 010,93
Capital social ou personnel (1)	91 875 000,00	91 875 000,00
Moins : actionnaires, capital souscrit non appelé		
Capital appelé		
Dont versé		
Primes d'émission, fusion, d'apport	47 775 000,00	47 775 000,00
Ecart de réévaluation		
Réserves légales	4 572 204,49	4 572 204,49
Réserves d'investissement	31 800 186,90	31 800 186,90
Autres réserves	10 781 008,07	10 781 008,07
Report à nouveau (2)	-79 079 388,54	-22 724 406,05
Résultat en instance d'affectation (2)	0,00	0,00
Résultat de l'exercice (2)	-45 229 760,19	-56 354 982,48
CAPITAUX PROPRES ASSIMILES (B)	0,00	0,00
Subventions d'investissement		
Provisions réglementées		
DETTES DE FINANCEMENT (C)	72 650 000,00	79 131 302,84
Emprunts obligataires		
Autres dettes de financement	72 650 000,00	79 131 302,84
PROV.DURABLES P/RISQUES & CHARGES (D)	0,00	0,00
Provisions pour risques		
Provisions pour charges		
ECART DE CONVERSION PASSIF (E)	0,00	0,00
Augmentation des créances immobilisées		
Diminution des dettes de financement		
TOTAL I (A+B+C+D+E)	135 144 250,73	186 855 313,77
DETTES DU PASSIF CIRCULANT (F)	96 294 780,70	97 139 854,19
Fournisseurs & comptes rattachés	66 810 792,97	63 616 445,40
Clients crédit, avances & acomptes	20 000,00	172 800,00
Personnel	2 069 961,43	746 620,95
Organismes sociaux	1 578 025,16	1 961 939,16
Etat	24 656 639,56	29 512 691,74
Comptes transitoires ou d'attentes	133 959,00	13 959,00
Autres créanciers	693 733,63	783 728,99
Comptes de régularisation passif	331 668,95	331 668,95
AUTRES PROV. POUR RISQUE. & CHARGES (G)		70 509,91
ECART DE CONVERSION PASSIF CIRC. (H)	138 455,21	4 610,41
TOTAL II (F+G+H)	96 433 235,91	97 214 974,51
TRESORERIE PASSIF	156 325 279,21	210 933 600,03
Crédit d'escompte	16 325 772,58	73 436 874,96
Crédit de trésorerie	84 000 000,00	116 663 223,86
Banques (soldes créditeurs)	55 999 506,63	20 833 501,21
TOTAL GENERAL (I+II+III)	387 902 765,85	495 003 888,31

(1) Capital personnel débiteur

(2) Bénéficiaire (+), déficitaire (-)

COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES (HORS TAXES) EXERCICE CLOS AU 31/12/2002

	OPERATIONS		TOTAUX DE L'EXERCICE 2002	TOTAUX DE L'EXERCICE 2001
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
	1	2		
1 PRODUITS D'EXPLOITATION (I)	166 370 175,71	0,00	166 370 175,71	278 827 709,07
Ventes de marchandises en l'état	2 617 038,80		2 617 038,80	1 001 248,30
Vente de Biens et Marchandises Produits	175 125 181,26		175 125 181,26	270 621 942,85
Variation de stocks de produits (1)	-11 404 354,35		-11 404 354,35	6 943 805,92
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même			0,00	0,00
Autres produits d'exploitation	32 310,00		32 310,00	260 712,00
Reprises d'exploitation & transfert de charges			0,00	0,00
2 CHARGES D'EXPLOITATION (II)	187 500 796,78	1 101 351,26	188 602 148,04	313 272 689,42
Achats revendus de marchandises	2 512 934,80		2 512 934,80	1 285 791,62
Achats consommés (2) de matières et de fournitures	112 460 656,78	250 232,72	112 710 889,50	189 075 599,15
Autres charges externes	12 643 984,34		12 643 984,34	20 640 781,26
Impôts et taxes	5 465 231,09	39 858,00	5 505 089,09	5 811 991,98
Charges de personnel	29 348 119,47	811 260,54	30 159 380,01	33 055 322,23
Autres charges d'exploitation	120 000,00		120 000,00	120 000,00
Dotations d'exploitation	24 949 870,30		24 949 870,30	63 283 203,18
3 RESULTAT D'EXPLOITATION (I-II)	(21 130 621,07)	(1 101 351,26)	(22 231 972,33)	(34 444 980,35)
4 PRODUITS FINANCIERS (IV)	939 082,37	24 631,30	963 713,67	893 413,25
Produits de titres de participation et autres titres immobilisés			0,00	0,00
Gains de changes	939 082,37	24 631,30	963 713,67	893 413,25
Intérêts et autres produits financiers			0,00	0,00
Reprises financières et transfert de charges			0,00	0,00
5 CHARGES FINANCIERES (V)	22 555 560,24	692 495,83	23 248 056,07	24 586 350,85
Charges d'intérêts	6 216 961,83		6 216 961,83	6 276 398,48
Pertes de change	69 892,48	692 495,83	762 388,31	1 674 710,34
Autres charges financières	16 268 705,93		16 268 705,93	16 635 242,03
Dotations financières			0,00	0,00
6 RESULTAT FINANCIER (IV-V)	(21 616 477,87)	(667 864,53)	(22 284 342,40)	(23 692 937,60)
7 RESULTAT COURANT (III+VI)	(42 747 098,94)	(1 769 215,79)	(44 516 314,73)	(58 137 917,95)

(3) Variation de stocks : stock final – stock initial ; augmentation (+) ; diminution (-)

(4) Achats revendus ou consommés : achats – variation de stocks

**COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES (HORS TAXES) EXERCICE CLOS AU 31/12/2002
SUITE**

	OPERATIONS		TOTAUX DE L'EXERCICE 2002 3=1+2	TOTAUX DE L'EXERCICE 2001 4
	Propres à l'exercice 1	Concernant les exercices précédents 2		
RESULTAT COURANT (REPORT)				
8 PRODUITS NON COURANTS (VIII)	1 541 291,45	0,00	1 541 291,45	3 200 129,18
Produits de cession des immobilisations	820 800,00		820 800,00	70 000,00
Reprises sur subventions d'investissement			0,00	0,00
Autres produits non courants	720 491,45		720 491,45	3 130 129,18
Reprises non courantes et transfert de charges.			0,00	0,00
9 CHARGES NON COURANTES (IX)	1 411 631,87	0,00	1 411 631,87	99 620,80
Valeurs nettes d'amortissement des immobilisations cédées			0,00	0,00
Subventions accordées			0,00	0,00
Autres charges non courantes	909 734,87		909 734,87	99 620,80
Dotations non courantes aux amortissements et aux provisions	501 897,00		501 897,00	0,00
10 RESULTAT NON COURANT (VIII-IX)			129 659,58	3 100 508,38
RESULTAT AVANT IMPOT (VII+X)			(44 386 655,15)	(55 037 409,57)
IMPOTS SUR LES BENEFICES			843 105,04	1 317 572,91
RESULTAT NET (XI - XII)			(45 229 760,19)	(56 354 982,48)
TOTAL DES PRODUITS (I+IV+VIII)			168 875 180,83	282 921 251,50
TOTAL DES CHARGES (II+V+IX+XII)			214 104 941,02	339 276 233,98
RESULTAT NET			(45 229 760,19)	(56 354 982,48)

TABLEAU DE FINANCEMENT DE L'EXERCICE 2002

SYNTHESE DES MASSES DU BILAN	EXERCICE	EXERCICE	VARIATION a-b	
	2002	2001	EMPLOIS	RESSOURCES
	-a-	-b-	-c-	-d-
1 = FINANCEMENT PERMANENT (1)	135 144 250,73	186 855 313,77	51 711 063,04	
2 = MOINS ACTIF IMMOBILISE	160 934 907,14	182 554 084,14		21 619 177,00
3 = FONDS DE ROULEMENT FONCT. (1-2) (A)	(25 790 656,41)	4 301 229,63	30 091 886,04	
4 = ACTIF CIRCULANT	226 893 203,67	311 554 026,52		84 660 822,85
5 = MOINS PASSIF CIRCULANT (2)	96 433 235,91	97 214 974,51	781 738,60	
6 = BESOIN DE FINANCEM, GLOBAL (4-5) (B)	130 459 967,76	214 339 052,01		83 879 084,25
7 = TRESORERIE NETTE (ACTIF -PASSIF) =A-B	(156 250 624,17)	(210 037 822,38)	53 787 198,21	

II- EMPLOIS ET RESSOURCES	EXERCICE 2002		EXERCICE 2001	
	EMPLOIS	RESSOURCES	EMPLOIS	RESSOURCES
I- RESSOURCES STABLES DE L'EX.		(20 279 889,89)		(28 619 867,89)
. AUTOFINANCEMENT (A)		(21 100 689,89)		(32 821 170,73)
. Capacité d'autofinancement		(21 100 689,89)		(32 821 170,73)
- Distribution de bénéfice				
.CESSIONS ET REDUCTION D'IMMOB.(B)		820 800,00		70 000,00
.Réduction d'immobilisations incorporelles				
.Cessions d'immobilisations corporelles		820 800,00		70 000,00
.Cessions d'immobilisations financières				
.Récupération sur créances immobilisées				
.AUGMENT, CAP PROP, & CAP ASS. (C)				
.Augmentation de capital apport				
.Capitaux propres assimilés				
.AUGMENT, DETTES DE FINANCEMENT (D) (Nettes de primes de remboursement)				4 131 302,84
TOTAL RESS.STABLES (A+B+C+D)		(20 279 889,89)		(28 619 867,89)
II- EMPLOIS STABLES DE L'EXERCICE	9 811 996,15		14 224 316,02	
.ACQUIS.ET AUGMENT.D'IMMOB. (E)	3 330 693,31		14 224 316,02	
. Acquisition d'immobilisations incorporelles.				
. Acquisition d'immobilisations corporelles.	3 330 693,31		14 224 316,02	
. Acquisition d'immobilisations financières				
. Augmentation des créances immobilisées				
. REMBOUR.DES CAPITAUX PROPRES (F)				
.REMBOUR. DES DETTES FINANCEM. (G)	6 481 302,84			
EMPLOIS EN NON VALEURS (H)				
. TOTAL II- EMPLOIS STABLES(E+F+G+H)	9 811 996,15		14 224 316,02	
III- VARIATION DU BESOIN DE FINAN GLOBAL (B F G)		83 879 084,25		7 417 495,17
IV- VARIATION DE LA TRESORERIE	53 787 198,21			35 426 688,74
TOTAL GENERAL	63 599 194,36	63 599 194,36	14 224 316,02	14 224 316,02

ETAT DES SOLDES DE GESTION (ESG) EXERCICE DU 01/01/02 AU 31/12/02

			EXERCICE 2002	EXERCICE 2001
	1	.Ventes de marchandises (en l'état)	2 617 038,80	1 001 248,30
	2	-.Achats revendus de marchandises	2 512 934,80	1 285 791,62
I	=	MARGE BRUTE / VENTE EN L'ETAT	104 104,00	-284 543,32
II	+	PRODUCTION DE L'EXERCICE (3+4+5)	163 720 826,91	277 565 748,77
	3	.Ventes de biens et services produits	175 125 181,26	270 621 942,85
	4	.Variation stocks de produits	-11 404 354,35	6 943 805,92
	5	Immobilisations produites /elle-même	0,00	0,00
III	-	CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE (6+7)	125 354 873,84	209 716 380,41
	6	.Achats de matières et fournitures	112 710 889,50	189 075 599,15
	7	.Autres charges externes	12 643 984,34	20 640 781,26
IV	=	VALEUR AJOUTEE (I+II-III)	38 470 057,07	67 564 825,04
	8	+.Subventions d'exploitation		
	9	-.Impôts et taxes	5 505 089,09	5 811 991,98
	10	-.Charges du personnel	30 159 380,01	33 055 322,23
V	=	EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	2 805 587,97	28 697 510,83
		= INSUFFISANCES BRUTES D'EXPLOIT,(IBE)		
	11	+.Autres produits d'exploitation	32 310,00	260 712,00
	12	-.Autres charges d'exploitation	120 000,00	120 000,00
	13	+.Reprises d'exploit.et transfert de charges	0,00	0,00
	14	-.Dotations d'exploitation	24 949 870,30	63 283 203,18
VI	=	RESULTAT D'EXPLOITATION	(22 231 972,33)	(34 444 980,35)
VII	+	RESULTAT FINANCIER	(22 284 342,40)	(23 692 937,60)
VIII	=	RESULTAT COURANT	(44 516 314,73)	(58 137 917,95)
IX	+	RESULTAT NON COURANT	129 659,58	3 100 508,38
	15	-.Impôts sur les sociétés	843 105,04	1 317 572,91
X	=	RESULTAT DE L'EXERCICE	(45 229 760,19)	(56 354 982,48)

CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF) – AUTOFINANCEMENT

	1	.Résultat de l'exercice		
		.Bénéfice +		
		.Perte -	(45 229 760,19)	(56 354 982,48)
	2	+.Dotations d'exploitation (1)	24 949 870,30	23 603 811,75
	3	+.Dotations financières (1)	0,00	0,00
	4	+.Dotations non courantes (1)	0,00	0,00
	5	-.Reprises d'exploitation (2) (3)	0,00	0,00
	6	-.Reprises financières (2)	0,00	0,00
	7	-.Reprises non courantes (2) (3)	0,00	0,00
	8	-.Produits des cessions d'immobilisations	820 800,00	70 000,00
	9	+.VNA des immobilisations cédées	0,00	0,00
I	=	CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF)	(21 100 689,89)	(32 821 170,73)
	10	-.Distribution de bénéfice	0,00	0,000
II		AUTOFINANCEMENT	(21 100 689,89)	(32 821 170,73)

(1) A l'exclusion des dotations relatives aux actifs et passifs circulants

(2) A l'exclusion des reprises relatives aux actifs et passifs circulants

(3) Y compris reprises sur subventions d'investissement