



## **PAPELERA DE TETUAN SA**

### **NOTE D'INFORMATION AUGMENTATION DE CAPITAL AU TITRE D'UNE OPERATION DE FUSION-ABSORPTION**

**NOMBRE D' ACTIONS EMISES : 1 563 180**  
**PRIX D'EMISSION : 165,5 DIRHAMS PAR ACTION**  
**PARITE D'ECHANGE : 108 ACTIONS DE PAPELERA DE TETUAN POUR 19 ACTIONS DE SAFRIPAC**  
**MONTANT GLOBAL DE L'OPERATION : 258 699 107 DIRHAMS**  
**PERIODE D'ECHANGE : DU 15 AU 17 DECEMBRE 2008**

**SOUSCRIPTION RESERVEE AUX ACTIONNAIRES ACTUELS DE LA SOCIETE SAFRIPAC SA**

#### **Organisme conseil et coordinateur global**



#### **Organisme centralisateur**



#### **VISA du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières**

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 11 décembre 2008 sous la référence VI/EM/051/2008.

## ABREVIATIONS

<b>AGE</b>	Assemblée Générale Extraordinaire
<b>AGO</b>	Assemblée Générale Ordinaire
<b>BAM</b>	Bank Al Maghrib
<b>BFR</b>	Besoin en Fonds de Roulement
<b>BNDE</b>	Banque Nationale du Développement Economique
<b>BO</b>	Bulletin Officiel
<b>CA</b>	Chiffre d'Affaires
<b>CAF</b>	Capacité d'Autofinancement
<b>CDG</b>	Caisse de Dépôt et de Gestion
<b>CDVM</b>	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
<b>CIMR</b>	Caisse Interprofessionnelle Marocaine de Retraites
<b>CMCP</b>	Compagnie Marocaine de Papier et Carton
<b>CMPC</b>	Coût Moyen Pondéré du Capital
<b>CNSS</b>	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
<b>COPACEL</b>	Confédération Française des Fabricants de Papiers, Cartons et Cellulose
<b>CPC</b>	Compte de Produits et Charges
<b>CSP</b>	Catégorie Socioprofessionnelle
<b>D</b>	Endettement net
<b>DAP</b>	Dotations d'exploitation aux amortissements et aux provisions
<b>DCF</b>	Méthode d'actualisation des cash-flows futurs
<b>Dh / MAD</b>	Dirham du Royaume du Maroc
<b>Dollar / USD</b>	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
<b>E</b>	Estimé
<b>EBE</b>	Excédent Brut d'Exploitation
<b>EUR</b>	Euros
<b>FP</b>	Fonds Propres
<b>FR</b>	Fonds de Roulement
<b>FSP</b>	<i>Forest Stewardship Council</i>
<b>gr</b>	Gramme
<b>HT</b>	Hors Taxes
<b>IPO</b>	Initial Public Offering (introduction en bourse ou offre publique initiale)
<b>IR</b>	Impôt sur le Revenu
<b>IS</b>	Impôt sur les Sociétés
<b>kdh</b>	Milliers de dirhams marocains
<b>kg</b>	Kilogramme
<b>m</b>	Mètre

<b>m<sup>2</sup></b>	Mètre carré
<b>mdh</b>	Millions de dirhams marocains
<b>m€</b>	Millions d'euros
<b>mn</b>	Minute
<b>n°</b>	Numéro
<b>N/A</b>	Non applicable
<b>Nb.</b>	Nombre
<b>NBSK</b>	<i>Northern Bleached Softwood Kraft Pulp</i> (Pâte Kraft Blanchie de Résineux du Nord)
<b>NS</b>	Non significatif
<b>ND</b>	Non disponible
<b>ONE</b>	Office National d'Electricité
<b>OPCVM</b>	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
<b>OPV</b>	Offre Publique de Vente
<b>OST</b>	Opérations sur titres
<b>P</b>	Prévisions
<b>PIB</b>	Produit Intérieur Brut
<b>REX</b>	Résultat d'exploitation
<b>RN</b>	Résultat net
<b>SA</b>	Société Anonyme
<b>Safripac</b>	Société Africaine de Financement et de Réalisation Industrielle des Papiers et Cartons
<b>SGS</b>	Société Générale de Surveillance
<b>SICAV</b>	Société d'Investissement à Capital Variable
<b>SNI</b>	Société Nationale d'Investissement
<b>SODEA</b>	Société de Développement Agricole
<b>SOGETA</b>	Société de Gestion des Terres Agricoles
<b>TAIC</b>	<i>The Arab Investment Company</i>
<b>TCAM</b>	Taux de Croissance Annuel Moyen
<b>TTC</b>	Toutes Taxes Comprises
<b>TVA</b>	Taxe sur la Valeur Ajoutée
<b>VA</b>	Valeur Ajoutée
<b>Var</b>	Variation
<b>VNC</b>	Valeur Nette Comptable
<b>%</b>	Pourcentage
<b>&lt;</b>	Inférieur
<b>&gt;</b>	Supérieur

## DEFINITIONS

<b>Actif net réévalué</b>	L'actif net réévalué (ANR) est une estimation de la valeur des capitaux propres qui consiste à estimer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise et à en faire la somme algébrique. On parle également de méthode patrimoniale ou de somme des parties
<b>Actionnaires de Safripac SA</b>	La famille SEFRIQUI
<b>Barrières à l'entrée</b>	Facteurs qui empêchent ou entravent l'entrée d'entreprises sur un marché donné. Elles peuvent résulter par exemple d'une structure de marché particulière (segment, coûts fixes irrécupérables, fidélité des consommateurs aux marques des produits existants) ou du comportement des entreprises déjà en place. Il convient de souligner que les gouvernements peuvent également être à l'origine de barrières à l'entrée (conditions de licence et autres réglementations)
<b>Bobinage</b>	<p>C'est l'opération qui permet d'obtenir des bobines filles à partir d'une bobine mère. La machine responsable de cette transformation est appelée : bobineuse.</p> <p>Notons que la bobine mère représente le produit de la machine à papier alors que la bobine fille caractérise la transformation de la bobine mère au niveau de la bobineuse</p>
<b>Cellulose</b>	Le cellulose est le principal constituant des végétaux et en particulier de la paroi de leurs cellules
<b>CIMR</b>	<p>CIMR est une caisse de retraite, ayant le statut d'association à but non lucratif, qui gère les cotisations de plus de 400 000 salariés du secteur privé et sert des pensions de retraite à plus de 107 000 retraités.</p> <p>Créée en 1949, elle a été la première caisse de retraite destinée au secteur privé au Maroc</p>
<b>CNIA</b>	Compagnie marocaine d'assurance, filiale du groupe Saham, couvrant des risques des particuliers et des entreprises
<b>Coup d'accordéon</b>	Expression employée par la pratique dans le droit des sociétés pour désigner une technique utilisée par les sociétés lorsque la valeur de l'actif est inférieure à la valeur du capital. L'opération implique : (i) une première opération : les actionnaires décident de réduire le capital et (ii) une deuxième opération : les actionnaires décident de souscrire à une augmentation de capital pour le porter à la valeur nécessaire à la reconstitution de l'actif
<b>Crédit relais</b>	<p>Le crédit relais est un crédit mis en place dans l'attente d'une recette future qui assurera son remboursement : augmentation de capital, emprunt obligataire, cession d'une filiale, etc.</p> <p>Nécessairement à court terme, onéreux, souvent utilisé pour des montants importants, il connaît un développement parallèle à celui des opérations financières et notamment les opérations de fusions-acquisitions. Il peut prendre la forme d'un découvert ou d'un crédit <i>spot</i> dont le remboursement sera assuré par la cession d'un actif ou l'émission de titres financiers</p>
<b>Dérivé du papier</b>	Le dérivé du papier est un produit fabriqué à partir du papier (cahier, carnet, bloc-note, emballage, etc.)
<b>Endettement net</b>	Solde entre les ressources d'emprunts (court, moyen et long termes) d'une part, et les disponibilités et placements financiers d'autre part

<b>Epurateur</b>	<p>L'épurateur centrifuge permet de séparer, par la force centrifuge, la fibre (légère) des particules lourdes que contient la solution fibreuse.</p> <p>L'épurateur sous pression permet, quant à lui, de faire une sélection des fibres en fonction de leur taille</p>
<b>Fusion-absorption</b>	<p>Une fusion-absorption, régie par les articles 222 et suivants de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes, est une opération qui entraîne la dissolution sans liquidation de la société absorbée et la transmission universelle de son patrimoine à la société absorbante, dans l'état où il se trouve à la date de la réalisation définitive de la fusion.</p> <p>L'opération entraîne simultanément l'acquisition par les associés de la société absorbée, de la qualité d'associés de la société absorbante, dans les conditions déterminées par le traité de fusion</p>
<b>Gearing</b>	<p>Ratio représentant la solidité financière d'une entreprise. Il se calcule en divisant l'endettement net par la somme des fonds propres et de l'endettement net</p>
<b>GMAO</b>	<p>La Gestion de Maintenance Assistée par Ordinateur (souvent abrégée en GMAO) est une méthode de gestion assistée d'un logiciel destiné aux services de maintenance d'une entreprise afin de l'aider dans ses missions</p>
<b>Goodwill</b>	<p>Le <i>goodwill</i> est la différence entre l'actif du bilan d'une entreprise et la somme de son capital immatériel et matériel valorisée à la valeur de marché.</p> <p>Le goodwill est plus précisément un écart d'acquisition correspondant à l'excédent du coût d'acquisition, lors d'une prise de participation ou d'une fusion, sur la quote-part de l'acquéreur dans la juste valeur des actifs et passifs identifiables</p>
<b>Euler Hermes</b>	<p>Présent dans plus de 50 pays à travers le monde, Euler Hermes est le numéro 1 mondial de l'assurance-crédit avec une part de marché de 36%. Sa mission est d'aider le développement commercial des entreprises en les assurant contre le risque d'insolvabilité de leurs clients, quels que soient leur taille, leur secteur d'activité ou leur pays d'origine</p>
<b>Impression-écriture</b>	<p>Le segment impression-écriture regroupe principalement quatre qualités de papier : l'offset, le non-offset, le journal et le couché</p>
<b>ISO 9001</b>	<p>Normes portées par l'Organisme International de Standardisation (ISO) et décrivant un ensemble d'exigences relatives à un système de management de la qualité et des normes de soutien associés</p>
<b>MEDZ</b>	<p>Créée en 2002 par le groupe CDG pour accompagner la « Vision 2010 » du secteur touristique, MEDZ s'est repositionnée sur le marché à travers l'élargissement de ses missions initiales d'aménageur de zones touristiques intégrées.</p> <p>En effet, dans un contexte économique mondial en mutation rapide et face à l'expansion de nouveaux métiers au Maroc, l'entreprise a étendu, dès 2005, son champ d'intervention aux zones industrielles, urbaines et spéciales.</p> <p>MEDZ, aujourd'hui, a pour mission la conception, la création, l'aménagement, le développement et la gestion d'une nouvelle génération de zones d'activités (touristiques, industrielles, urbaines, spéciales et autres) répondant aux normes internationales en matières d'équipements et de services</p>
<b>Nouvel ensemble</b>	<p>Papelera de Tetuan post-rapprochement stratégique avec Safripac SA</p>

<b>OHSAS 18001</b>	La certification OHSAS 18001 ( <i>Occupational Health and Safety Assessment Series</i> ) précise les règles pour la gestion de la santé et de la sécurité dans le monde du travail. Son objectif est (i) de limiter les risques en matière de santé et de sécurité professionnelle, (ii) de réduire les accidents professionnels et enfin (iii) de préciser les caractéristiques d'un environnement de travail sûr
<b>ONE</b>	Etablissement public à caractère industriel et commercial placé sous la tutelle du Ministère de l'Energie et des Mines. L'office est doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière et a été investi depuis sa création de l'exclusivité de la production et du transport de l'énergie électrique au Maroc. Il en assure également la distribution dans plusieurs provinces du Royaume notamment en milieu rural
<b>Opération</b>	Augmentation du capital de la Société, par émission de 1 563 180 nouvelles actions réservées aux actionnaires actuels de la société Safripac SA suite à la fusion-absorption de cette dernière par la Société
<b>Papier impression-écriture</b>	Le papier impression-écriture comprend les catalogues, les livres, les revues, les blocs notes, les enveloppes, les étiquettes, etc. Il est fabriqué à partir de mélanges de pâte de bois chimique, de pâte de bois mécanique et d'autres produits qui lui confèrent des caractéristiques spécifiques
<b>Papier journal</b>	Utilisé pour imprimer les journaux, il se caractérise par une qualité et des coûts de production plus faibles
<b>Papier kraft</b>	Le papier kraft est fabriqué le plus souvent avec de la pâte de bois, il est reconnu pour sa résistance et sert principalement comme produit d'emballage
<b>Papier recyclé</b>	Le papier est dit « recyclé » lorsqu'il contient au moins 50% de fibres récupérées. C'est le résultat d'une série d'étapes successives, facilitée par le tri des déchets, que subit le vieux papier. Celui-ci est d'abord déchiqueté, puis filtré et enfin mis à tremper dans des cuves. Il devient réutilisable après plusieurs nettoyages à base de dissolvants chimiques
<b>Parité d'échange</b>	Elle représente le rapport d'échange des actions observé lors d'une fusion. Il résulte du poids relatif de deux sociétés qui fusionnent mesuré à partir de différents indicateurs financiers : valeur des capitaux propres, bénéfices nets, <i>cash-flows</i> , etc.
<b>Pâte à papier</b>	<p>Le bois est constitué entre autres de fibres de cellulose, de longueur variable, reliées entre elles par une substance appelée lignine.</p> <p>La fabrication de la pâte à papier nécessite l'extraction de fibres de cellulose sans les dégrader.</p> <p>On distingue trois procédés de fabrication de la pâte à papier :</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Le procédé mécanique : qui défibre le bois au moyen de râpes ou de meules ;</li><li>▪ Le procédé chimique : au cours duquel les fibres de cellulose sont isolées de la lignine au moyen de produits chimiques tels que le bisulfite ou le sulfate ;</li><li>▪ Le procédé mi-chimique : est une combinaison des deux méthodes.</li></ul> <p>Les pâtes mécaniques conviennent au papier journal et magazine, les pâtes chimiques quant à elles sont utilisées pour produire les papiers d'impression-écriture et certains papiers d'emballage, etc.</p>
<b>Pâte à fibres courtes</b>	<p>Le papier est principalement constitué de fibres de cellulose, qui est le composant majoritaire du bois. On appelle fibres courtes celles provenant des feuillus (eucalyptus, bouleau, hêtre, tremble, etc.).</p> <p>Longues d'environ 1 mm, elles améliorent l'épaisseur du papier, son moelleux et son imprimabilité</p>

<b>Pâte à fibres longues</b>	En provenance de résineux (pin, sapin, épicéa), elles mesurent de 2 à 4 mm et donnent au papier ses qualités mécaniques de déchirure, traction, éclatement
<b>Papier <i>offset</i></b>	<p>Ce type de papier se destine à une vaste gamme d'applications, notamment l'impression haut tirage, l'édition de livres et d'agendas, et de nombreuses autres applications en bureautique (ramettes, papier bristol, chemises, pochettes dessins, etc.).</p> <p>Ce support macroporeux se distingue par son caractère haut de gamme au sein de la catégorie des non-couchés à laquelle il appartient</p>
<b>Production nette</b>	La production nette correspond au volume de papier, répondant aux standards de la société (hors pertes), produit à la sortie des bobineuses
<b>Prime de fusion</b>	L'écart entre le prix d'émission des actions dans le cadre d'une fusion et leur valeur nominale, multiplié par le nombre d'actions qui sont émises à l'occasion de la fusion en question. La prime de fusion fait partie des capitaux propres
<b>Pulpeur</b>	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
<b>Risque d'exploitation</b>	Le risque d'exploitation est le degré d'incertitudes associées aux biens générés par un investissement et à sa capacité à offrir un rendement
<b>Société</b>	Papelera de Tetuan SA, société anonyme au capital de 101 937 500 dirhams, dont le siège social est situé Rue Oued Oum Rabiaa s/n donnant sur Avenue Hassan II, Tétouan, immatriculée au Registre du Commerce de Tétouan sous le numéro 291
<b>Société d'économie mixte</b>	<p>Une société d'économie mixte ou SEM est une société anonyme dont le capital est majoritairement détenu par l'État ou par des collectivités locales et pour partie par des partenaires économiques et financiers privés.</p> <p>Le recours à la SEM garantit à la collectivité publique actionnaire et cocontractante la prise en compte effective de l'intérêt général dans les objectifs de l'entreprise et la souplesse de la société de droit privé</p>
<b><i>Subprime</i></b>	<p>Au sens le plus large, un « <i>subprime</i> » est un crédit à risque.</p> <p>Le terme est employé plus particulièrement pour désigner une forme de crédit hypothécaire (<i>mortgage</i>), apparue aux États-Unis. Ce crédit immobilier est gagé sur le logement de l'emprunteur.</p> <p>Le mot <i>subprime</i> est un dérivé de <i>prime lending rate</i>, qui est le taux d'intérêt accordé aux emprunteurs jugés les plus fiables. Par opposition, <i>subprime lending rate</i> désigne le crédit accordé aux emprunteurs à risque. Dans le cas d'un <i>subprime</i>, le taux d'intérêt est plus élevé, afin de rémunérer le risque de non remboursement, cependant limité par la garantie prise sur le logement.</p> <p>Pour les créanciers, les prêts <i>subprimes</i> étaient considérés comme individuellement risqués mais globalement sûrs et rentables. Cette perception reposait sur une hausse rapide du prix de l'immobilier. Si un emprunteur ne pouvait payer, le prêteur récupérait son logement et le revendait</p>
<b>TAIC</b>	Fonds d'investissement créé en 1974 par 17 états arabes et doté d'un capital de 600 millions de dollars. Il opère dans divers domaines d'activités dont les secteurs financier, touristique, pétrochimique et de la grande consommation

## SOMMAIRE

<b>ABREVIATIONS</b> .....	<b>2</b>
<b>DEFINITIONS</b> .....	<b>4</b>
<b>SOMMAIRE</b> .....	<b>8</b>
<b>AVERTISSEMENT</b> .....	<b>10</b>
<b>RESTRICTIONS</b> .....	<b>11</b>
<b>PREAMBULE</b> .....	<b>12</b>
<b>PARTIE I ATTESTATIONS ET COORDONNEES</b> .....	<b>13</b>
I. Conseil d'Administration .....	14
II. Commissaires aux Comptes .....	15
III. Conseiller financier .....	24
IV. Conseiller juridique .....	25
V. Responsable de l'information et de la communication financières .....	26
<b>PARTIE II PRESENTATION DE L'OPERATION</b> .....	<b>27</b>
I. Cadre de l'Opération .....	28
II. Objectifs de l'opération de fusion-absorption .....	34
III. Présentation de Safripac SA .....	34
IV. Montant de l'Opération .....	37
V. Renseignements relatifs aux titres à émettre .....	37
VI. Eléments d'appréciation du prix d'émission .....	38
VII. Intermédiaires financiers .....	41
VIII. Calendrier de l'opération.....	41
IX. Période d'échange .....	41
X. Cotation en Bourse.....	42
XI. Impacts de l'opération de fusion-absorption .....	43
XII. Fiscalité relative à l'opération de fusion .....	45
XIII. Fiscalité relative aux opérations sur titres .....	46
XIV. Charges relatives à l'Opération .....	47
<b>PARTIE III PRESENTATION GENERALE DE LA SOCIETE</b> .....	<b>48</b>
I. Renseignements à caractère général.....	49
II. Renseignements sur le capital de la Société .....	51
III. Marché des titres de la Société .....	59
IV. Notation.....	60
V. Assemblées des actionnaires .....	61
VI. Conseil d'Administration .....	64
VII. Organes de direction.....	67
VIII. Gouvernement d'entreprise .....	69
<b>PARTIE IV ACTIVITE DE LA SOCIETE</b> .....	<b>70</b>
I. Historique.....	71
II. Appartenance de la Société au groupe Cellulose du Maroc .....	72
III. Filiales de la Société.....	77
IV. Flux financiers entre la Société et le groupe Cellulose du Maroc .....	77
V. Activité.....	79
<b>PARTIE V ORGANISATION ET MOYENS DE PRODUCTION</b> .....	<b>103</b>
I. Moyens humains .....	104
II. Moyens techniques.....	111

<b>PARTIE VI</b>	<b>SITUATION FINANCIERE DE LA SOCIETE.....</b>	<b>115</b>
I.	Analyse des Soldes Intermédiaires de Gestion.....	116
II.	Analyse bilantielle.....	127
III.	Analyse du tableau de financement.....	138
IV.	Engagements financiers reçus ou donnés hors opérations de crédit-bail.....	139
V.	Passif éventuel.....	139
<b>PARTIE VII</b>	<b>PERSPECTIVES ET STRATEGIE DE DEVELOPPEMENT.....</b>	<b>140</b>
I.	Perspectives de développement de l'industrie du papier au niveau national.....	141
II.	Orientations stratégiques du nouvel ensemble.....	141
III.	Business plan sur la période (2008 <sup>E</sup> -2013 <sup>P</sup> ).....	143
<b>PARTIE VIII</b>	<b>FACTEURS DE RISQUES.....</b>	<b>159</b>
I.	Facteurs de risque.....	160
<b>PARTIE IX</b>	<b>FAITS EXCEPTIONNELS ET LITIGES.....</b>	<b>163</b>
I.	Faits exceptionnels.....	164
II.	Litiges.....	164
<b>PARTIE X</b>	<b>ANNEXES.....</b>	<b>165</b>

## **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 valeurs mobilières 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 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.**

**Les actions, objet de la présente note d'information, ne seront proposées à l'échange qu'en conformité avec les lois et règlements en vigueur.**

**Ni le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, ni Papelerera de Tetuan, ni BMCE Capital Conseil n'encourent de responsabilité du fait du non respect de ces lois et règlements.**



## **RESTRICTIONS**

**L'opération d'échange est ouverte exclusivement aux actionnaires actuels de Safripac SA.**

## **PREAMBULE**

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 BMCE Capital Conseil conformément aux modalités fixées par la circulaire du CDVM n° 03/04 du 19/11/04 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 la Direction Générale de la Société, notamment lors des due diligences effectuées auprès de la Société selon les standards de la profession ;
- Liasses fiscales et comptables de la Société pour les exercices clos aux 31 décembre 2005, 2006 et 2007 ;
- Etats de synthèse de la Société relatifs aux comptes sociaux semestriels clos au 30 juin 2007 et au 30 juin 2008 ;
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration, des Assemblées Générales Ordinaires, des Assemblées Générales Extraordinaires relatifs aux exercices clos aux 31 décembre 2005, 2006 et 2007 et de l'exercice en cours jusqu'à la date du visa ;
- Rapports de gestion pour les exercices clos aux 31 décembre 2005, 2006 et 2007 ;
- Rapports généraux des Commissaires aux Comptes pour les exercices clos aux 31 décembre 2005, 2006 et 2007 ;
- Rapports généraux des Commissaires aux Comptes relatifs à la revue limitée des comptes semestriels clos au 30 juin 2007 et au 30 juin 2008 ; et
- Rapports spéciaux des Commissaires aux Comptes pour les exercices clos aux 31 décembre 2005, 2006 et 2007.

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 qui en fait la demande ;
- Tenue à la disposition du public au siège de la Société ;
- Disponible sur le site du CDVM ([www.cdvm.gov.ma](http://www.cdvm.gov.ma)) ;
- Tenue à la disposition du public au siège de la Bourse de Casablanca et sur son site Internet ([www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)).



## **Partie I**

## **ATTESTATIONS ET COORDONNEES**

## **I. CONSEIL D'ADMINISTRATION**

### Identité

<b>Dénomination ou raison sociale</b>	<b>Papelera de Tetuan, Société Anonyme à Conseil d'Administration</b>
<b>Représentant légal</b>	M. Mohamed ESQALLI
<b>Fonction</b>	Président du Conseil d'Administration
<b>Adresse</b>	Bd. Ahl Loughlam, Km 12. Route de Tit Mellil - Casablanca
<b>Numéro de téléphone</b>	+212 22 76 83 01
<b>Numéro de fax</b>	+212 22 76 82 70/71
<b>Adresse électronique</b>	<a href="mailto:m.esqalli@celluma.ma">m.esqalli@celluma.ma</a>

### Attestation

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 SA 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. Mohamed ESQALLI**

Président du Conseil d'Administration

## II. COMMISSAIRES AUX COMPTES

### Identité

<b>Dénomination ou raison sociale</b>	<b>PricewaterhouseCoopers</b>
<b>Représentant légal</b>	Aziz BIDAHA
<b>Adresse</b>	101, Bd Massira Al Khadra - 20 000 Casablanca
<b>Numéro de téléphone</b>	+212 22 98 40 40 / +212 22 77 90 00
<b>Numéro de fax</b>	+212 22 77 90 90 / +212 22 99 11 96
<b>Adresse électronique</b>	<a href="mailto:aziz.bidah@ma-pwac.com">aziz.bidah@ma-pwac.com</a>
<b>Date du 1<sup>er</sup> exercice soumis au contrôle</b>	2003
<b>Date d'expiration du mandat actuel</b>	AGO approuvant les comptes de 2008

<b>Dénomination ou raison sociale</b>	<b>KPMG</b>
<b>Représentant légal</b>	Mostafa FRAIHA
<b>Adresse</b>	40, Bd d'Anfa, Casablanca
<b>Numéro de téléphone</b>	+212 22 29 33 04
<b>Numéro de fax</b>	+212 22 29 33 05
<b>Adresse électronique</b>	<a href="mailto:mfraiha@kpmg.com">mfraiha@kpmg.com</a>
<b>Date du 1<sup>er</sup> exercice soumis au contrôle</b>	2006
<b>Date d'expiration du mandat actuel</b>	AGO approuvant les comptes de 2008

<b>Dénomination ou raison sociale</b>	<b>Fidumac</b>
<b>Représentant légal</b>	Mohamed TOUHLALI
<b>Adresse</b>	89, rue Chaouia, Casablanca
<b>Numéro de téléphone</b>	+212 22 26 37 41/43
<b>Numéro de fax</b>	+212 22 26 16 79
<b>Adresse électronique</b>	<a href="mailto:m.touhlali@fidumac.com">m.touhlali@fidumac.com</a>
<b>Date du 1<sup>er</sup> exercice soumis au contrôle</b>	2003
<b>Date d'expiration du mandat actuel</b>	AGO approuvant les comptes de 2005



**Attestation de concordance des CAC relative aux comptes sociaux semestriels clos au 30 juin 2008 et au 30 juin 2007 :**

Nous avons procédé à la vérification des informations comptables et financières contenues dans la présente note d'information, en effectuant les diligences nécessaires et compte tenu des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Nos diligences ont consisté à nous assurer de la concordance desdites informations avec les comptes semestriels clos au 30 juin 2008 et au 30 juin 2007, objet de notre examen limité.

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 comptes semestriels, objet de l'examen limité précité.

**Les Commissaires aux Comptes  
PricewaterhouseCoopers et KPMG**

**Attestation de revue limitée relative aux comptes semestriels clos au 30 juin 2008**

En exécution de la mission prévue par l'article 17 du Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993, tel que modifié et complété, nous avons procédé à un examen limité de la situation provisoire du bilan et du compte de produits et charges de Papelera de Tetuan SA couvrant la période du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2008.

Nous avons effectué, notre examen limité selon les normes de la Profession applicables au Maroc et compte tenu des dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Les déclarations fiscales des exercices 2000 à 2003 de la Société, ont fait l'objet d'un contrôle de la part de l'Administration Fiscale en matière d'Impôt sur les Sociétés, de Taxe sur la Valeur Ajoutée, de la Taxe sur les Produits des Actions ou Parts Sociales et Revenus Assimilés. La Société a contesté les chefs de redressement invoqués par l'Administration dont le montant d'impôts hors pénalités et majorations de retard s'élève à environ 14 millions de dirhams et a demandé le pourvoi devant la commission nationale de recours fiscal. A ce stade, et dans la mesure où la procédure de contentieux demeure en cours, nous ne sommes pas en mesure de déterminer le montant définitif qui résulterait de ce contentieux.

Sur la base de notre examen limité, et à l'exception de la situation décrite dans le paragraphe ci-dessus, nous n'avons pas relevé de faits susceptibles d'entacher, de manière significative, la sincérité des informations contenues dans lesdits documents.

Sans remettre en cause l'avis exprimé ci-dessus, nous informons que la Société est en perte de plus des trois quarts du capital social depuis l'exercice 2006. Ses capitaux propres et assimilés sont débiteurs de l'ordre de 8 millions de dirhams au 30 juin 2008 pour un capital social de l'ordre de 102 millions de dirhams. Conformément aux prescriptions de la loi 17-95 sur les sociétés anonymes, l'Assemblée Générale Extraordinaire tenue en date du 17 octobre 2007 a décidé de la continuation de la Société. Cette dernière se trouve donc dans l'obligation de remédier à la situation de la perte de plus des trois quarts du capital social avant la fin de l'exercice 2009. Il est à noter en outre que le management de la Société a publiquement communiqué quant à une opération actuellement en cours de fusion par voie d'absorption de la Société Africaine de Financement et de Réalisation Industrielle des Papiers et Cartons (Safripac SA) par Papelera de Tetuan SA. Selon le management de la Société, cette fusion absorption contribuerait, une fois réalisée, à la résorption des pertes actuelles. La situation comptable provisoire mentionnée au paragraphe ci-dessus a, par conséquent, été préparée suivant le principe comptable de continuité d'exploitation et ne comprend pas les ajustements comptables qui s'avèreraient nécessaires, dans le cas où la Société se trouverait dans l'obligation de cesser son activité.

**Les Commissaires aux Comptes**  
**PricewaterhouseCoopers et KPMG**

**Attestation de revue limitée relative aux comptes semestriels clos au 30 juin 2007**

En exécution de la mission prévue par l'article 17 du Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993, tel que modifié et complété, nous avons procédé à un examen limité de la situation provisoire du bilan et du compte de produits et charges de Papelera de Tetuan SA au terme du premier semestre couvrant la période du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2007.

Nous avons effectué notre examen limité selon les normes de la Profession applicables au Maroc et compte tenu des dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Sur la base de notre examen limité, nous n'avons pas relevé de faits susceptibles d'entacher, de manière significative, la sincérité des informations contenues dans lesdits documents.

Nous informons cependant, que la situation semestrielle susmentionnée fait apparaître des capitaux propres de 3,6 millions de dirhams environ, inférieurs au quart du capital social qui est de l'ordre de 102 millions de dirhams. La Société est dans un marché difficile et demeure tributaire de réaliser des bénéfices dans le futur qui lui permettront de retrouver une bonne santé financière. Le management de la Société nous a confirmé que les études nécessaires sont en cours en vue de remédier à la situation difficile actuelle et que les actionnaires continueront à apporter leur soutien à la Société. La situation provisoire susmentionnée a été, par conséquent, préparée suivant le principe comptable de continuité d'exploitation et ne comprend pas les ajustements comptables qui s'avéraient nécessaires, dans le cas où la Société se retrouverait dans l'obligation de cesser son activité.

**Les Commissaires aux Comptes  
PricewaterhouseCoopers et KPMG**



**Attestation des Commissaires aux Comptes relative aux comptes sociaux pour les exercices clos le 31 décembre 2005, 2006 et 2007**

Nous avons procédé à la vérification des informations comptables et financières contenues dans la présente note d'information, en effectuant les diligences nécessaires 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 synthèse audités.

Sur la base de ces diligences, 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 qu'audités par nos soins au titre des exercices 2006 et 2007, et par les soins des co-commissaires aux comptes PricewaterhouseCoopers et Fidumac au titre de l'exercice 2005.

**Les Commissaires aux Comptes  
PricewaterhouseCoopers et KPMG**

## Rapport général des Commissaires aux Comptes relatif à l'exercice du 1<sup>er</sup> janvier 2007 au 31 décembre 2007

1. Conformément à la mission qui nous a été confiée par votre Assemblée Générale, nous avons procédé à l'audit des états de synthèse, ci-joints, de la société Papelera de Tetuan au 31 décembre 2007, lesquels comprennent le bilan, le compte de produits et charges, l'état des soldes de gestion, le tableau de financement et l'état des informations complémentaires (ETIC) relatifs à l'exercice clos à cette date. Ces états de synthèse qui font ressortir un montant de capitaux propres et assimilés débiteurs de MAD 1 854 141 et une perte nette de l'exercice de MAD 14 709 077 sont la responsabilité des organes de gestion de la Société. Notre responsabilité consiste à émettre une opinion sur ces états de synthèse sur la base de notre audit.

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'anomalies significatives. Un audit comprend l'examen, sur la base des 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 de la présentation générale des comptes. Nous estimons que notre audit fournit un fondement raisonnable de notre opinion.

### **Opinion sur les états de synthèse**

2. Les déclarations fiscales des exercices 2000 à 2003 de la Société, ont fait l'objet d'un contrôle de la part de l'Administration Fiscale en matière d'Impôt sur les Sociétés, de Taxe sur la Valeur Ajoutée, de la Taxe sur les Produits des Actions ou Parts Sociales et Revenus Assimilés. La Société a contesté les chefs de redressement invoqués par l'Administration dont le montant d'impôts hors pénalités et majorations de retard s'élève à environ 14 millions de dirhams et a demandé le pourvoi devant la commission locale de recours fiscal. A ce stade, nous ne sommes pas en mesure de déterminer le montant définitif qui résulterait de ce contentieux.

3. A notre avis, à l'exception de la situation décrite au paragraphe 2, les états de synthèse cités au premier paragraphe donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la société Papelera de Tetuan au 31 décembre 2007 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.

4. Sans remettre en cause l'avis exprimé ci-dessus, nous informons qu'au 31 décembre 2006, du fait des pertes cumulées de la Société, la situation nette de cette dernière était inférieure au quart du capital social. L'Assemblée Générale Ordinaire, tenue le 28 juin 2007, a pris acte de cette situation et a décidé, conformément à l'article 357 de la loi n° 17-95 sur les sociétés anonymes, de convoquer une Assemblée Générale Extraordinaire dans un délai de trois mois, à l'effet de décider de la continuation de la Société. Cette Assemblée Générale Extraordinaire a été tenue en date du 17 octobre 2007 et a décidé de la non dissolution anticipée de la Société. La loi susmentionnée prévoit également que si la dissolution n'est pas prononcée, la Société est tenue, au plus tard à la clôture du deuxième exercice suivant celui au cours duquel la constatation des pertes est intervenue, et sous réserve des dispositions de l'article 360, de réduire son capital d'un montant au moins égal à celui des pertes qui n'ont pu être imputées sur les réserves, si dans ce délai, les capitaux propres n'ont pas été reconstitués à concurrence d'une valeur au moins égale au quart du capital social. La perte de plus des trois quarts du capital enregistrée en 2006 se trouve aggravée par la perte de MAD 14 709 077 constatée en 2007, compte non tenu de l'effet éventuel de la situation décrite au paragraphe 2 ci-dessus, rendant ainsi les capitaux propres et assimilés de la Société débiteurs de MAD 1 854 141 pour un capital social de l'ordre de 102 millions de dirhams. La Société est dans un marché difficile et demeure tributaire de réaliser des bénéfices dans le futur qui lui permettront de retrouver une bonne santé financière. Le management de la Société nous a confirmé que les études nécessaires sont en cours en vue de remédier à la situation difficile actuelle et que les actionnaires continueront à apporter leur soutien à la Société. Les états de synthèse au 31 décembre 2007 de la Société ont, par conséquent, été préparés suivant le principe comptable de continuité d'exploitation et ne comprennent pas les ajustements comptables qui s'avèreraient nécessaires, dans le cas où la Société se trouverait dans l'obligation de cesser son activité.



### **Vérifications et informations spécifiques**

Nous avons procédé également aux vérifications spécifiques prévues par la loi et nous nous sommes assurés notamment de la concordance des informations données dans le rapport de gestion du Conseil d'Administration destiné aux actionnaires avec les états de synthèse de la Société.

**Les Commissaires aux Comptes  
PricewaterhouseCoopers et KPMG**

## Rapport général des Commissaires aux Comptes relatif à l'exercice du 1<sup>er</sup> janvier 2006 au 31 décembre 2006

1. Conformément à la mission qui nous a été confiée par votre Assemblée Générale, nous avons procédé à l'audit des états de synthèse, ci-joints, de la société Papelera de Tetuan au 31 décembre 2006, lesquels comprennent le bilan, le compte de produits et charges, l'état des soldes de gestion, le tableau de financement et l'état des informations complémentaires (ETIC) relatifs à l'exercice clos à cette date. Ces états de synthèse qui font ressortir un montant de capitaux propres et assimilés de MAD 12 854 936 et une perte nette de l'exercice de MAD 16 743 864 sont la responsabilité des organes de gestion de la Société. Notre responsabilité consiste à émettre une opinion sur ces états de synthèse sur la base de notre audit.

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'anomalies significatives. Un audit comprend l'examen, sur la base des 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 de la présentation générale des comptes. Nous estimons que notre audit fournit un fondement raisonnable de notre opinion.

### **Opinion sur les états de synthèse**

2. A notre avis, les états de synthèse cités au premier paragraphe ci-dessus donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la société Papelera de Tetuan au 31 décembre 2006 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.

3. Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous informons, cependant, que les états de synthèse susmentionnés font apparaître des capitaux propres de 13 mdh inférieurs au quart du capital social qui est de l'ordre de 102 mdh. La Société est dans un marché difficile et demeure tributaire de réaliser des bénéfices dans le futur qui lui permettront de retrouver une bonne santé financière. Le management de la Société nous a confirmé que les études nécessaires sont en cours en vue de remédier à la situation difficile actuelle et que les actionnaires continueront à apporter leur soutien à la Société. Les états de synthèse au 31 décembre 2006 de la Société ont été, par conséquent, préparés suivant le principe comptable de continuité d'exploitation et ne comprennent pas les ajustements comptables qui s'avèreraient nécessaires, dans le cas où la Société se trouverait dans l'obligation de cesser son activité.

### **Vérifications et informations spécifiques**

Nous avons procédé également aux vérifications spécifiques prévues par la loi et nous nous sommes assurés notamment de la concordance des informations données dans le rapport de gestion du Conseil d'Administration destiné aux actionnaires avec les états de synthèse de la Société.

**Les Commissaires aux Comptes**  
**PricewaterhouseCoopers et KPMG**

## Rapport général des Commissaires aux Comptes relatif à l'exercice du 1<sup>er</sup> janvier 2005 au 31 décembre 2005

1. Conformément à la mission qui nous a été confiée par votre Assemblée Générale du 27 juin 2003, nous avons procédé à l'audit des états de synthèse, ci-joints, de la société Papelera de Tetuan au 31 décembre 2005, lesquels comprennent le bilan, le compte de produits et charges, l'état des soldes de gestion, le tableau de financement et l'état des informations complémentaires (ETIC) relatifs à l'exercice clos à cette date. Ces états de synthèse qui font ressortir un montant de capitaux propres et assimilés de MAD 29 598 799 et une perte nette de l'exercice de MAD 14 955 712 sont la responsabilité des organes de gestion de la Société. Notre responsabilité consiste à émettre une opinion sur ces états de synthèse sur la base de notre audit.

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'anomalies significatives. Un audit comprend l'examen, sur la base des 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 de la présentation générale des comptes. Nous estimons que notre audit fournit un fondement raisonnable de notre opinion.

### **Opinion sur les états de synthèse**

2. A notre avis, les états de synthèse cités au premier paragraphe ci-dessus donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la société Papelera de Tetuan au 31 décembre 2005 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 informons que la Société a procédé courant 2005 à une opération accordéon qui lui a permis d'augmenter son capital. Le management de la Société nous a confirmé que les actionnaires continueront d'apporter leur soutien à cette dernière. La Société étant dans un marché difficile, elle est tributaire encore de bons résultats futurs pour consolider ses acquis et retrouver une santé financière totalement saine.

### **Vérifications et informations spécifiques**

3. Nous avons procédé également aux vérifications spécifiques prévues par la loi et nous nous sommes assurés notamment de la concordance des informations données dans le rapport de gestion du Conseil d'Administration destiné aux actionnaires avec les états de synthèse de la Société.

**Les Commissaires aux Comptes**  
**PricewaterhouseCoopers et Fidumac**

### **III. CONSEILLER FINANCIER**

#### Identité

<b>Dénomination ou raison sociale</b>	<b>BMCE Capital Conseil</b>
<b>Représentant légal</b>	M. Mehdi Jalil DRAFATE
<b>Fonction</b>	Président du Directoire
<b>Adresse</b>	30, Boulevard Moulay Youssef Casablanca
<b>Numéro de téléphone</b>	+212 22 42 91 00
<b>Numéro de fax</b>	+212 22 26 98 60
<b>Adresse électronique</b>	<a href="mailto:mj.drafate@bmcek.co.ma">mj.drafate@bmcek.co.ma</a>

#### Attestation

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.

Ces diligences ont notamment concerné l'analyse de l'environnement économique et financier de Papelera de Tetuan SA à travers :

- Les requêtes d'informations et d'éléments de compréhension auprès de la Direction Générale de Papelera de Tetuan SA ;
- L'analyse des comptes sociaux et des rapports de gestion des exercices 2005, 2006, 2007 ;
- L'analyse des comptes sociaux au 30 juin 2008 ; et
- La lecture des procès-verbaux des organes d'administration et des assemblées d'actionnaires de Papelera de Tetuan SA relatifs aux trois derniers exercices et à l'exercice en cours.

La préparation de cette note d'information a été effectuée conformément aux règles et usages internes en vigueur au sein de BMCE Capital Conseil.

#### **IV. CONSEILLER JURIDIQUE**

##### **Identité**

<b>Dénomination ou raison sociale</b>	<b>Cabinet Naciri &amp; Associés / Gide Loyrette Nouel</b>
<b>Représentant Légal</b>	Me. Hicham NACIRI
<b>Fonction</b>	Associé/Avocat à la Cour
<b>Adresse</b>	63, boulevard Moulay Youssef, Casablanca
<b>Numéro de téléphone</b>	+212 22 27 46 28
<b>Numéro de fax</b>	+212 22 27 30 16
<b>Adresse électronique</b>	<a href="mailto:naciri@gide.com">naciri@gide.com</a>

##### **Attestation**

L'Opération, objet de la présente note d'information, à savoir l'augmentation du capital au titre de la fusion par absorption de Safripac SA par Papelera de Tetuan SA, est conforme aux dispositions statutaires de Papelera de Tetuan SA et à la législation marocaine en matière de droit des sociétés.

**Me. Hicham NACIRI**

Avocat aux Barreaux de Casablanca et de Paris



## V. RESPONSABLE DE L'INFORMATION ET DE LA COMMUNICATION FINANCIERES

### Identité

<b>Personne responsable</b>	M. Rachid BENCHAABOUN
<b>Fonction</b>	Directeur Général de Papelera de Tetuan
<b>Adresse</b>	Bd. Ahl Loughlam, Km 12. Route de Tit Mellil - Casablanca
<b>Numéro de téléphone</b>	+212 22 76 83 01
<b>Numéro de fax</b>	+212 22 76 82 70
<b>Adresse électronique</b>	<a href="mailto:benchaaboun@papelera.ma">benchaaboun@papelera.ma</a>



## **Partie II**

## **PRESENTATION DE L'OPERATION**

## I. CADRE DE L'OPERATION

Conformément aux termes du mémorandum d'intention en date du 14 février 2008 qui prévoyait notamment la réalisation de travaux d'évaluation et d'audit juridique, comptable, fiscal et social de la Société et de Safripac, la Société et Safripac ont engagé des discussions et des *diligences* afin de déterminer l'opportunité de mettre en place un partenariat dans le domaine de production de papier au Maroc.

La Société et Safripac ont signé le 21 juillet 2008 un protocole d'accord fixant les termes et les conditions relatifs à leur rapprochement stratégique par voie de fusion par absorption de Safripac par la Société.

Le Conseil d'Administration de la Société, réuni les 22 et 29 juillet 2008, a notamment arrêté les modalités et conditions de la fusion-absorption de Safripac SA par la Société. De même, le Conseil d'Administration de Safripac, réuni le 22 juillet 2008 et le 31 octobre 2008, a notamment arrêté les modalités et conditions de la fusion-absorption de Safripac par la Société.

Le Conseil d'Administration de la Société du 29 juillet 2008 a également chargé son Président, M. ESQALLI, de procéder à la mise en forme définitive du projet du traité de fusion, de signer l'acte définitif et d'une manière générale, de prendre toutes mesures utiles pour assurer la réalisation de la fusion.

Le Conseil d'Administration de la Société, en date du 31 octobre 2008, a apporté des modifications aux modalités de fusion et a chargé son Président de la mise en forme définitive de l'avenant au traité de fusion. Ce même conseil a décidé de convoquer l'Assemblée Générale Extraordinaire pour le 18 décembre 2008, notamment en vue d'approuver le projet de fusion.

Aux termes d'un acte sous seing privé en date du 24 septembre 2008, modifié par avenant en date du 31 octobre 2008, la Société et Safripac SA ont conclu un traité de fusion, par voie d'absorption de Safripac SA par la Société dont les principales caractéristiques sont ci-après rapportées :

- Safripac SA apportera à la Société, sous réserve de la réalisation définitive de la fusion, l'universalité de son patrimoine, tel qu'il est décrit et énuméré ci-après et sans que cette énumération ait un caractère limitatif ;
- Pour établir les conditions de la fusion, la Société et Safripac SA ont décidé l'utilisation des comptes arrêtés pour la Société au 31 décembre 2007 et pour Safripac SA au 31 mars 2008, date de clôture du dernier exercice social de chacune desdites sociétés ;
- Les éléments d'actif et de passif formant le patrimoine de Safripac SA, figurant dans les tableaux ci-après, seront apportés à la Société pour leur valeur nette comptable au 31 mars 2008, à l'exception (i) de certains éléments qui ont fait l'objet d'une réévaluation, et (ii) du fonds de commerce qui a fait l'objet d'une évaluation conventionnelle.

L'actif de Safripac SA, dont la transmission est prévue au profit de la Société comprend au 31 mars 2008, date de clôture des comptes de référence de Safripac SA, les biens, droits et valeurs, ci-après désignés et évalués :

Rubriques de l'actif	Valeur nette comptable au 31 mars 2008	Valeur d'apport
Immobilisations incorporelles	657 956	66 145 698
<i>Goodwill</i> généré par l'évaluation	0	63 237 742
Droit au bail Fès	500 000	1 500 000
Droit au bail Casablanca	0	1 250 000
Autres immobilisations incorporelles	157 956	157 956
Immobilisations corporelles	151 081 255	229 123 344
Terrain	4 677 656	79 786 000
Constructions	15 580 590	18 514 335
Autres immobilisations corporelles	130 823 010	130 823 010
Immobilisations financières	1 218 322	1 218 322
Stocks	82 554 756	82 554 756
Créances	99 750 144	99 750 144
Ecarts de conversion actif	52 554	52 554
Trésorerie actif	2 320 491	2 320 491
<b>Total actif</b>	<b>337 635 478</b>	<b>481 165 309</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

Le passif de Safripac SA comprend au 31 mars 2008 les dettes et autres éléments de passif ci-après désignés et évalués :

Rubriques du passif	Valeur nette comptable au 31 mars 2008	Valeur d'apport
Dettes de financement	22 009 431	22 009 431
Dettes du passif circulant	91 895 668	91 895 668
Autres provisions pour risques et charges	52 554	52 554
Trésorerie passif	108 508 550	108 508 550
<b>Total passif</b>	<b>222 466 202</b>	<b>222 466 202</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

- La valeur des éléments d'actif et celle des éléments de passif, apportés par Safripac SA à la Société, sont arrêtées respectivement à 481 165 309 dirhams et à 222 466 202 dirhams, la valeur de l'actif net apporté par Safripac SA à la Société s'élevant ainsi à 258 699 107 dirhams ;
- La valeur de l'action de la Société étant évaluée à 165,5 dirhams et celle de l'action de Safripac SA à 940,72 dirhams, il en découle un rapport d'échange de 5,68 actions de la Société pour 1 action de Safripac SA, soit 19 actions de Safripac pour 108 actions de la Société ;
- Compte tenu du rapport d'échange susvisé, la transmission universelle du patrimoine de Safripac SA est consentie et acceptée moyennant l'attribution aux actionnaires de Safripac SA, de 1 563 180 actions nouvelles de la Société d'une valeur nominale de 100 dirhams chacune, laquelle procédera à une augmentation de son capital social de 156 318 000 dirhams pour le porter de 101.937.500 dirhams à 258 255 500 dirhams. La différence entre le montant de l'augmentation du capital de la Société et le montant de l'apport d'actif net fait par Safripac SA, soit 102 381 107 dirhams, représente le montant de la prime de fusion. Les actions émises par la Société, au titre de l'augmentation du capital susvisée donneront droit aux bénéfices de la Société à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2008 ;
- La Société aura la propriété et la jouissance des biens et droits de Safripac SA à compter du jour de la réalisation définitive de la fusion. La fusion aura un effet rétroactif au 1<sup>er</sup> avril 2008 ;

- L'ensemble du passif de Safripac SA à la date de réalisation de la fusion, ainsi que l'ensemble des frais, droits et honoraires y compris les charges fiscales et d'enregistrement occasionnées par sa dissolution, seront transmis à la Société. Il est précisé que :
  - La Société assumera l'intégralité des dettes et des charges de Safripac SA, y compris celles qui pourraient remonter à une date antérieure au 1<sup>er</sup> avril 2008 et qui auraient été omises dans la comptabilité de Safripac SA ;
  - S'il venait à se révéler ultérieurement une différence, en plus ou en moins, entre le passif pris en charge par la Société et les sommes effectivement réclamées par les tiers, la Société serait tenue d'acquitter tout excédent de passif sans recours ni revendication possible de part ni d'autre ;
- Il est en outre précisé qu'en dehors du passif effectif, visé ci-dessus, la Société prendra à sa charge tous les engagements qui ont pu être contractés par Safripac SA et qui, en raison de leur caractère éventuel, sont repris sous la rubrique « hors bilan ».

Il est, en outre, prévu au plus tard à la date de réalisation de la fusion (soit le 18 décembre 2008) :

- La conclusion d'un contrat de garantie d'actif et de passif de la Société, entre CDG Développement et Cellulose du Maroc, en qualité de garants, d'une part, et la famille SEFRIOUI, en qualité de bénéficiaire, d'autre part ; et
- La conclusion d'un contrat de garantie d'actif et de passif de Safripac SA, entre la famille SEFRIOUI, en qualité de garant, d'une part, et CDG Développement et Cellulose du Maroc, en qualité de bénéficiaires, d'autre part.

La fusion ne deviendra définitive qu'au jour de la réalisation de la dernière des conditions suspensives suivantes :

- L'ensemble des autorisations légales et réglementaires requises pour la réalisation de la fusion de la part des autorités marocaines aura été obtenu ;
- L'obtention des accords de tiers (banques, etc.), requis pour la réalisation de la fusion, et des mainlevées sur les actifs à transférer par Safripac SA ;
- L'obtention des mainlevées de tous les cautionnements personnels consentis par la famille SEFRIOUI en garantie des dettes de Safripac SA ;
- L'approbation de la fusion par l'Assemblée Générale Extraordinaire de Safripac SA, dont la tenue est prévue le 18 décembre 2008 ;
- L'approbation de la fusion par l'Assemblée Générale Extraordinaire de la Société, dont la tenue est prévue le 18 décembre 2008.

Du fait de la transmission universelle de son patrimoine à la Société, Safripac SA se trouvera dissoute de plein droit par le seul fait de la réalisation définitive de la fusion-absorption.

Dans le cas où l'une des conditions suspensives ne serait pas réalisée au plus tard le 31 décembre 2008, et sauf à ce que ce dernier délai soit prorogé par accord mutuel écrit des sociétés, le traité de fusion sera résolu de plein droit.

Le texte des projets de résolutions, relatives notamment au projet de fusion-absorption de Safripac SA par la Société, qui sera soumis à l'Assemblée Générale Extraordinaire de la Société du 18 décembre 2008, se présente comme suit :

### **Première résolution**

L'Assemblée Générale Extraordinaire, (i) après avoir pris connaissance du traité de fusion, en date du 24 septembre 2008, tel que modifié par avenant en date du 31 octobre 2008 et (ii) après avoir entendu la lecture du rapport du Conseil d'Administration et du rapport des Commissaires aux Comptes sur les modalités de la fusion et sur les apports en nature, déclare approuver dans toutes ses dispositions ledit projet de fusion tel que modifié par avenant et ses annexes, aux termes duquel Safripac fait apport de la totalité de son actif et de son passif à la Société.

L'Assemblée Générale Extraordinaire prend acte de ce que l'Assemblée Générale Extraordinaire de Safripac, tenue ce jour, a approuvé la fusion ; qu'en conséquence, à l'issue de la présente assemblée et constatant que les conditions suspensives auxquelles était subordonnée la fusion se trouvent ainsi remplies, la fusion par absorption de Safripac par la Société deviendra définitive.

Compte tenu de ce qui précède, Safripac se trouve dissoute, sans liquidation.

### **Deuxième résolution**

L'Assemblée Générale Extraordinaire, après avoir entendu la lecture du rapport des Commissaires aux Comptes sur les apports en nature, approuve l'apport effectué par Safripac en faveur de la Société, au titre de la fusion et l'évaluation qui en a été faite.

### **Troisième résolution**

L'Assemblée Générale Extraordinaire, en rémunération de l'apport de l'universalité du patrimoine transmis par Safripac à la Société, décide de créer 1 563 180 actions nouvelles d'une valeur nominale de 100 dirhams chacune, compte tenu du rapport d'échange de 19 actions de Safripac pour 108 actions de la Société.

L'Assemblée Générale décide, en conséquence, d'augmenter son capital social de 156 318 000 dirhams pour le porter de 101 937 500 dirhams à 258 255 500 dirhams, par création de 1 563 180 actions nouvelles d'une valeur nominale de 100 dirhams chacune, lesquelles seront attribuées directement par la Société aux actionnaires de Safripac, au regard de la parité d'échange susvisée.

La différence entre le montant de l'augmentation du capital de la Société et le montant de l'apport d'actif net fait par Safripac, soit 102 381 107 dirhams, représentera le montant de la prime de fusion.

Ces actions nouvelles porteront jouissance du 1<sup>er</sup> janvier 2008, date d'ouverture de l'exercice en cours de la Société.

### **Quatrième résolution**

L'Assemblée Générale Extraordinaire, au vu des résolutions ci-dessus adoptées, décide de modifier l'article 6 des statuts comme suit :

« Le capital social est fixé à deux cent cinquante huit millions deux cent cinquante cinq mille cinq cent (258 255 500) dirhams et est divisé en deux millions cinq cent quatre vingt deux mille cinq cent cinquante cinq (2 582 555) actions d'une valeur nominale de cent (100) dirhams chacune, numérotées de 1 à 2 582 555 ».

### **Cinquième résolution**

L'Assemblée Générale Extraordinaire, après avoir entendu la lecture du rapport du Conseil d'Administration, décide la modification de l'article 12 des statuts en vue de prévoir la possibilité pour le Conseil d'Administration de choisir entre les deux options d'exercice de la Direction Générale prévues par la loi n° 17-95 telle que modifiée et complétée, ladite Direction Générale pouvant être assumée, soit par le Président du Conseil d'Administration, soit par une autre personne physique, nommée par le conseil, et portant le titre de Directeur Général.

L'article 12 de statuts sera désormais rédigé comme suit :

« La Direction Générale est assumée, sous sa responsabilité, soit par le Président du Conseil d'Administration avec le titre de Président Directeur Général, soit par une autre personne physique nommée par le Conseil d'Administration et portant le titre de Directeur Général.

Le Conseil d'Administration choisit entre les deux modalités susvisées d'exercice de la Direction Générale. Ce choix sera porté à la connaissance des actionnaires lors de l'Assemblée Générale et fera l'objet des formalités de dépôt, de publicité et d'inscription au registre du commerce dans les conditions prévues par la Loi.

Dans l'hypothèse où le Président du Conseil d'Administration exerce les fonctions de Directeur Général, les stipulations des statuts et les dispositions de la Loi relatives à ce dernier lui sont applicables.

Lorsque la Direction Générale n'est pas assumée par le Président du Conseil d'Administration, le Conseil d'Administration nomme une personne physique choisie parmi les membres du Conseil ou en dehors d'eux qui porte le titre de Directeur Général.

Lorsqu'un Directeur Général est administrateur, la durée de ses fonctions ne peut excéder celle de son mandat.

Le Directeur Général assume, sous sa responsabilité, la Direction Générale et la représente dans ses rapports avec les tiers, sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la Loi aux Assemblées Générales et des pouvoirs spécifiques du Conseil d'Administration, ainsi que des dispositions de la Loi concernant les cautions, avals ou garanties.

Le Directeur Général engage Papelera même par les actes qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances ; étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Les stipulations statutaires ou les décisions du Conseil d'Administration limitant les pouvoirs du Directeur Général sont inopposables aux tiers.

Le Directeur Général a la faculté de substituer partiellement dans ses pouvoirs autant de mandataires qu'il avisera.

Sur proposition du Directeur Général, le Conseil d'Administration peut nommer un ou plusieurs Directeurs Généraux Délégués, dans les conditions prévues par la Loi.

Les Directeurs Généraux Délégués sont obligatoirement des personnes physiques ; ils peuvent être choisis parmi les administrateurs ou en dehors d'eux et sont chargés d'assister le Directeur Général.

Les Directeurs Généraux Délégués sont révocables à tout moment par le Conseil d'Administration, sur proposition du Directeur Général ; en cas de décès, démission ou révocation de ce dernier, ils conservent, sauf décision contraire du Conseil, leurs fonctions et leurs attributions jusqu'à la nomination du nouveau Directeur Général.

L'étendue et la durée des pouvoirs délégués aux Directeurs Généraux Délégués sont déterminées par le Conseil d'Administration, en accord avec le Directeur Général. Toutefois, la limitation de ces pouvoirs n'est pas opposable aux tiers, vis-à-vis desquels chaque Directeur Général Délégué a les mêmes pouvoirs que le Directeur Général.

Lorsqu'un Directeur Général Délégué est administrateur, la durée de ses fonctions ne peut excéder celle de son mandat.

Les actes concernant Papelera et tous engagements pris en son nom, ainsi que les retraits de fonds et valeurs, les mandats sur tous banquiers, débiteurs et dépositaires, et les souscriptions, endos, acceptations ou acquits d'effets de commerce, sont valablement signés par le Président Directeur Général ou, le cas échéant, par le Directeur Général, ou l'un des Directeurs Généraux Délégués, ainsi que par tout fondé de pouvoir spécial, agissant chacun dans les limites de ses pouvoirs respectifs.

Le Conseil d'Administration peut nommer, s'il le juge utile, un ou plusieurs vice-présidents.

Il choisit également, parmi ses membres, ou en dehors d'eux, et même des actionnaires, un secrétaire.

En cas d'absence du Président, le conseil désigne, pour chaque séance, celui de ses membres qui remplit les fonctions de Président.»

### **Sixième résolution**

L'Assemblée Générale Extraordinaire, prenant acte de la démission de l'ensemble des membres du Conseil d'Administration de Papelera devant prendre effet à la date de la tenue de la présente Assemblée Générale, décide de nommer en qualité de nouveaux administrateurs pour une durée de six ans :

- **CDG Développement**, société anonyme de droit marocain au capital de 1.728.956.100 dirhams dont le siège social est situé Espace des Oudayas, angles avenues Annakhil et Mehdi Benbarka, Hay Riad à Rabat, immatriculée au Registre du Commerce de Rabat sous le n° 20.259 ;
- **Monsieur Hassan BOUBRIK**, de nationalité marocaine, né le 12 décembre 1968, demeurant à section 12, résidence Beni Znassen, immeuble 6, appat. 5, Hay Ryad, Rabat, titulaire de la CIN n° J 238236 ;
- **Monsieur Mohamed HAFNAOUI**, né le 15 février 1963, de nationalité marocaine, demeurant à Rue Docteur Faraj étage 6 N° 39 Tanger, titulaire de la CIN n° B 440703 ;
- **Monsieur Mohsin SEFRIOUI**, de nationalité marocaine, titulaire de la CIN n° C 19694, né le 22 mai 1959, demeurant au 35 avenue Pasteur à Tanger ;
- **Monsieur Mohamed Fouad SEFRIOUI**, de nationalité marocaine, titulaire de la CIN n° K 6268, né le 31 août 1944, demeurant au Place du Cadi, Jamaa Al Mokraa à Tanger ;
- **Madame Ilham SEFRIOUI**, de nationalité marocaine, titulaire de la CIN n° C19654, née le 6 février 1955, demeurant au 6, avenue Ahmed Balafrej-Souissi à Rabat.

### **Septième résolution**

L'Assemblée Générale Extraordinaire confère tous pouvoirs à tout porteur d'un exemplaire, d'un extrait ou copie du présent procès verbal pour l'accomplissement des formalités légales de dépôt et de publicité.

## II. OBJECTIFS DE L'OPERATION DE FUSION-ABSORPTION

La fusion-absorption s'inscrit dans le cadre d'un rapprochement stratégique entre la Société d'une part et Safripac SA d'autre part et ce dans un contexte économique difficile et un marché de la papeterie caractérisé par : (i) la hausse des prix des matières premières (en l'occurrence la pâte à papier), (ii) le coût élevé de la facture énergétique et (iii) l'impact des importations sur le marché national de la papeterie.

Cette opération de fusion-absorption trouve également toute sa justification dans la complémentarité caractérisant les deux sociétés concernées, compte tenu notamment de la similitude des activités exercées ainsi que du capital humain et de l'expérience accumulée par chacune des entités dans l'industrie papetière.

Les principaux objectifs visés par la Société à travers la présente opération de fusion-absorption sont les suivants :

- Constituer un acteur clé sur le marché du papier et du carton (impression/écriture et emballage) au Maroc :
  - Doté d'un outil de production modernisé ;
  - Fort d'une situation financière solide ;
  - Capable d'être compétitif avec les papetiers internationaux, notamment à compter du démantèlement des protections douanières sur le marché marocain prévu en 2012 ;
- Accroître la part de marché de la Société dans l'industrie papetière ;
- Renforcer le potentiel de développement du nouvel ensemble<sup>1</sup> ;
- Réduire le coût de fonctionnement et de gestion du nouvel ensemble et permettre une utilisation plus rationnelle de ses moyens (humains, matériels et financiers).

La fusion devrait permettre à Safripac SA et la Société de conforter leur position d'acteurs majeurs du secteur du papier au Maroc. Par ailleurs, cette opération constitue une opportunité d'accélérer la dynamique de développement des deux sociétés. En effet, après réalisation de la fusion, la Société bénéficiera de synergies industrielles et de perspectives commerciales significatives.

## III. PRESENTATION DE SAFRIPAC SA

Fondée en 1976 à Tanger, Safripac SA est une société spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de papier pour emballage et impression/écriture. En effet, Safripac SA a pour objet :

- Toutes les études et réalisations concernant l'industrie papetière ;
- La fabrication du papier en tous genres, notamment du papier à usage industriel et domestique, du papier d'emballage, des cartonnages et de toutes sortes de papiers ;
- La transformation et la commercialisation de la pâte à papier et tous produits et dérivés du papier ;
- L'importation et la commercialisation de la pâte à papier et tous produits et dérivés du papier ;
- La création, l'acquisition, la prise à bail, l'exploitation ou la location de tous établissements industriels ou commerciaux se rapportant aux opérations ci-dessus, l'obtention ou l'acquisition de tous brevets, licences, procédés et marques de fabrique, leur exploitation, cession ou apport ainsi que la concession de toutes licences d'exploitation.

Safripac SA<sup>2</sup>, détenue exclusivement par la famille SEFRIQUI, est aujourd'hui un des principaux leaders de la production de papier au Maroc grâce notamment à une gamme de produits diversifiée.

Safripac SA dispose de trois chaînes de production (PM1, PM2 et PM3) et d'un atelier de transformation de papier installés sur une superficie totale d'environ 35 000 m<sup>2</sup> couverts et emploie au total 383 personnes au 31 mars 2008.

---

<sup>1</sup> Papelera de Tetuan SA post-rapprochement stratégique avec Safripac SA.

<sup>2</sup> Au 31/12/2007, la part de marché de Safripac SA sur le marché du papier impression/écriture au Maroc s'établit à 14,6% (source : Safripac SA).

Depuis sa création, l'usine de Safripac SA a produit plus de 500 mille tonnes de papier d'emballage et impression écriture avec un rythme en progression continue. La capacité potentielle totale de production nette des 3 machines actuelles (PM1, PM2 et PM3) est de l'ordre de 65 000 tonnes par an (soit 9 000 tonnes pour la PM1, 17 000 tonnes pour la PM2 et 39 000 tonnes pour la PM3). Il est utile de préciser que l'exploitation de la machine PM3 n'a démarré qu'en juin 2008.

L'évolution de la production nette de Safripac SA sur les trois derniers exercices se décline comme suit :

En tonnes (sinon précisé)	2005	2006	2007
Production nette <sup>3</sup>	22 276	22 398	22 000
Taux d'utilisation (en %) <sup>4</sup>	85,7%	86,1%	84,6%

Source : Safripac SA

Safripac SA propose une gamme de produits diversifiée, à travers deux grandes familles de papier : le papier pour emballage et le papier pour impression-écriture. Les articles sont fournis sous diverses présentations : bobines, rouleaux, ramettes, articles scolaires répondant aux besoins des clients en termes de grammage, couleur, taux de blancheur, etc.

Depuis sa création, Safripac SA a multiplié ses points de ventes en se positionnant sur Casablanca, Fès, Rabat, Marrakech, Oujda.

### III.1. DATES CLES

<b>1976</b>	Création de la société Safripac SA
<b>1991</b>	Nomination de M. Mohsin SEFRIQUI au poste de Président Directeur Général
<b>1997</b>	Acquisition de la deuxième ligne de production spécialisée dans la fabrication du papier édition
<b>1999</b>	Mise en place d'un atelier moderne de transformation de papier
<b>2000</b>	Lancement des produits bureautiques
<b>2004</b>	Lancement des produits scolaires (cahiers, etc.). Obtention de la certification ISO 9001 version 2000
<b>2006</b>	Démarrage de la démarche qualité environnement en vue de la certification ISO 14001 afférente au management environnemental
<b>2007</b>	Acquisition de la troisième ligne de production
<b>2008</b>	Démarrage de l'exploitation de la troisième ligne de production en juin 2008. Signature, en date du 21 juillet 2008, d'un protocole d'accord pour le rapprochement stratégique entre Safripac SA et la Société par voie de fusion par absorption de Safripac SA par la Société. Signature, en date du 24 septembre 2008, du traité de fusion avec effet rétroactif au 1 <sup>er</sup> avril 2008, modifié par avenant en date du 31 octobre 2008

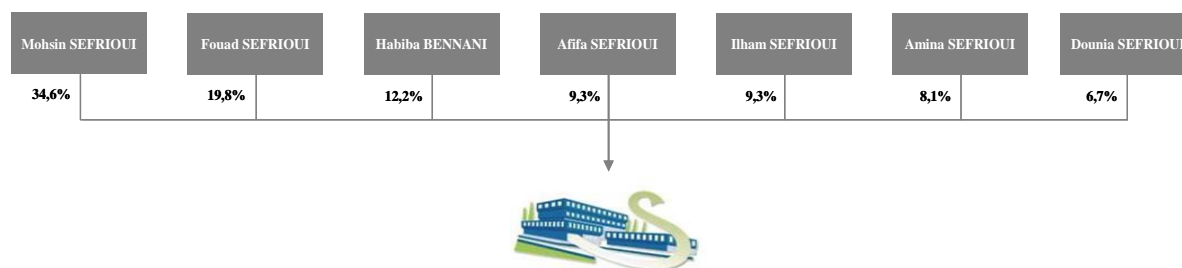
Source : Safripac SA

<sup>3</sup> La production nette correspond au volume de papier, répondant aux standards de la société (hors pertes), produit à la sortie des bobineuses.

<sup>4</sup> Taux d'utilisation égal au rapport entre la production de l'exercice et les capacités de production de Safripac SA, hors PM3 (soit 26 000 tonnes).

### III.2. ACTIONNARIAT

#### Actionnariat au 31 mars 2008 de Safripac SA<sup>5</sup>



Source : Safripac SA

### III.3. PRINCIPALES DONNEES FINANCIERES

Les principales données chiffrées de Safripac SA, pour les exercices clos le 31 mars 2006, le 31 mars 2007 et le 31 mars 2008, se présentent comme suit :

Agrégats	31 mars 2006	31 mars 2007	31 mars 2008
Chiffre d'affaires	172 627	204 947	204 917
Résultat net	14 455	5 280	11 023
Total bilan	290 482	295 987	337 684
Capitaux propres	117 890	116 570	115 218

En kdh - Source : Safripac SA

<sup>5</sup> Le pourcentage de détention correspond également au pourcentage des droits de vote.

#### IV. MONTANT DE L'OPERATION

La Société envisage la mise en œuvre d'une augmentation de capital à l'issue d'une opération de fusion-absorption pour un montant de 258 699 107 Dh, prime de fusion comprise, par émission de 1 563 180 actions de 100 Dh chacune au prix d'émission de 165,5 Dh, soit une prime de fusion unitaire de 65,5 Dh.

#### V. RENSEIGNEMENTS RELATIFS AUX TITRES A EMETTRE

<b>Nature des titres</b>	Actions de Papelera de Tetuan toutes de même catégorie
<b>Forme juridique</b>	Les actions seront toutes nominatives. Les actions de la Société seront entièrement dématérialisées et inscrites en compte chez Maroclear
<b>Nombre de titres à émettre</b>	1 563 180 actions
<b>Prix d'émission</b>	165,5 Dh par action
<b>Valeur nominale</b>	100 Dh
<b>Prime de fusion</b>	Les actions seront émises avec une prime de fusion de 65,5 Dh par action
<b>Date de jouissance</b>	1 <sup>er</sup> janvier 2008
<b>Libération des titres</b>	Les actions émises seront entièrement libérées et seront libres de tout engagement
<b>Ligne de cotation</b>	1 <sup>ère</sup> ligne
<b>Négociabilité des titres</b>	Les actions, objet de la présente Opération, seront librement négociables
<b>Cotation des nouveaux titres</b>	Les actions issues de la présente augmentation de capital seront entièrement assimilées aux actions déjà existantes, cotées en 1 <sup>ère</sup> ligne, quant à leurs droits et obligations
<b>Droits rattachés</b>	Toutes les actions (anciennes et nouvelles) bénéficieront des mêmes droits tant dans la répartition des bénéfices que dans la répartition du boni de liquidation. Chaque action donnera droit à un droit de vote lors de la tenue des Assemblées

## **VI. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'EMISSION**

### **Avertissement**

**La démarche adoptée pour la détermination du prix d'émission des nouvelles actions de la Société dans le cadre de la présente Opération est exclusivement fondée sur la méthode d'actualisation des *cash-flows* futurs (DCF).**

**La détermination des *cash-flows* repose sur l'élaboration d'un plan d'affaires (modèle *stand-alone* différent de la partie perspectives et stratégie de développement) sur un horizon cohérent de 10 ans. Ce plan d'affaires (modèle *stand-alone*) prévoit des changements opérationnels majeurs, en l'occurrence :**

- **La fermeture du site de Tétouan (appartenant à Papelerera de Tetuan SA) courant 2009 et la vente du terrain y afférent et des machines existantes ;**
- **Le transfert de l'activité de la Société à Sidi Yahya afin de réaliser des économies substantielles liées : au transport (proximité de la pâte à papier produite par Cellulose du Maroc et de la clientèle cible de la Société), à l'énergie électrique (connexion directement au réseau ONE), etc. En raison de l'opération de fusion-absorption entre la Société et Safripac SA, le transfert à Sidi Yahya n'est plus d'actualité**

Le Conseil d'Administration, tenu le 29 juillet 2008 et le 31 octobre 2008, a examiné le projet de fusion par voie d'absorption de Safripac par la Société et l'augmentation de capital de la Société. Il a ainsi arrêté la valeur de Papelerera de Tetuan à 168 702 kdh, soit 165,5 Dh par action.

La démarche adoptée pour la détermination du prix d'émission des nouvelles actions de la Société dans le cadre de la présente Opération est exclusivement fondée sur la méthode d'actualisation des *cash-flows* futurs (DCF).

Cette méthode permet de valoriser le potentiel de développement futur de la Société et constitue l'approche de référence retenue pour le calcul de la parité d'échange.

Les méthodes suivantes ont été volontairement écartées :

- Les comparables boursiers : dans la mesure où il n'existe aucune société disposant de caractéristiques techniques et opérationnelles (en termes de localisation, de produits, de situation financière, etc.) similaires à celles de la Société, cotée sur les marchés boursiers national et internationaux ;
- Les multiples transactionnels : aucune transaction récemment intervenue dans le secteur du papier n'est réellement comparable au profil de la Société et de Safripac SA. Par ailleurs, la rentabilité actuelle affichée par la Société combinée à sa structure financière rendent le recours aux multiples transactionnels peu judicieux ;
- La référence au cours de bourse de la Société : compte tenu de la faible liquidité de l'action Papelerera de Tetuan constatée sur les 12 derniers mois ;
- L'actif net réévalué : il s'agit d'une approche liquidative qui ne tient pas en compte des perspectives futures.

### **VI.1. ACTUALISATION DES *CASH-FLOWS* FUTURS**

#### **VI.1.1. RAPPEL METHODOLOGIQUE**

La méthode DCF mesure la capacité d'une entreprise à créer de la valeur. La création de valeur résulte de la différence entre la rentabilité des capitaux investis et l'exigence de rémunération des actionnaires et des créanciers.

Cette méthode donne une vision dynamique de la valeur d'une activité puisqu'elle se base sur des projections de résultats et prend en considération les principaux facteurs qui influent sur la valeur de l'activité, tels que l'évolution de sa rentabilité, sa cyclicité, sa situation financière et le risque propre.

La détermination des *cash-flows* repose sur l'élaboration d'un plan d'affaires sur un horizon cohérent de 10 ans et le calcul de la valeur terminale de la Société à l'issue de la période considérée. Ce plan d'affaires prévoit des changements opérationnels majeurs, en l'occurrence :

- La fermeture du site de Tétouan (appartenant à Papelera de Tetuan SA) courant 2009 et la vente du terrain y afférent et des machines existantes ;
- Le transfert de l'activité de la Société à Sidi Yahya afin de réaliser des économies substantielles liées : au transport (proximité de la pâte à papier produite par Cellulose du Maroc<sup>6</sup> et de la clientèle cible de la Société), à l'énergie électrique (connexion directement au réseau ONE), etc. En raison de l'opération de fusion-absorption entre la Société et Safripac SA, le transfert à Sidi Yahya n'est plus d'actualité.

La valeur d'entreprise (VE) est alors estimée en actualisant, au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC), les *cash-flows* futurs incluant la valeur terminale.

La valeur des fonds propres ( $V_{fp}$ ) est ensuite déduite après soustraction de l'endettement net de la valeur d'entreprise.

### VI.1.2. CALCUL DU TAUX D'ACTUALISATION

Le Coût Moyen Pondéré du Capital correspond à la rentabilité exigée par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise. Le coût du capital est ainsi reconstitué à partir de l'évaluation des différents titres financiers de l'entreprise (coût des fonds propres et coût de la dette) suivant la formule suivante :

$$CMPC = C_{fp} * \frac{FP}{FT} + C_d * (1 - IS) * \frac{D}{FT}$$

Où	$C_{fp}$	Coût des fonds propres
	FP	Fonds propres
	FT	Financement total
	$C_d * (1 - IS)$	Coût de la dette nette d'impôts
	D	Endettement net

Le coût des fonds propres est calculé de la manière suivante :

$$C_{fp} = R_f + \beta * (k_M - R_f)$$

Où	$R_f$	Taux sans risque Maroc (BT 10 ans), soit 4,19% <sup>7</sup>
	$\beta$	Bêta désendetté de 1,2 <sup>8</sup>
	$k_M$	Rendement marché actions de 8,5% <sup>9</sup>

En tenant compte d'une structure financière cible (endettement financier net / fonds propres) de 55% et d'un coût de la dette après impôts de 3,36%, le CMPC retenu pour l'actualisation des *cash-flows* ressort à 13,05%.

<sup>6</sup> Le groupe Cellulose du Maroc est installé à Sidi Yahya.

<sup>7</sup> Source : Bank Al Maghrib - 06 juin 2008.

<sup>8</sup> Estimation de BMCE Capital Conseil compte tenu du profil de la Société.

<sup>9</sup> Source : BMCE Capital Conseil.

### VI.1.3. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION PAR LA METHODE DCF

La valorisation par la méthode DCF est élaborée à partir d'un business plan prévisionnel sur un horizon de 10 ans (2008<sup>E</sup>-2018<sup>P</sup>).

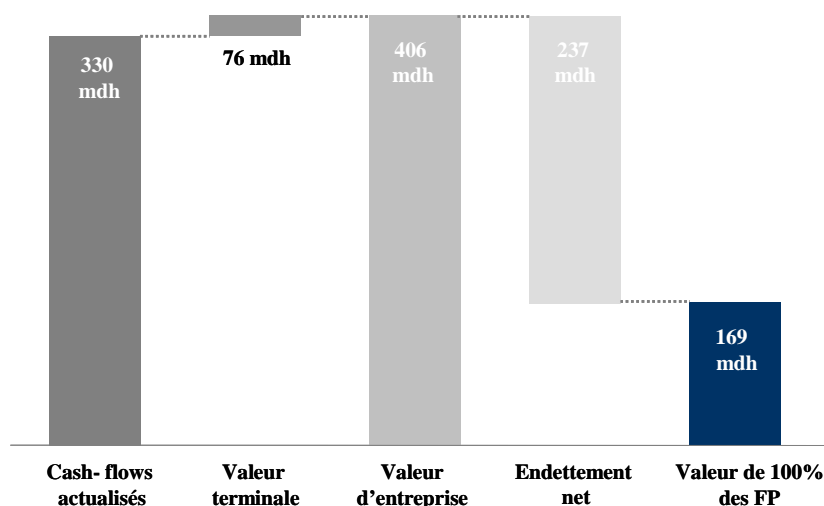
Les *cash-flows* d'exploitation générés (modèle *stand-alone*) sur la période (2008<sup>E</sup>-2018<sup>P</sup>) se déclinent comme suit :

	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>	2016 <sup>P</sup>	2017 <sup>P</sup>	2018 <sup>P</sup>
EBE	17	38	62	61	52	52	52	52	52	52	52
Moins amortissements	20	29	22	20	20	21	22	22	23	24	25
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-3</b>	<b>9</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>27</b>
Moins impôts	1	1	12	12	9	9	9	9	9	8	8
<b>Résultat d'exploitation (moins impôts)</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>19</b>
Plus amortissements	20	29	22	20	20	21	22	22	23	24	25
Moins investissements (nets)	-66	65	-38	3	4	4	5	6	7	7	8
Moins variations du BFR	-6	9	5	4	-4	1	1	1	1	1	0
Moins impact fiscal des éléments exceptionnels	25	0	6	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cash-flows</b>	<b>63</b>	<b>-38</b>	<b>76</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>35</b>	<b>35</b>

En mdh - Source : BMCE Capital Conseil

Sur la base d'un CMPC de 13,05%, la valeur des fonds propres de la Société s'établit à **169 mdh**, soit une valeur par action de 165,5 dirhams.

#### Synthèse de valorisation - DCF



En mdh - Source : BMCE Capital Conseil

## VII. INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Intermédiaires financiers	Dénomination	Adresse
Conseiller et coordinateur global	BMCE Capital Conseil	30, boulevard Moulay Youssef, Casablanca
Organisme centralisateur	Safabourse	9, Bd Kennedy - Casablanca - Maroc

## VIII. CALENDRIER DE L'OPÉRATION

Le calendrier de l'Opération est détaillé dans le tableau ci-après :

Ordre	Étapes	Au plus tard
1	Réception par la Bourse de Casablanca du dossier complet de l'Opération	08 décembre 2008
2	Emission de l'avis d'approbation de la Bourse de Casablanca sur l'Opération	11 décembre 2008
3	Réception par la Bourse de Casablanca de la note d'information visée par le CDVM	11 décembre 2008
4	Publication au Bulletin de la Cote de l'avis relatif à l'Opération	12 décembre 2008
5	Publication de l'extrait de la note d'information dans un journal d'annonces légales	13 décembre 2008
6	Ouverture de l'opération d'échange	15 décembre 2008
7	Clôture de l'opération d'échange	17 décembre 2008
8	Approbation du projet de fusion-absorption et constatation de la réalisation de l'augmentation du capital par l'AGE de la Société. Approbation du projet de fusion-absorption par l'AGE de Safripac	18 décembre 2008
9	Réception par la Bourse de Casablanca du Procès Verbal de l'AGE de Safripac SA et de la Société ayant ratifié le projet de fusion-absorption	19 décembre 2008
10	Admission des nouvelles actions Papelera de Tetuan	24 décembre 2008

## IX. PERIODE D'ÉCHANGE

La période d'échange est prévue pour le 15 au 17 décembre 2008.

La présente Opération est réservée aux actionnaires actuels de la société Safripac SA.

La parité d'échange est établie à 108 actions de Papelera de Tetuan pour 19 actions de Safripac.



## **X. COTATION EN BOURSE**

---

<b>Secteur</b>	Sylviculture et Papier
<b>Libellé</b>	Papelera de Tetuan
<b>Ticker</b>	PDT
<b>Code valeur</b>	6 500
<b>Code ISIN</b>	MA0000011447
<b>Compartiment</b>	Second compartiment (Marché de développement)
<b>Mode de cotation</b>	Multi-fixing
<b>Date de première cotation</b>	24 décembre 2008
<b>Organisme centralisateur</b>	Safabourse

---

## XI. IMPACTS DE L'OPERATION DE FUSION-ABSORPTION

### XI.1. IMPACT SUR LA STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT

#### Répartition de l'actionariat avant et après l'Opération

Actionnaires	Avant l'Opération			Après l'Opération		
	Nb. de titres	% du capital	% des droits de vote	Nb. de titres	% du capital	% des droits de vote
Groupe Cellulose du Maroc	612 624	60,1%	60,1%	612 624	23,7%	23,7%
CDG	1	0,0%	0,0%	1	0,0%	0,0%
TAIC	1	0,0%	0,0%	1	0,0%	0,0%
Younes RAISSOUNI	13	0,0%	0,0%	13	0,0%	0,0%
CDG Développement	265 505	26,1%	26,1%	265 505	10,3%	10,3%
CDG Actions	19 309	1,9%	1,9%	19 309	0,7%	0,7%
Abdelaziz BENJELLOUN	26	0,0%	0,0%	26	0,0%	0,0%
Abderrahim LHASSANI	1	0,0%	0,0%	1	0,0%	0,0%
Famille SEFRIOUI	-	-	-	1 563 180	60,5%	60,5%
<i>Mohsin SEFRIOUI</i>	-	-	-	541 332	21,0%	21,0%
<i>Med Fouad SEFRIOUI</i>	-	-	-	308 668	12,0%	12,0%
<i>Habiba BENNANI</i>	-	-	-	190 248	7,4%	7,4%
<i>Afifa SEFRIOUI</i>	-	-	-	145 228	5,6%	5,6%
<i>Ilham SEFRIOUI</i>	-	-	-	145 228	5,6%	5,6%
<i>Amina SEFRIOUI</i>	-	-	-	127 038	4,9%	4,9%
<i>Downia SEFRIOUI</i>	-	-	-	105 438	4,1%	4,1%
Flottant (en bourse)	121 895	11,9%	11,9%	121 895	4,7%	4,7%
<b>Total</b>	<b>1 019 375</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 582 555</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

### XI.2. IMPACT SUR LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION (CF. LE POINT II.3. DE LA PARTIE III)

La sixième résolution du texte des projets de résolutions qui sera soumis à l'Assemblée Générale Extraordinaire du 18 décembre 2008, prévoit que :

L'Assemblée Générale Extraordinaire, prenant acte de la démission de l'ensemble des membres du Conseil d'Administration de la Société devant prendre effet à la date de la tenue de la présente Assemblée Générale, décide de nommer en qualité de nouveaux administrateurs pour une durée de six ans :

- **CDG Développement**, société anonyme de droit marocain au capital de 1.728.956.100 dirhams dont le siège social est situé Espace des Oudayas, angles avenues Annakhil et Mehdi Benbarka, Hay Riad à Rabat, immatriculée au Registre du Commerce de Rabat sous le n° 20.259 ;
- **Monsieur Hassan BOUBRIK**, de nationalité marocaine, né le 12 décembre 1968, demeurant à section 12, résidence Beni Znassen, immeuble 6, appat. 5, Hay Ryad, Rabat, titulaire de la CIN n° J 238236 ;
- **Monsieur Mohamed HAFNAOUI**, né le 15 février 1963, de nationalité marocaine, demeurant à Rue Docteur Faraj étage 6 N° 39 Tanger, titulaire de la CIN n° B 440703 ;



- **Monsieur Mohsin SEFRIOUI**, de nationalité marocaine, titulaire de la CIN n° C 19694, né le 22 mai 1959, demeurant au 35 avenue Pasteur à Tanger ;
- **Monsieur Mohamed Fouad SEFRIOUI**, de nationalité marocaine, titulaire de la CIN n° K 6268, né le 31 août 1944, demeurant au Place du Cadi, Jamaa Al Mokraa à Tanger ;
- **Madame Ilham SEFRIOUI**, de nationalité marocaine, titulaire de la CIN n° C19654, née le 6 février 1955, demeurant au 6, avenue Ahmed Balafrej-Souissi à Rabat.

## **XII. FISCALITE RELATIVE A L'OPERATION DE FUSION**

La Société et Saffripac SA ont décidé de placer l'opération de fusion-absorption sous le régime particulier des fusions prévu par l'article 162 du Code Général des Impôts.

Le régime particulier des fusions prévoit, sous réserve de respecter certaines règles de forme prévues par le législateur, que :

- La plus-value nette réalisée par la société absorbée à la suite de l'apport ou de la cession de l'ensemble des éléments de l'actif immobilisé et des titres de participation, ne soit pas imposée. Cette exonération est conditionnée par le dépôt au service local des impôts dont dépend la société fusionnée, en double exemplaire, d'une déclaration écrite accompagnée :
  - D'un état récapitulatif des éléments apportés comportant tous les détails relatifs aux plus-values réalisées ou aux moins-values subies et dégageant la plus-value nette qui ne sera pas imposée chez la société absorbée ;
  - D'un état concernant, pour chacune de ces sociétés, les provisions figurant au passif du bilan avec indication de celles qui n'ont pas fait l'objet de déduction fiscale ; et
  - De l'acte de fusion dans lequel la société absorbante s'engage à :
    - Reprendre, pour leur montant intégral, les provisions dont l'imposition est différée ;
    - Réintégrer, dans ses bénéfices imposables, la plus-value nette réalisée par chacune des sociétés fusionnées sur l'apport des titres de participation et des éléments amortissables étant entendu que la plus-value nette précitée devra être réintégrée dans le résultat fiscal, par fractions égales, sur une période maximale de 10 ans, et la valeur d'apport des éléments concernés par cette réintégration devra être prise en considération pour le calcul des amortissements et des plus-values ultérieures ;
    - Ajouter aux plus-values constatées ou réalisées ultérieurement à l'occasion du retrait ou de la cession des éléments non concernés par la réintégration prévue ci-dessus, les plus-values qui ont été réalisées par la société fusionnée et dont l'imposition a été différée.
- Les éléments du stock à transférer de la société absorbée à la société absorbante sont évalués, sur option, soit à leur valeur d'origine soit à leur prix du marché.

### **XIII. FISCALITE RELATIVE AUX OPERATIONS SUR TITRES**

Le régime fiscal marocain est présenté ci-dessous à titre indicatif et ne constitue pas l'exhaustivité des situations fiscales applicables à chaque investisseur.

Sous réserve de modifications législatives ou réglementaires, le régime actuellement en vigueur est le suivant :

#### **XIII.1. ACTIONNAIRES PERSONNES PHYSIQUES RESIDENTES**

##### **XIII.1.1.IMPOSITION DES PROFITS DE CESSION**

Conformément aux dispositions de l'article 73 du Code Général des Impôts, les profits de cession des actions sont soumis à l'IR au taux de 15%. 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 68 du Code Général des Impôts, 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 24 000 Dh ;
- La donation des actions effectuée entre ascendants et descendants, entre époux et entre frères et sœurs.

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 de valeurs mobilières ;
- 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 4<sup>ème</sup> année qui suit celle de la réalisation des moins-values.

##### **XIII.1.2.IMPOSITION DES DIVIDENDES**

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

#### **XIII.2. ACTIONNAIRES PERSONNES MORALES RESIDENTES**

##### **XIII.2.1.IMPOSITION DES PROFITS DE CESSION**

Les profits nets résultant de la cession, en cours ou en fin d'exploitation, d'actions cotées à la Bourse de Casablanca sont imposables en totalité.

##### **XIII.2.2.IMPOSITION DES DIVIDENDES**

#### **Personnes morales résidentes passibles de l'IS**

Les dividendes distribués, versés, mis à la disposition ou inscrits en comptes par des sociétés soumises à 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.

## **Personnes morales résidentes passibles de l'IR**

Les dividendes distribués à des personnes morales résidentes passibles de l'IR sont soumis à une retenue à la source au taux de 10% libératoire de l'impôt.

### **XIII.3. ACTIONNAIRES PERSONNES PHYSIQUES NON RESIDENTES**

#### **XIII.3.1.IMPOSITION DES PROFITS DE CESSION**

Sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition, les profits de cession d'actions réalisées par des personnes physiques non résidentes sont imposables à l'IR.

#### **XIII.3.2.IMPOSITION DES DIVIDENDES**

Sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition, les dividendes sont soumis à une retenue à la source au taux de 10%.

### **XIII.4. ACTIONNAIRES PERSONNES MORALES NON RESIDENTES**

#### **XIII.4.1.IMPOSITION DES PROFITS DE CESSION**

Les profits de cession d'actions cotées à la Bourse de Casablanca réalisées par des personnes morales non résidentes sont exonérés de l'impôt sur les sociétés. Toutefois, cette exonération ne s'applique pas aux profits résultant de la cession des titres des sociétés à prépondérance immobilière.

#### **XIII.4.2.IMPOSITION DES DIVIDENDES**

Sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition, les dividendes sont soumis à une retenue à la source au taux de 10%.

## **XIV. CHARGES RELATIVES A L'OPERATION**

Les frais de l'Opération sont à la charge de la Société et sont estimés à près de 3,9% (hors taxes) du montant de l'Opération. La nature de ces frais est détaillée ci-dessous :

- Les frais légaux ;
- Le conseil juridique ;
- Le conseil financier ;
- Le conseil fiscal;
- Le dépositaire des titres ;
- La communication ; et
- La commission relative au visa du CDVM.



## **Partie III**

## **PRESENTATION GENERALE DE LA SOCIETE**

## I. RENSEIGNEMENTS A CARACTERE GENERAL

<b>Dénomination sociale</b>	Papelera de Tetuan SA
<b>Siège social</b>	Rue Oued Oum Rabiaa s/n donnant sur Avenue Hassan II, Tétouan
<b>Téléphone</b>	+212 39 96 14 49 / +212 22 76 83 01 à 05
<b>Fax</b>	+212 39 96 67 86 / +212 39 96 00 91 / +212 22 76 82 70 / +212 22 76 82 71
<b>Adresse électronique</b>	<a href="http://www.papeleradetetuan.com">www.papeleradetetuan.com</a>
<b>Forme juridique</b>	Société Anonyme à Conseil d'Administration
<b>Date de constitution</b>	1 <sup>er</sup> janvier 1948
<b>Durée de vie</b>	99 ans
<b>N° du registre du commerce</b>	Tétouan - n° 291
<b>Exercice social</b>	Du 1 <sup>er</sup> janvier au 31 décembre
<b>Capital social à fin septembre 2008</b>	101 937 500 Dh, entièrement libéré, divisé en 1 019 375 actions de 100 Dh chacune, et toutes de même catégorie
<b>Date d'introduction à la Bourse de Casablanca</b>	24 août 1998
<b>Consultation des documents juridiques</b>	Les documents sociaux, comptables et juridiques dont la communication est prévue par la loi notamment les statuts, procès verbaux des Assemblées Générales et les rapports des Commissaires aux Comptes peuvent être consultés au siège de la Société
<b>Objet social</b>	<p>Selon l'article 3 des statuts, la Société a pour objet :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La fabrication, l'achat, la transformation, l'importation, la vente et l'exportation de cellulose, papier et carton, ainsi que ses dérivés ; et</li> <li>▪ D'une manière générale, effectuer toutes opérations industrielles, commerciales, financières, mobilières et immobilières nécessaires ou simplement utiles à son essor et à son développement</li> </ul>
<b>Textes législatifs</b>	<p>De par sa forme juridique, la Société est régie par la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes telle que modifiée et complétée par la loi n° 20-05.</p> <p>De par sa cotation à la Bourse de Casablanca, la Société est également soumise à toutes les dispositions légales et réglementaires relatives aux marchés financiers et notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Le 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, 52-01 et 45-06 ;</li> <li>▪ Le Règlement Général de la Bourse des Valeurs approuvé par l'Arrêté du Ministre de l'Economie et des Finances n° 499-98 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 et par les Arrêtés du Ministre des Finances et de la Privatisation n° 1994-04, 1137-07 et 1268-08 ;</li> </ul>

- Le Règlement Général du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières approuvé par l'arrêté du Ministère de l'Economie et des Finances n° 822-08 du 14/04/2008 ;
- Le 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 les lois n° 23-01, 36-05 et 44-06 ;
- Le Dahir portant loi n° 35-96 relatif à la création du dépositaire central et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs tel que modifié et complété par la loi n° 43-02 ;
- Le Règlement Général du dépositaire central approuvé par l'arrêté du Ministre de l'Economie, 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
- Le Dahir n° 1-04-21 du 21 avril 2004 portant promulgation de la loi n° 26-03 relatif aux offres publiques sur le marché boursier marocain modifié et complété par la loi n° 46-06

---

**Tribunal compétent en cas de litige** Tribunal de Tétouan

**Régime fiscal**

La Société est soumise aux dispositions prévues au niveau de la loi de finances 2008 relatives à la province de Tanger.

En vertu des dispositions transitoires prévues au niveau de l'article 247-XVI, les entreprises industrielles de transformation telles que définies par la nomenclature marocaine des activités promulguée par décret n°2-97-176 du 5 janvier 1999 et installées dans les préfectures et provinces précitées, bénéficient de l'application du taux réduit de 17,5% sur les exercices ouverts durant la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2008 au 31 décembre 2010.

Il s'agit là d'une dérogation au principe selon lequel les entreprises installées dans la province de Tanger ou dans les zones à traitement fiscal préférentiel bénéficient de l'imposition réduite uniquement au titre des opérations de travaux réalisés et de vente de biens et services effectuées exclusivement dans les provinces concernées.

Il est à noter également qu'en vertu des dispositions de l'article 247-XIV, les entreprises installées dans la province de Tanger et les entreprises installées dans les préfectures et provinces fixées par décret ne bénéficient du taux réduit de 17,5% que sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2008 au 31 décembre 2010.

Au-delà de cette période, le taux d'impôt sera majoré de deux points et demi par année (2,5) pour chaque exercice ouvert sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2011 au 31 décembre 2015.

A compter du 1<sup>er</sup> janvier 2016, ces entreprises seront imposées dans les conditions de droit commun (30%)

---

## II. RENSEIGNEMENTS SUR LE CAPITAL DE LA SOCIETE

### II.1. RENSEIGNEMENTS A CARACTERE GENERAL

A la veille de la présente Opération, le capital de la Société s'établit à 101 937 500 Dh, entièrement libéré, réparti en 1 019 375 titres d'une valeur nominale de 100 Dh chacune et toutes de même catégorie.

### II.2. HISTORIQUE DU CAPITAL ET DE L'ACTIONNARIAT

#### II.2.1. HISTORIQUE DU CAPITAL SOCIAL

L'évolution du capital de la Société depuis 1966 est présentée dans le tableau ci-dessous :

Année	Capital social initial en Dh	Nature de l'opération	Nombre d'actions créées ou réduites	Nominal en Dh	Prix de l'action en Dh	Montant de l'opération en Dh	Nombre d'actions après opération	Capital social final en Dh
12/12/1966	8 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	800	2 500	2 500	2 000 000	4 000	10 000 000
29/04/1967	10 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	800	2 500	2 500	2 000 000	4 800	12 000 000
24/04/1977	12 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	1 400	2 500	2 500	3 500 000	6 200	15 500 000
25/06/1977	15 500 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	1 000	2 500	2 500	2 500 000	7 200	18 000 000
25/11/1977	18 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	800	2 500	2 500	2 000 000	8 000	20 000 000
05/07/1982	20 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	800	2 500	2 500	2 000 000	8 800	22 000 000
09/05/1984	22 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	800	2 500	2 500	2 000 000	9 600	24 000 000
23/10/1987	24 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	2 400	2 500	2 500	6 000 000	12 000	30 000 000
30/11/1988	30 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	3 000	2 500	2 500	7 500 000	15 000	37 500 000
13/12/1989	37 500 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	1 800	2 500	2 500	4 500 000	16 800	42 000 000
05/12/1990	42 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	2 400	2 500	2 500	6 000 000	19 200	48 000 000
05/12/1991	48 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	2 400	2 500	2 500	6 000 000	21 600	54 000 000

Année	Capital social initial en Dh	Nature de l'opération	Nombre d'actions créées ou réduites	Nominal en Dh	Prix de l'action en Dh	Montant de l'opération en Dh	Nombre d'actions après opération	Capital social final en Dh
24/11/1992	54 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	3 600	2 500	2 500	9 000 000	25 200	63 000 000
14/12/1993	63 000 000	Augmentation de capital par incorporation de réserves	4 200	2 500	2 500	10 500 000	29 400	73 500 000
24/11/1995	73 500 000	Réduction de la valeur nominale de l'action de 2 500 Dh à 100 Dh	-	100	100	-	735 000	73 500 000
24/08/1998	73 500 000	Augmentation de capital par émission de nouvelles actions offertes dans le cadre d'une Offre Publique de Vente	183 750	100	360	66 150 000	918 750	91 875 000
25/07/2005	91 875 000	Augmentation de capital par émission de nouvelles actions en numéraire	1 120 000	100	100	112 000 000	2 038 750	203 875 000
26/08/2005	203 875 000	Réduction de capital	-1 019 375	100	100	-101 937 500	1 019 375	101 937 500

Source : Papelera de Tetuan SA

Les actionnaires de la Société ont procédé sur la période (1966-1993) à une série d'augmentations de capital par incorporation de réserves d'un montant global de 65 500 000 Dh, soit en créant 26 200 actions de 2 500 Dh chacune.

En 1995, la valeur nominale de l'action Papelera de Tetuan est passée de 2 500 Dh à 100 Dh.

En 1998, la Société a procédé à une augmentation de capital de 66 150 000 Dh, par émission de 183 750 nouvelles actions au prix unitaire de 360 Dh.

La Société a réalisé en 2005 une opération d'accordéon via :

- Une émission de 1 120 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 100 Dh chacune, émises au prix de 100 Dh par action ;
- Une réduction de capital de 101 937 500 Dh. En effet, en vue de se conformer aux prescriptions de l'article 357 de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes, du fait de la perte des trois quarts des capitaux propres, il a été décidé de réduire de moitié le capital social de la Société par voie d'échange d'une action nouvelle d'une valeur nominale de 100 Dh contre deux actions anciennes d'une valeur nominale de 100 Dh chacune.

## II.2.2. HISTORIQUE DE L'ACTIONNARIAT

L'évolution de l'actionnariat<sup>10</sup> de la Société sur la période (2004-2007) est présentée dans le tableau ci-dessous :

Actionnaires	Exercices clos au 31 décembre							
	2004		2005		2006		2007	
	Nb. de titres	En %	Nb. de titres	En %	Nb. de titres	En %	Nb. de titres	En %
Groupe Cellulose du Maroc	734 969	80,0%	642 634	63,0%	612 624	60,1%	612 624	60,1%
CDG	1	0,0%	1	0,0%	1	0,0%	1	0,0%
SNI	1	0,0%	-	-	-	-	-	-
BNDE	1	0,0%	-	-	-	-	-	-
TAIC	1	0,0%	1	0,0%	1	0,0%	1	0,0%
CIMR	1	0,0%	-	-	-	-	-	-
CNIA	1	0,0%	-	-	-	-	-	-
Younes RAISSOUNI	25	0,0%	13	0,0%	13	0,0%	13	0,0%
CDG Développement	-	-	265 505	26,1%	265 505	26,1%	265 505	26,1%
CDG Actions	-	-	19 309	1,9%	19 309	1,9%	19 309	1,9%
Abdelaziz BENJELLOUN	-	-	26	0,0%	26	0,0%	26	0,0%
Abderrahim LHASSANI	-	-	1	0,0%	1	0,0%	1	0,0%
Flottant (en bourse)	183 750	20,0%	91 885	9,0%	121 895	11,9%	121 895	11,9%
<b>Total</b>	<b>918 750</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 019 375</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 019 375</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 019 375</b>	<b>100,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

L'augmentation de capital réalisée en 2005, d'un montant de 112 mdh, a été souscrite par :

- Le groupe Cellulose du Maroc pour un montant de 55 mdh ;
- CDG Développement pour un montant de 53 mdh ; et
- CDG Actions pour un montant de 4 mdh.

En 2006, Cellulose du Maroc a procédé à la cession de 30 010 actions de la Société au profit du flottant en bourse.

<sup>10</sup> A noter que le pourcentage de détention correspond également au pourcentage des droits de vote.

## II.2.3. STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT

### Répartition de l'actionnariat à fin septembre 2008

Actionnaires	Actions détenues		Droits de vote détenus	
	Nb de titres	en %	Nb. de droits de vote	en %
Groupe Cellulose du Maroc	612 624	60,1%	612 624	60,1%
CDG	1	0,0%	1	0,0%
TAIC	1	0,0%	1	0,0%
Younes RAISSOUNI	13	0,0%	13	0,0%
CDG Développement	265 505	26,1%	265 505	26,1%
CDG Actions	19 309	1,9%	19 309	1,9%
Abdelaziz BENJELLOUN	26	0,0%	26	0,0%
Abderrahim LHASSANI	1	0,0%	1	0,0%
Flottant (en bourse)	121 895	11,9%	121 895	11,9%
<b>Total</b>	<b>1 019 375</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 019 375</b>	<b>100,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

A fin septembre 2008, le capital social de la Société est détenu par :

- Le groupe Cellulose du Maroc à hauteur de 60,1% ;
- CDG Développement à hauteur de 26,1% ;
- CDG Actions à hauteur de 1,9% ; et
- Le public (flottant en bourse) à hauteur de 11,9%.

### Répartition de l'actionnariat avant et après l'Opération

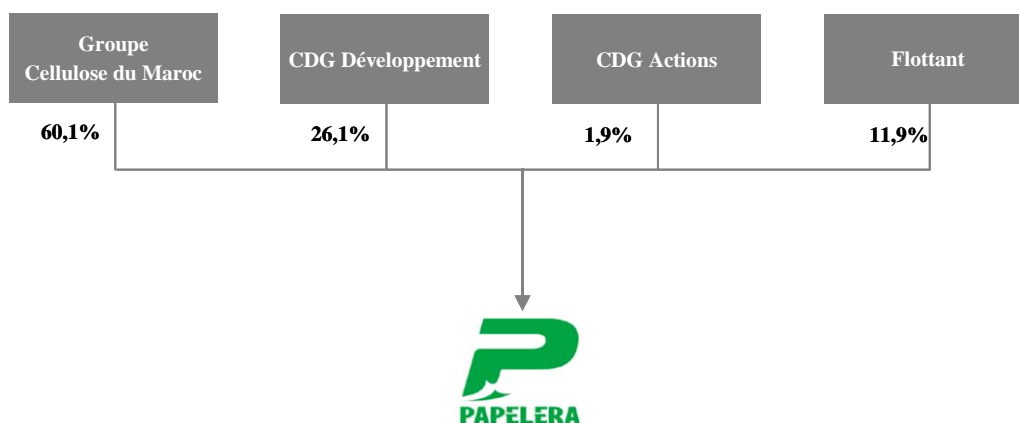
Actionnaires	Avant l'Opération			Après l'Opération		
	Nb. de titres	% du capital	% des droits de vote	Nb. de titres	% du capital	% des droits de vote
Groupe Cellulose du Maroc	612 624	60,1%	60,1%	612 624	23,7%	23,7%
CDG	1	0,0%	0,0%	1	0,0%	0,0%
TAIC	1	0,0%	0,0%	1	0,0%	0,0%
Younes RAISSOUNI	13	0,0%	0,0%	13	0,0%	0,0%
CDG Développement	265 505	26,1%	26,1%	265 505	10,3%	10,3%
CDG Actions	19 309	1,9%	1,9%	19 309	0,7%	0,7%
Abdelaziz BENJELLOUN	26	0,0%	0,0%	26	0,0%	0,0%
Abderrahim LHASSANI	1	0,0%	0,0%	1	0,0%	0,0%
Famille SEFRIQUI	-	-	-	1 563 180	60,5%	60,5%
<i>Mohsin SEFRIQUI</i>	-	-	-	541 332	21,0%	21,0%
<i>Med Fouad SEFRIQUI</i>	-	-	-	308 668	12,0%	12,0%
<i>Habiba BENNANI</i>	-	-	-	190 248	7,4%	7,4%
<i>Afifa SEFRIQUI</i>	-	-	-	145 228	5,6%	5,6%
<i>Ilham SEFRIQUI</i>	-	-	-	145 228	5,6%	5,6%
<i>Amina SEFRIQUI</i>	-	-	-	127 038	4,9%	4,9%
<i>Dounia SEFRIQUI</i>	-	-	-	105 438	4,1%	4,1%
Flottant (en bourse)	121 895	11,9%	11,9%	121 895	4,7%	4,7%
<b>Total</b>	<b>1 019 375</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 582 555</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

## II.2.4. PRESENTATION DES PRINCIPAUX ACTIONNAIRES

### Actionnariat actuel de la Société

#### Actionnariat actuel de la Société



Source : Papelera de Tetuan SA

### Renseignements relatifs au groupe Cellulose du Maroc

Créé en 1952, le groupe Cellulose du Maroc représente le premier et l'unique producteur de pâte à papier au Maroc. Son usine est située en plein cœur d'une forêt d'eucalyptus à Sidi Yahya.

Depuis 2004, le groupe Cellulose du Maroc est détenu majoritairement à 63% par CDG Développement. Par ailleurs, Cellulose du Maroc réalise, à fin 2007, 778 mdh de chiffre d'affaires dont plus de 80% est destiné à l'export.

Le groupe Cellulose du Maroc comprend en amont une filiale Eucaforest (détenue à 100%) qui exploite des forêts d'eucalyptus. L'emploi d'eucalyptus confère au papier (i) une forte densité contribuant à son opacité et sa brillance et (ii) une souplesse lui offrant son lissé et ses facultés de roulage.

Eucaforest est un fonds forestier spécialisé dans le gestion des concessions forestières qui gère actuellement une superficie d'environ 30 000 hectares de plantation d'eucalyptus, répartis autour des provinces de Kénitra, Khémisset, Sidi Kacem, Témara Skhirat, Benslimane et Mdiq. Avec une capacité de production annuelle de 140 000 m<sup>3</sup> de bois et une capacité de reboisement de 4 000 hectares par an, Eucaforest satisfait les besoins en bois d'industrie d'eucalyptus de sa maison mère, Cellulose du Maroc.

Les principales données chiffrées de Cellulose du Maroc (issues des comptes sociaux), pour l'exercice 2007, se présentent comme suit :

<b>Chiffre d'affaires en 2007</b>	778
<b>Résultat net en 2007</b>	14
<b>Capitaux propres en 2007</b>	334

En mdh - Source : Cellulose du Maroc

### Renseignements relatifs à CDG Développement

Filiale à 100% de la Caisse de Dépôt et de Gestion, CDG Développement a été créée en 2004 afin d'incarner la stratégie du groupe CDG dans les activités opérationnelles non financières.

La holding CDG Développement vient d'entamer la mise en œuvre des orientations de la revue stratégique de son portefeuille, constitué de 29 filiales et de 28 participations. Ce chantier a positionné, lors de ses premières phases, les filiales sur une chaîne de valeur clairement identifiée avec des pôles de compétences. Il s'agit de :

- L'incubation et la conception des projets ;
- L'aménagement de zones ;
- Le développement immobilier ;
- La gestion de services ; et
- La filière bois.

A ces chaînes de valeur, s'ajoute un suivi spécifique des grands projets d'aménagement et des participations dans les Sociétés d'Economie Mixte.

Ainsi, les secteurs dans lesquels CDG Développement opère aujourd'hui sont complémentaires et ont pour dénominateur commun le développement territorial. Cette complémentarité permet de créer de la valeur au niveau de chaque maillon de la chaîne.

CDG Développement a pris le parti de spécialiser ses filiales et d'optimiser les synergies, et de privilégier une rentabilité globale du portefeuille de l'ensemble CDG Développement.

Les principales données chiffrées de CDG Développement (issues des comptes sociaux), pour l'exercice 2007, se présentent comme suit :

<b>Produits d'exploitation en 2007</b>	8
<b>Résultat net en 2007</b>	812
<b>Capitaux propres en 2007</b>	2 572

*En mdh - Source : CDG Développement*

### II.3. PACTE D'ACTIONNAIRES

Il n'existe pas à ce jour de pacte d'actionnaires.

Toutefois, un pacte d'actionnaires est en cours de négociation entre les membres de la famille SEFRIQUI (actionnaires actuels de Safripac SA) et les actionnaires de référence de la Société (Cellulose du Maroc et CDG Développement) et ce, afin de préserver la stabilité et la cohésion du capital de la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) et de permettre de mener, dans l'intérêt de la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA), une politique de développement cohérente.

Le projet de pacte d'actionnaires, dont la signature est prévue au plus tard à la date de réalisation de l'Opération, aura pour objet de définir les termes et les conditions de la participation des membres de la famille SEFRIQUI et des actionnaires de référence de la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) aux organes de gestion de la Société, de régir leurs relations au sein de la Société ainsi que de fixer les droits et obligations attachés à leur qualité d'actionnaires.

Le projet de pacte d'actionnaires contiendra notamment :

- Des stipulations relatives à la composition, au fonctionnement et aux règles de quorum et de majorité et aux pouvoirs des organes sociaux de la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) ;
- Des stipulations relatives à la gouvernance d'entreprise notamment en matières de Direction Générale et d'institution de comités ;
- Des stipulations relatives à la cession des titres de la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA), détenus par les signataires du pacte d'actionnaires.

### II.4. INTENTION DES ACTIONNAIRES

A la connaissance du Conseil d'Administration de la Société, les actionnaires contrôlant le capital de la Société n'ont pas l'intention d'effectuer des opérations significatives sur le capital de la Société mais n'excluent pas la possibilité de procéder à la cession d'une partie de leurs actions et droits de vote afin d'augmenter le flottant en bourse.

## II.5. RESTRICTIONS EN MATIERE DE NEGOCIABILITE

Il n'existe aucune restriction en matière de négociabilité visant les actions de la Société conformément au Dahir portant loi n° 1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la Bourse de Casablanca et à la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes, telle que modifiée et complétée par la loi n° 20-05.

## II.6. DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL

Les actionnaires de la Société sont tenus de déclarer aux organismes concernés certains franchissements de seuils conformément aux dispositions des articles 68 ter et 68 quater du Dahir portant loi n° 1-93-211 relatif à la Bourse des Valeurs de Casablanca tel que modifié et complété.

L'article 68 ter prévoit que « *toute personne physique ou morale qui vient à posséder plus du vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers, de la moitié ou des deux tiers du capital ou des droits de vote d'une société ayant son siège au Maroc et dont les actions sont cotées à la Bourse des Valeurs, informe cette société ainsi que le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et la société gestionnaire, dans un délai de 5 jours ouvrables à compter de la date de franchissement de l'un de ces seuils de participation, du nombre total des actions de la société qu'elle possède, ainsi que du nombre de titres donnant à terme accès au capital et aux droits de vote qui y sont rattachés. Elle informe en outre dans les mêmes délais le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières des objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des 12 mois qui suivent lesdits franchissements de seuils* ».

L'article 68 quater prévoit que « *toute personne physique ou morale possédant plus du vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers, de la moitié ou des deux tiers du capital ou des droits de vote d'une société ayant son siège au Maroc et dont les actions sont inscrites à la cote de la Bourse des Valeurs, et qui vient à céder tout ou partie de ses actions ou de ses droits de vote, doit en informer cette société ainsi que le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et la société gestionnaire dans les mêmes conditions que celles visées à l'article 68 ter, s'il franchit à la baisse l'un de ces seuils de participation* ».

Dans chaque déclaration visée ci-dessus, le déclarant devra certifier que la déclaration faite comprend bien toutes les actions ou les droits de vote détenus ou possédés. Il devra également indiquer la ou les dates d'acquisition ou de cession de ces actions.

## II.7. POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES

### II.7.1. DISPOSITIONS STATUTAIRES

D'après l'article 34 des statuts de la Société :

- 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 risques 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 5% pour constituer le fonds de réserve prescrit par la loi. Ce prélèvement cesse d'être obligatoire lorsque le fonds de réserve a atteint une somme égale au dixième 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 ou plusieurs fonds de réserves extraordinaires ou pour les reporter à nouveau ;
- Ces fonds de réserves extraordinaires peuvent être affectés notamment, suivant ce qui est décidé par l'Assemblée Générale Ordinaire, soit au rachat et à l'annulation d'actions de la Société, soit à l'amortissement total de ces actions, ou à leur amortissement partiel, par voie de tirage au sort ou autrement ;
- Les actions intégralement amorties sont remplacées par des actions de jouissance ayant les mêmes droits que les autres actions, sauf en cas de liquidation, le remboursement de leur capital ;

- Les dividendes de toutes actions sont valablement payés au porteur du titre ou du coupon ;
- Tout dividende qui n'est pas réclamé dans les 5 ans de son exigibilité est prescrit au profit de la Société.

## II.7.2. DIVIDENDES PAYES AU COURS DES TROIS DERNIERS EXERCICES

Sur la période 2005 à 2007, le détail des distributions de dividendes effectuées se présente comme suit :

	2005	2006	2007
<b>Résultat net (en Dh) en année n</b>	-14 955 712	-16 743 864	-14 709 077
<b>Dividendes distribués en n+1 (en Dh)</b>	0	0	0
<b>Taux de distribution (%)<sup>11</sup></b>	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Nombre d'actions</b>	1 019 375	1 019 375	1 019 375
<b>Dividendes par action (en Dh)</b>	0	0	0

Source : Papelera de Tetuan SA

Au cours des trois derniers exercices, la Société n'a procédé à aucune distribution de dividendes, compte tenu des résultats déficitaires enregistrés.

## III. MARCHE DES TITRES DE LA SOCIETE

### III.1. COTATION DU TITRE PAPELERA DE TETUAN

La Société est cotée à la Bourse de Casablanca depuis le 28 juillet 1998 sous le ticker PDT. L'opération d'introduction s'est faite via une augmentation de capital par émission de nouvelles actions offertes dans le cadre d'une Offre Publique de Vente.

Le titre est coté au second compartiment de la Bourse de Casablanca.

A ce jour, la Société n'a émis aucun titre de créances négociables sur le marché.

### III.2. EVOLUTION DU COURS DE L'ACTION PAPELERA DE TETUAN

#### III.2.1. COURS ENREGISTRES ET VOLUME DE TRANSACTIONS

Les cours enregistrés ainsi que le volume de transactions sur le Marché Central des titres Papelera de Tetuan se présentent comme suit :

#### Période d'observation annuelle

	2006	2007	2008 (cumul au 31 octobre)
<b>Cours moyen pondéré (en Dh)</b>	189	192	188
<b>Plus haut cours de clôture (en Dh)</b>	229	245	215
<b>Plus bas cours de clôture (en Dh)</b>	140	151	150
<b>Volumes de transactions (en kdh)</b>	61 019	86 911	20 681
<b>Performance annuelle</b>	-26,6%	5,2%	6,0%
<b>Capitalisation boursière au 31 décembre (pour 2006 et 2007) et au 31 octobre (pour 2008) (en kdh)</b>	163 100	182 226	181 449

Source : BMCE Capital

<sup>11</sup> Taux de distribution (*pay-out*) : dividendes en n+1 (au titre de l'année n) / résultat (n).

### Période d'observation trimestrielle

	Janv-mars 07	Avr-juin 07	Juil-sept 07	Oct-Déc 07	Janv- mars 08	Avr-juin 08	Juil-sept 08
<b>Cours moyen pondéré (en Dh)</b>	190	197	187	182	172	173	205
<b>Plus haut cours de clôture (en Dh)</b>	245	221	198	192	185	185	215
<b>Plus bas cours de clôture (en Dh)</b>	151	179	180	171	166	150	171
<b>Volumes de transactions (en kdh)</b>	37 176	35 528	8 007	6 199	4 628	4 774	10 315

Source : BMCE Capital

### Période d'observation mensuelle

	Janv-08	Fév-08	Mars- 08	Avr-08	Mai-08	Juin-08	Juil-08	Août-08	Sept 08	Oct 08
<b>Cours moyen pondéré (en Dh)</b>	172	175	169	167	157	176	201	209	204	191
<b>Plus haut cours de clôture (en Dh)</b>	185	177	172	170	168	185	214	215	212	199
<b>Plus bas cours de clôture (en Dh)</b>	169	171	166	155	150	164	171	201	188	178
<b>Volumes de transactions (en kdh)</b>	3 337	864	427	841	331	3 603	4 417	4 042	1 857	964

Source : BMCE Capital

### III.2.2. TRANSACTIONS MARCHÉ DE BLOCS

Depuis 2006, trois opérations seulement portant sur un volume global de près de 1,6 mdh ont été réalisées sur la valeur Papelera de Tetuan au sein du Marché de Blocs :

Date	Volume en kdh
<b>09/01/2006</b>	450,4
<b>11/09/2006</b>	587,1
<b>12/09/2006</b>	591,0

Source : BMCE Capital

## IV. NOTATION

La Société n'a, à ce jour, fait l'objet d'aucune notation.

## V. ASSEMBLEES DES ACTIONNAIRES

Selon l'article 20 des statuts de la Société, l'Assemblée Générale, 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.

L'Assemblée Générale peut être Ordinaire ou Extraordinaire.

### V.1. CONVOCATION ET LIEU DE REUNION

Selon l'article 21 des statuts de la Société, l'Assemblée Générale Ordinaire 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 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 appel publiquement 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 exiger d'être convoqué par lettre recommandée à condition que le Conseil ait été avisé de cette exigence en temps utile.

Elles sont faites conformément à la loi, pour les Assemblées Ordinaires annuelles réunies sur première convocation ; ce délai est réduit à 8 jours pour toutes les autres Assemblées, sauf l'effet des dispositions de la loi, le cas échéant.

Toutes Assemblées, autres que l'Assemblée Générale Ordinaire annuelle, sont valablement constituées sans question de publicité ni de délai, si tous les actionnaires s'y trouvent présents ou représentés. L'Assemblée Générale Ordinaire annuelle peut être également valablement constituée sans justification de publicité ni de délai, si tous les actionnaires s'y trouvent présents ou représentés et s'ils reconnaissent à l'unanimité, avoir été informés de la tenue de l'Assemblée 15 jours francs au moins avant sa réunion.

L'ordre du jour figurant sur l'avis de convocation est arrêté par l'autorité qui a pris l'initiative de la convocation. Toutefois, un ou des projets de résolutions doivent être inscrits à l'ordre du jour sur la demande d'un ou de plusieurs actionnaires représentant la quotité du capital et dans les délais stipulés par la loi.

### V.2. COMPOSITION

L'article 22 des statuts de la Société prévoit que l'Assemblée Générale se compose de tous les actionnaires, quel que 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.

Les actionnaires propriétaires d'actions, au porteur doivent, pour assister à l'Assemblée, faire déposer au siège social, 5 jours avant la date fixée pour la réunion l'attestation de blocage délivrée par le dépositaire légal.

Les propriétaires d'actions nominatives peuvent assister à l'Assemblée sur simple justification de leur identité, à la condition d'être inscrits sur les registres sociaux 5 jours au moins avant l'Assemblée.

### **V.3. TENUE DE L'ASSEMBLEE**

#### **V.3.1. BUREAU**

L'article 23 des statuts de la Société stipule que l'Assemblée est présidée par le Président du Conseil d'Administration ou, à son défaut, par le Vice-Président ou encore par un administrateur désigné par le Conseil à défaut, l'Assemblée nomme elle-même son Président.

Les fonctions de scrutateurs sont remplies par les deux actionnaires présents et acceptant qui possèdent, soit par eux-mêmes, soit comme mandataires, le plus grand nombre d'actions.

Le bureau ainsi constitué désigne un secrétaire qui peut être pris en dehors des actionnaires.

#### **V.3.2. FEUILLE DE PRESENCE**

L'article 23 prévoit également qu'une feuille de présence soit dressée à chaque séance de l'Assemblée Générale. La feuille de présence, après avoir été émargée par les actionnaires présents et par les mandataires des actionnaires représentés, est ensuite certifiée par les membres composant le bureau.

### **V.4. PROCES-VERBAUX**

Selon l'article 24 des statuts de la Société, les délibérations des Assemblées sont constatées par des procès-verbaux inscrits sur un registre spécial et signés par les membres du bureau.

Les copies des procès-verbaux à produire en justice ou ailleurs sont signées par le Président.

Après la dissolution de la Société et pendant sa liquidation, les copies ou extraits sont signés par le ou les liquidateurs.

### **V.5. DISPOSITIONS SPECIALES AUX ASSEMBLEES ORDINAIRES OU REUNIES EXTRAORDINAIREMENT EN LA FORME ORDINAIRE**

#### **V.5.1. ATTRIBUTIONS**

L'article 25 des statuts de la Société prévoit que l'Assemblée Générale Ordinaire statue sur toutes les questions d'ordre administratif excédant la compétence du Conseil d'Administration et, d'une manière générale, elle détermine souverainement la conduite des affaires de la Société.

L'Assemblée Générale Ordinaire annuelle entend notamment le rapport du Conseil d'Administration et des Commissaires ; elle discute, redresse et approuve les comptes ; elle fixe les dividendes.

#### **V.5.2. QUORUM**

Pour délibérer valablement, l'Assemblée Générale Ordinaire annuelle ou convoquée extraordinairement doit réunir le quart, au moins du capital social ; si elle ne réunit pas ce quorum, une nouvelle Assemblée est convoquée, dans les formes prévues à l'article 21 des statuts de la Société (tel que présenté dans le point V.1. de la présente partie) et délibère valablement, quelle que soit la portion de capital représentée.

#### **V.5.3. DELIBERATIONS ET VOTES**

L'article 27 des statuts de la Société stipule que chaque membre de l'Assemblée a autant de voix qu'il possède ou représente d'actions.

Les délibérations sont prises à la majorité des voix des membres présents ou représentés, la voix du Président étant prépondérante.

## **V.6. DISPOSITIONS SPECIALES AUX ASSEMBLEES EXTRAORDINAIRES**

### **V.6.1. ATTRIBUTIONS**

Selon l'article 28 des statuts de la Société, l'Assemblée Générale Extraordinaire peut, sur la proposition du Conseil d'Administration, apporter aux statuts toutes modifications, quelles qu'elles soient, autorisées par la loi sur les sociétés.

Elle ne peut, toutefois, changer la nationalité de la Société, ni augmenter les engagements des actionnaires.

Elle peut décider la transformation de la Société en société de toute autre forme.

### **V.6.2. QUORUM**

Selon l'article 29 des statuts de la Société, l'Assemblée Générale Extraordinaire n'est régulièrement constituée et ne peut valablement délibérer que si elle est composée d'un nombre d'actionnaires représentant au moins la moitié du capital social.

Si, sur une première convocation, l'Assemblée n'a pu réunir la moitié du capital, une seconde Assemblée peut être convoquée qui délibère valablement si elle est composée d'un nombre d'actionnaires représentant le quart du capital. Si la seconde Assemblée convoquée ne réunit pas le quorum du quart, elle peut être prorogée d'une date ultérieure de 2 mois au plus avec le même quorum à partir du jour auquel elle avait été convoquée, l'Assemblée prorogée doit réunir le quorum du quart.

Ces Assemblées sont convoquées conformément aux dispositions de la loi.

### **V.6.3. DELIBERATIONS ET VOTES**

L'article 30 des statuts de la Société prévoit que 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 des voix des actionnaires présents ou représentés.

## VI. CONSEIL D'ADMINISTRATION

### VI.1. COMPOSITION

Selon l'article 10 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'Administration composé de 3 à 15 membres au plus, pris parmi les actionnaires et nommés par l'Assemblée Générale. Les administrateurs, s'ils sont moins de 7, peuvent s'adjoindre de nouveaux membres s'ils le jugent utile, mais ces nominations doivent être soumises, pour ratification, à la plus prochaine Assemblée Générale ; si la nomination n'est pas ratifiée, les actes accomplis par le Conseil n'en demeurent pas moins valables. La durée des fonctions des administrateurs est de 6 années ; chaque année s'entend d'une Assemblée Générale Ordinaire annuelle à la suivante.

Les administrateurs peuvent toujours être réélus.

Au 31 octobre 2008, le Conseil d'Administration de la Société est composé comme suit :

Membres du Conseil d'Administration	Titre	Date de nomination	Expiration du mandat
Mohamed ESQALLI <sup>12</sup>	Président du Conseil d'Administration	28 juin 2007	2013
Abderrahim LHASSANI	Administrateur	06 janvier 2004	2010
CDG Développement représentée par Chadia JAZOULI <sup>13</sup>	Administrateur	08 mai 2006	2012
Abderrahmane ELOUAZZANI	Administrateur	28 juin 2007	2013
Caisse de Dépôt et de Gestion représentée par Abdesselam ABOUDRAR <sup>14</sup>	Administrateur	08 mai 2006	2012
<i>The Arab Invesyment Company</i> TAIC représentée par Abdellatif LOUSSAIEF	Administrateur	08 mai 2006	2012
Youssef FASSI FIHRI	Administrateur	28 juin 2007	2013
Moulay Hicham BOUKILI	Administrateur	28 juin 2007	2013

Source : Papelera de Tetuan SA

### VI.2. ACTIONS DE GARANTIE

Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins une action pendant toute la durée de ses fonctions.

Cette action, affectée en totalité à la garantie de la gestion du Conseil, est obligatoirement nominative et inaliénable.

Elle est déposée dans la caisse sociale et frappée d'un timbre indiquant son inaliénabilité.

<sup>12</sup> Mohamed ESQALLI est également Président du Conseil d'Administration de Cellulose du Maroc et d'Eucaforest.

<sup>13</sup> Chadia JAZOULI a été désignée, en qualité de représentant permanent de CDG Développement, lors de l'AGO du 21 mai 2008 en remplacement de Rachid SLIMI.

<sup>14</sup> Abdesselam ABOUDRAR a été nommé lors de l'AGO du 21 mai 2008 en remplacement de Ali HARAJ.

### **VI.3. BUREAU DU CONSEIL - PRESIDENCE - DIRECTION GENERALE**

L'article 12 des statuts de la Société stipule que le Conseil d'Administration nomme, parmi ses membres, un Président qui peut toujours être réélu.

Le Conseil d'Administration peut nommer, s'il le juge utile, un ou plusieurs Vice-Président(s).

Le Président et les Vice-Président(s) ainsi nommés exercent leurs fonctions pendant toute la durée de leur mandat d'administrateurs, sauf décision contraire du Conseil.

Il choisit également, parmi ses membres, ou en dehors d'eux, et même des actionnaires, un secrétaire.

Sur la proposition du Président, le Conseil d'Administration peut donner mandat d'assister le Président, à titre de Directeur Général, à une ou plusieurs personnes physiques choisies, soit parmi ses membres, soit hors de son sein. La nomination, les pouvoirs et la révocation des Directeurs Généraux s'effectuent conformément à la loi.

En cas d'absence du Président, le Conseil désigne, pour chaque séance, celui de ses membres qui remplit les fonctions de Président.

### **VI.4. REUNIONS DU CONSEIL**

Selon l'article 13 des statuts de la Société, le Conseil se réunit, sur la convocation de son Président, aussi souvent que l'intérêt de la Société l'exige.

En cas d'urgence la convocation peut être faite par le ou les Commissaires aux Comptes.

Il peut être également convoqué par le tiers au moins des administrateurs s'il ne s'est pas réuni depuis plus de trois mois.

Les réunions du Conseil ont lieu, en principe au siège social, mais elles peuvent avoir lieu en tout autre endroit du consentement exprès de la majorité des administrateurs en exercice.

La présence effective de la moitié au moins des membres du Conseil est nécessaire pour la validité des délibérations.

Un registre de présence est signé par les administrateurs présents et par les personnes assistant au Conseil.

Tout administrateur peut donner ses pouvoirs à un autre administrateur à l'effet de voter en son lieu et place, mais seulement sur des questions déterminées et pour chaque séance ; toutefois un administrateur ne peut avoir plus de deux voix.

Les pouvoirs peuvent être donnés par lettre missive, par télégramme, par télécopie, mais pour ces derniers cas, avec confirmation ultérieure par lettre.

Ces décisions sont prises à la majorité des voix des membres présents ou représentés.

La justification de la composition du Conseil et de la qualité des administrateurs en exercice résulte, vis-à-vis des tiers, de l'énumération dans chaque délibération, des noms des administrateurs présents ou représentés et de ceux des administrateurs absents.

### **VI.5. PROCES-VERBAUX**

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, les délibérations du Conseil sont constatées par des procès-verbaux rédigés sur un registre spécial, ce registre pouvant être constitué sur feuillets mobiles, coté et paraphé par le tribunal du lieu du siège social.

Le procès-verbal de chaque séance est signé par le Président et un autre administrateur.

Les copies ou extraits de ces procès-verbaux, à produire en justice ou ailleurs, sont signés et certifiés valablement par le Président uniquement ou par un Directeur Général conjointement avec le secrétaire.

### **VI.6. POUVOIRS DU CONSEIL**

L'article 15 des statuts de la Société prévoit que le Conseil d'Administration est investi de tous les pouvoirs qui lui sont conférés par la loi.

Toute limitation des pouvoirs du Conseil est inopposable aux tiers.

#### **VI.7. ALLOCATIONS DU CONSEIL**

L'article 18 des statuts de la Société stipule que les administrateurs peuvent recevoir des jetons de présence dont l'importance, fixée par l'Assemblée Générale, est maintenue jusqu'à décision nouvelle.

#### **VI.8. DELEGATION DE POUVOIRS**

Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, le Conseil d'Administration peut déléguer par, substitution de mandat, les pouvoirs qu'il juge convenables, à un ou plusieurs administrateurs, pour l'exécution totale ou partielle de ses décisions.

Le Conseil peut, en outre, conférer des pouvoirs à telles personnes que bon lui semble, même étrangères à la Société, par mandat spécial, pour un ou plusieurs objets déterminés.

Le Conseil peut autoriser les personnes auxquelles il a conféré des pouvoirs à consentir des substitutions ou des délégations de pouvoirs.

## VII. ORGANES DE DIRECTION

Selon l'article 12 des statuts de la Société, sur la proposition du Président, le Conseil d'Administration peut donner mandat d'assister le Président, à titre de Directeur Général, à une ou plusieurs personnes physiques choisies, soit parmi ses membres, soit hors de son sein. La nomination, les pouvoirs et la révocation des Directeurs Généraux s'effectuent conformément à la loi.

### VII.1.1. LISTE DES PRINCIPAUX DIRIGEANTS AU 30 SEPTEMBRE 2008

La liste des principaux dirigeants de la Société se décline comme suit :

Principaux dirigeants	Fonction	Date d'entrée en fonction
Mohamed ESQALLI	Président Directeur Général	2007
Rachid BENCHAABOUN	Directeur Général et Directeur Commercial par intérim	2008
Joaquin Manuel Andrade DO COUTO	Directeur Usine	2007
Abdellah ESSAIFI	Responsable Administratif et Financier	2006

Source : Papelera de Tetuan SA

### VII.1.2. CV DES PRINCIPAUX DIRIGEANTS

#### **Mohamed ESQALLI (44 ans - Marié et père de 2 enfants)**

Mohamed ESQALLI est Ingénieur de l'Ecole des Mines de Paris.

Après une expérience de 13 ans dans l'industrie, Mohamed ESQALLI rejoint en 2005 le groupe CDG en tant que Directeur Général de la société MEDZ et ce pour une période de deux ans.

En mars 2007, il intègre la filière bois (Cellulose du Maroc, Papelera de Tetuan et Eucaforest) du même groupe en tant que Président Directeur Général et en tant que Président de Cellulose du Maroc, d'Eucaforest et de la Société.

#### **Monsieur Rachid BENCHAABOUN (45 ans - Marié et père de 3 enfants)**

Rachid BENCHAABOUN est titulaire d'un diplôme d'Ingénieur de l'Ecole Nationale Supérieure de l'Aéronautique et de l'Espace de Toulouse.

Après un bref passage par le Crédit du Maroc, il rejoint en 1991 le Groupe Ciments du Maroc où il occupe successivement les postes de Responsable du Contrôle de Gestion, de Responsable de la Zone Sud de la Branche Matériaux et de Responsable Financier du Groupe avant de se charger des Ressources Humaines.

Rachid BENCHAABOUN intègre la Société en 2008 en tant que Directeur Général.

#### **Joaquim Manuel Andrade DO COUTO (44 ans - Marié et père de 2 enfants)**

Joaquim Manuel Andrade DO COUTO, est titulaire d'un diplôme d'Ingénieur en Technique Papetier à l'Ecole d'Ingénierie de Papier à Tolosa (Guipuzcoa) en Espagne.

Entre 1987 et 2002, il occupe successivement les postes de Directeur Général, d'Ingénieur de Production, d'Ingénieur de Projets, d'Ingénieur de Maintenance, d'Ingénieur Qualité et Supervision du Service d'Achats à la Société de Papiers da Azenha, SA (Sandim-Gaia-Portugal).

Entre 2002 et 2004, Il travaille à Papeleira de S. Paio de Oleiros et à la LDA (Argoncilhe-Portugal) en tant que Conseiller Technique : de la production, des investissements, de la maintenance préventive et de la qualité des produits.

Entre 2004 et 2006, il intègre Papeleira Portuguesa, SA (Pêgo-S. Paio de Oleiros - Portugal), où il se charge successivement des fonctions d'Ingénieur Technique de Papier, d'Ingénieur de Produits et Qualité, d'Ingénieur de Maintenance et d'Ingénieur de Contrôle de Processus.



Joaquim Manuel Andrade DO COUTO rejoint la Société en mars 2007 en tant que Directeur d'Usine.

**Abdellah ESSAIFI (36 ans - père de deux enfants)**

Abdellah ESSAIFI est diplômé en Gestion et Commerce à l'Institut Supérieur de Gestion et de Commerce (ISGC) de Casablanca 1999.

Il est en outre titulaire en 2004 d'un Master Européen de l'Université d'Orléans en France dans le domaine de Finance et Contrôle de Gestion.

En 2000, il rejoint le Groupe Valeo Maroc opérant dans le secteur du câblage automobile, où il occupe successivement les postes de Chef Comptable, de Responsable Trésorerie et de Contrôleur de Gestion.

En 2005, il intègre la société O-Gallery opérant dans le secteur du prêt à porter de luxe en qualité de Directeur Financier.

En janvier 2006, Abdellah ESSAIFI est nommé Responsable Administratif et Financier de la Société.

## **VIII. GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE**

### **VIII.1. COMITES TECHNIQUES**

Selon l'article 16 des statuts de la Société, le Conseil d'Administration 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 problèmes existants.

A ce jour, la Société n'a constitué aucun comité technique.

### **VIII.2. REMUNERATION ATTRIBUEE AUX MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

A la veille de la publication de cette note d'information, la Société n'a attribué aucune rémunération aux membres du Conseil d'Administration lors des précédents exercices.

### **VIII.3. SCHEMA D'INTERESSEMENT**

A ce jour, la Société ne propose aucun plan d'intéressement.

### **VIII.4. REMUNERATION ATTRIBUEE AUX DIRIGEANTS**

La rémunération annuelle (brute), allouée à l'équipe dirigeante de la Société au titre de l'exercice 2007, s'établit à 1,5 mdh.

### **VIII.5. PRETS ACCORDES AUX DIRIGEANTS ET AUX MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

A ce jour, la Société n'a consenti aucun prêt en faveur des dirigeants et des membres du Conseil d'Administration lors des précédents exercices.



## **Partie IV**

## **ACTIVITE DE LA SOCIETE**

## I. HISTORIQUE

---

<b>1948</b>	<p>Création de la Société à l'initiative du groupe familial espagnol Benet.</p> <p>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, la Société fut contrainte d'abandonner l'amont de la chaîne pour se consacrer exclusivement à la production du papier impression-écriture et du papier emballage</p>
<b>1996</b>	<p>Acquisition de la Société par le groupe Cellulose du Maroc, unique producteur de pâte à papier au niveau national, et ce dans le cadre d'un projet d'intégration en aval de la filière du papier au Maroc</p>
<b>1997</b>	<p>Mise en place d'un programme d'investissement de 170 mdh destiné à accroître la capacité de production de la Société de 30 000 tonnes à 45 000 tonnes, avec en ligne de mire un rehaussement de la qualité des <i>outputs</i> 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</p>
<b>1998</b>	<p>Introduction de la Société à la bourse de Casablanca par création de 183 750 nouvelles actions. Au terme de l'introduction en bourse, l'actionnariat de la Société se présentait comme suit : le groupe Cellulose du Maroc (à hauteur de 80%) et le public (à hauteur de 20%)</p>
<b>2004</b>	<p>Arrêt volontaire de l'activité de production, décrété par la direction générale de la Société, afin de mettre en place un vaste plan de restructuration et ce dans un contexte difficile :</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ En effet, au cours de la période 2002-2004, le chiffre d'affaires de la Société a baissé de 85% pour s'établir à 26,7 mdh en 2004 (contre 175,1 mdh en 2002). Cette dégradation de l'activité a été en grande partie imputable à un taux significatif d'impayés auprès de la clientèle de la Société ;</li><li>▪ Ce phénomène a été amplifié par : (i) la méfiance affichée par la quasi-totalité des partenaires de la Société (banques, fournisseurs, clients, etc.), (ii) le gel des comptes bancaires et (iii) la quasi-suspension des livraisons de matières premières.</li></ul> <p>A la suite de ces difficultés, la Société a choisi d'interrompre temporairement son activité de production pour lancer un plan de restructuration visant à apurer son passif exigible et à refondre son organisation aux niveaux : logistique, humain (via la mise en place d'un plan social pour un montant global de 20,2 mdh) et organisationnel, etc.</p> <p>Ce plan de restructuration s'articulait ainsi autour des actions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Une refonte de la fonction commerciale afin d'endiguer l'hémorragie des impayés ;</li><li>▪ L'optimisation du processus de production ;</li><li>▪ Une réduction des coûts de fabrication ;</li><li>▪ La promotion d'une culture de performance via la mise en œuvre du système de rémunération variable ; et</li><li>▪ La mise en place de plans de formation adéquats.</li></ul> <p>Afin de soutenir ce plan de restructuration, la Société a procédé, au cours de l'année 2004 et de concert avec les bailleurs de fonds concernés, à un rééchelonnement de la dette (court et long terme) contractée et ce sur une échéance de 15 ans. En outre, la Société a contracté, courant 2004, un crédit relais de 53,4 mdh auprès de la CDG. Ce crédit relais a permis en l'occurrence de réaliser le plan social en intégralité pour un montant de 20,2 mdh</p>

---

---

<b>2005</b>	Engagement de la Société vers un processus de certification. Réalisation d'une opération accordéon (augmentation de capital de 112 mdh suivie d'une réduction de capital de 101,9 mdh) visant à apurer les capitaux propres de la Société avec l'absorption des déficits antérieurs. Repositionnement de la gamme de la Société vers les papiers destinés à l'impression-écriture et l'emballage pour répondre à différentes applications allant de la bureautique à l'industrie alimentaire
<b>2007</b>	Obtention de la certification ISO 9001 (version 2000) délivrée par Norske Veritas. Mise en place d'une Gestion de Maintenance Assistée par Ordinateur (GMAO)
<b>2008</b>	Signature d'un protocole d'accord pour le rapprochement stratégique entre Safripac SA et la Société. Cette transaction, qui s'inscrit dans le cadre d'une logique industrielle, devrait être réalisée sous la forme d'une fusion par voie d'absorption de Safripac SA par la Société

---

Source : *Papelera de Tetuan SA*

## **II. APPARTENANCE DE LA SOCIETE AU GROUPE CELLULOSE DU MAROC**

### **II.1. PRESENTATION DU GROUPE CELLULOSE DU MAROC**

Filiale de CDG Développement, Cellulose du Maroc est une entreprise industrielle de fabrication et de commercialisation de pâte à papier d'eucalyptus. Cellulose du Maroc constitue le maillon principal de la filière bois de CDG Développement.

Forte d'un effectif de 230 personnes dont 22 cadres, Cellulose du Maroc est la seule entreprise marocaine spécialisée dans la fabrication de pâte à papier d'eucalyptus et fait partie des principaux producteurs de pâte à papier en Méditerranée.

La production de Cellulose du Maroc est uniquement constituée de pâte à fibres courtes, convenant à la préparation de papier d'impression et d'écriture.

L'usine de Cellulose du Maroc est située en plein cœur d'une forêt d'eucalyptus à Sidi Yahia dans le Gharb et dispose d'une capacité de production de 125 000 tonnes par an. En 2007, la production totale s'est élevée à 145 545 tonnes.

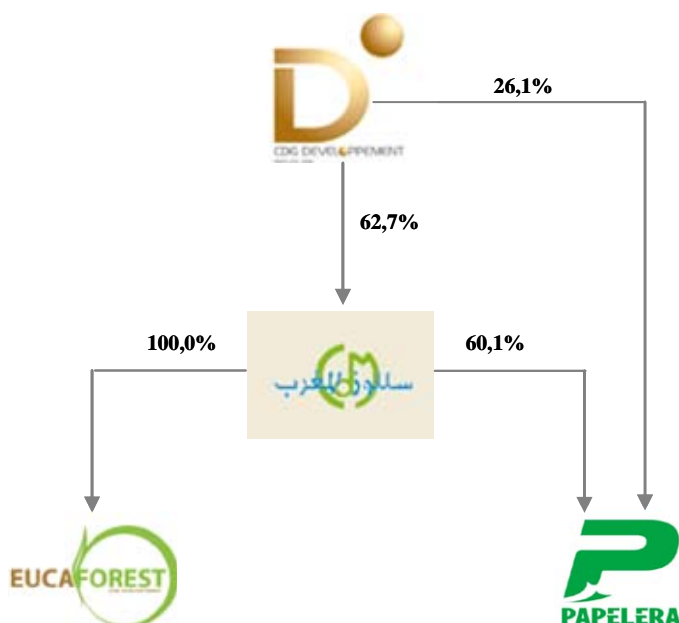
La production de la Cellulose du Maroc est orientée à l'export à hauteur de 80%. En effet, ses principaux clients sont des pays de l'Europe de l'Ouest et, de plus en plus, des pays du bassin méditerranéen tels que : la Turquie, la Tunisie et la Grèce.

Outre son activité de production de pâte à papier, le groupe Cellulose du Maroc détient deux filiales (Eucaforest et la Société) qui lui permettent d'être présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur afférente à l'industrie papetière, en l'occurrence : (i) la production de bois et la gestion d'actifs forestiers, (ii) la fabrication de pâte à papier et (iii) la production de papier.

Parallèlement aux approvisionnements en bois effectués auprès de sa filiale Eucaforest, Cellulose du Maroc doit importer du bois de pays étrangers, notamment le Brésil, le Congo et le Gabon, le Maroc n'étant pas autosuffisant en matière de bois d'eucalyptus.

L'organigramme actuel du groupe Cellulose du Maroc se présente comme suit :

### Organigramme actuel du groupe Cellulose du Maroc



Source : Cellulose du Maroc

#### II.1.1. EUCAFOREST

##### Présentation

L'exploitation forestière est assurée par Eucaforest, société créée en 1995 et détenue à 100% par le groupe Cellulose du Maroc. Eucaforest est une société spécialisée dans l'exploitation des domaines forestiers et gère 30 000 hectares de forêts d'eucalyptus répartis autour des provinces de Kénitra, Khémisset, Sidi Kacem, Témara-Skhirat, Bensilmane et Mdiq.

Avec une capacité de production annuelle de 140 000 m<sup>3</sup> et une capacité de reboisement de 4 000 hectares par an, Eucaforest produit du bois d'industrie d'eucalyptus pour la fabrication de pâte à papier afin de satisfaire les besoins de sa maison mère, Cellulose du Maroc.

En plus du bois d'industrie, Eucaforest produit 60 000 tonnes de bois de feu par an, permettant ainsi la diminution de la pression sur la forêt naturelle et la participation à la consommation nationale d'énergie utilisée essentiellement en milieu rural (cuisson, chauffage, etc.).

Eucaforest a obtenu le Certificat FSC (*Forest Stewardship Council*) du programme *Qualifor*, qui est le plus reconnu des programmes de certification du management de la forêt, ce qui constitue une première au niveau des forêts marocaines. Délivrée à Eucaforest par la SGS (Société Générale de Surveillance), cette certification permet de garantir que le produit forestier provient d'une forêt qui a été évaluée et certifiée conformément à une gestion relevant de standards sociaux, économiques et environnementaux définis par le FSC. En adoptant la certification FSC, Eucaforest offre ainsi la possibilité à son client de certifier FSC sa chaîne de traçabilité et de satisfaire les exigences éthiques d'une nouvelle génération de consommateurs recherchant des produits respectueux de l'environnement.

En parallèle avec les fonctions économiques d'Eucaforest, ses plantations jouent un rôle important à divers égards :

- Conservation du sol, en diminuant les impacts de l'érosion hydrique et éolienne ;
- Impact positif sur la qualité de l'air, en limitant les gaz à effet de serre ;

- Conservation de l'état de substrat<sup>15</sup>, grâce aux apports des fertilisants et de la matière organique ; et
- Création des massifs verts pour la salubrité publique.

### **Faits marquants en 2007**

- Participation à l'appel d'offres international sur les terrains SODEA-SOGETA (Société de Développement Agricole et Société de Gestion des Terres Agricoles), pour une superficie de 2 223 hectares ;
- Prise en charge de 6 791 hectares de terrain, portant ainsi la superficie totale gérée à près de 30 000 hectares ;
- Lancement du programme de reboisement 2007-2008 sur une superficie de 2 178 hectares ;
- Libéralisation des ventes de bois, en application de la décision de la Primature ;
- Lancement des négociations de prise en charge des terrains collectifs auprès de la Direction des Affaires Rurales du Ministère de l'Intérieur ;
- Passation d'un contrat d'assurance des peuplements forestiers<sup>16</sup> (attaques parasitaires, incendies, tempêtes, etc.).

### **Activité et résultats**

Les principaux indicateurs financiers de la société Eucaforest, pour les exercices 2006 et 2007, se présentent comme suit :

Agrégats	2006	2007	Var. 06/07
Chiffre d'affaires	61	48	-21,3%
Résultat net	2	5	100,0%

*En mdh - Source : Eucaforest*

## **II.1.2. PAPELERA DE TETUAN**

### **Présentation**

La production de papier du groupe Cellulose du Maroc est assurée par la Société.

Une fois que Cellulose du Maroc a produit la pâte à papier à fibres courtes, la Société l'utilise afin de fabriquer du papier pour impression et écriture. En ce qui concerne le papier emballage, la Société doit importer de la pâte à fibres longues, matière essentielle à la production de papier résistant et indisponible au Maroc.

<sup>15</sup> Permettant la fixation des racines d'une plante.

<sup>16</sup> Un peuplement forestier est une population d'arbres caractérisée par une structure et une composition homogènes sur un espace déterminé.

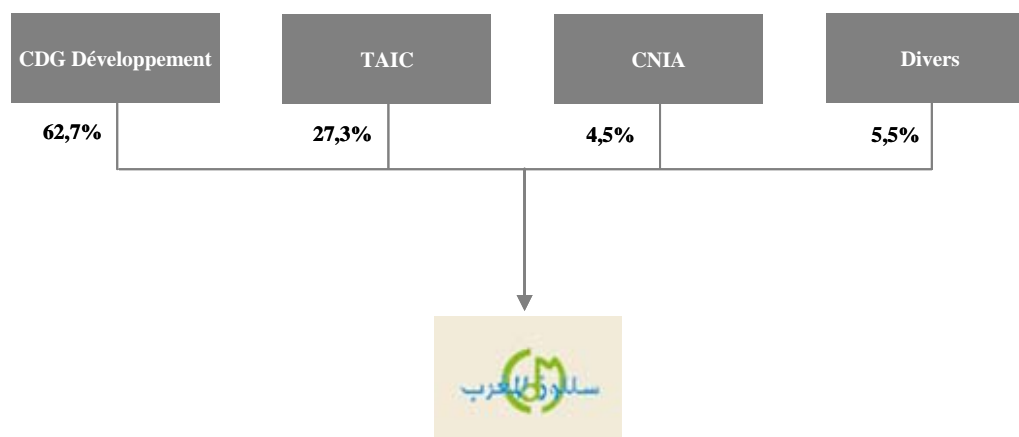
## II.2. DATES CLES

<b>1952</b>	Création de Cellulose du Maroc à l'initiative de Rhône Poulenc. Initialement baptisée « Cellulose », la société débute son activité en tant que fabricant de pâte rayonne <sup>17</sup> en utilisant les plantations d'eucalyptus réalisées vers les années 40 et 50 sur les terres sableuses et marécageuses de la Maamora
<b>1995</b>	Extension de la capacité de production de 60 000 tonnes à 125 000 tonnes. Création d'Eucaforest, société de management forestier qui gère actuellement une superficie de près de 30 000 hectares
<b>1996</b>	Dans une optique d'intégration globale, le groupe Cellulose du Maroc entre au capital de la Société, ce qui lui permet de sécuriser une partie de ses ventes sur le marché national
<b>2004</b>	Depuis 2004, le groupe Cellulose du Maroc est détenu majoritairement (à 63%) par la holding CDG Développement
<b>2008</b>	La Cellulose du Maroc a signé en 2008 une convention de partenariat avec le gouvernement du Gabon afin de sécuriser ses approvisionnements en bois. Cet accord devrait notamment permettre au groupe Cellulose du Maroc d'accéder à une exploitation de 620 hectares de plantations d'eucalyptus et d'autres essences de bois commercialisables

Source : Cellulose du Maroc

## II.3. ACTIONNARIAT

### Actionnariat au 31 décembre 2007 du groupe Cellulose du Maroc



Source : Cellulose du Maroc

L'actionnariat initial du groupe Cellulose du Maroc était constitué à plus de 95% par des capitaux étrangers. Depuis sa création, plusieurs investisseurs de premier rang sont entrés dans le capital du groupe Cellulose du Maroc, en l'occurrence : la CDG, la BNDE, la CIMR, la SNI, etc.

Le 28 juillet 2004, la SNI a conclu un accord avec CDG Développement aux termes duquel la SNI cède sa participation de 21,3% dans le capital du groupe Cellulose du Maroc. Ainsi, depuis 2004, CDG Développement est l'actionnaire majoritaire de Cellulose du Maroc avec 62,7% du capital.

<sup>17</sup> 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.

Au terme de l'exercice 2007, le groupe Cellulose du Maroc est doté d'un capital social de 700,5 mdh et son tour de table est composé de :

- CDG Développement à hauteur de 62,7% ;
- TAIC à hauteur de 27,3% ;
- CNIA à hauteur de 4,5% ;
- Actionnaires divers à hauteur de 5,5%.

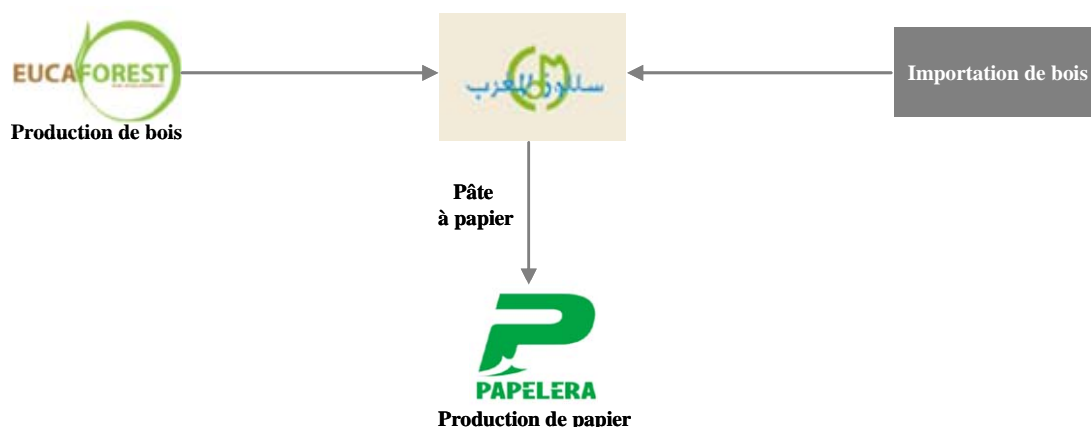
#### II.4. INTEGRATION GLOBALE DU GROUPE CELLULOSE DU MAROC DANS LE SECTEUR DU PAPIER

Grâce aux acquisitions successives d'Eucaforest (en 1995) et de la Société (en 1996), le groupe Cellulose du Maroc se positionne sur l'ensemble des maillons de la chaîne de valeur de la filière du papier, avec à la clé d'importants effets de synergie. Ces activités sont ainsi assurées par 3 sociétés :

- Eucaforest : qui se charge de l'exploitation et de la production de bois d'eucalyptus en vue de satisfaire les besoins en bois de Cellulose du Maroc, premier et unique producteur de pâte à papier au Maroc ;
- Cellulose du Maroc : qui produit la pâte à papier en utilisant à la fois le bois produit par Eucaforest et du bois importé ; et
- La Société : qui utilise la pâte à papier produite par Cellulose du Maroc afin de fabriquer du papier pour impression et écriture.

L'organisation du groupe Cellulose du Maroc est détaillée ci-dessous :

##### Organisation du groupe Cellulose du Maroc



Source : Cellulose du Maroc

#### II.5. PRINCIPALES DONNEES FINANCIERES

Les principaux agrégats financiers du groupe Cellulose du Maroc, pour les exercices 2005, 2006 et 2007, se présentent comme suit :

Agrégats	2005	2006	2007
Chiffre d'affaires	660	676	778
Résultat net	5	4	14
Capital social	701	701	701

En mdh - Source : Cellulose du Maroc

Compte tenu d'une production record de 145 545 tonnes en 2007, en progression de 8% par rapport à l'exercice précédent, et d'une augmentation du cours de référence de la pâte à papier<sup>18</sup>, le chiffre d'affaire de Cellulose du Maroc au terme de l'exercice 2007 s'inscrit en hausse de 15% par rapport à 2006 et s'établit à 778 mdh.

Au cours de l'exercice 2007, Cellulose du Maroc a réalisé un résultat net de 14 mdh contre 4 mdh en 2006.

### III. FILIALES DE LA SOCIETE

Jusqu'à juillet 2008, la Société détenait 51% du capital et 60% des droits de vote d'Aiglemer Paper. Afin d'assainir la situation d'Aiglemer Paper, Papelera de Tetuan a racheté la participation de 49% du capital d'Aiglemer Paper détenue par la famille ZNIBER et ce au dirham symbolique (protocole d'accord signé en mai 2008 et entériné par le Conseil d'Administration de Papelera de Tetuan SA du 22 juillet 2008).

Ainsi, suite au rachat de la participation détenue par la famille ZNIBER, la Société contrôlait 100% du capital de la société Aiglemer Paper.

Dans le cadre du rapprochement stratégique entre la Société et Safripac SA, un projet de cession de l'intégralité des titres Aiglemer Paper détenus par la Société à CDG Développement est en cours. La cession des titres Aiglemer Paper détenus par la Société à CDG Développement devrait avoir lieu avant le 31 décembre 2008 et ce, sans garantie autre que la garantie portant sur la propriété des titres.

Aiglemer Paper ne détient aucune participation dans le capital de la Société.

#### III.1. PRESENTATION D'AIGLEMER PAPER

Aiglemer Paper avait pour activité principale la transformation et la commercialisation de papier impression-écriture principalement sous la forme de cahiers et de ramettes. Aiglemer Paper avait également développé une activité de négoce de fournitures de bureau et d'articles scolaires.

Victime d'un environnement concurrentiel difficile, Aiglemer Paper est en arrêt d'activité depuis 2004. En effet, à l'image de la Société, Aiglemer Paper évoluait dans un environnement concurrentiel pénalisant caractérisé par la prédominance de l'informel et l'existence d'une concurrence agressive débouchant sur une forte pression sur ses marges ainsi que sur son équilibre financier.

Malgré un plan de redressement engagé par Aiglemer Paper afin de restaurer ses fondamentaux, l'activité est toujours à l'arrêt.

Par ailleurs, sa situation nette au 31 décembre 2007 est négative et inférieure au quart du capital social.

#### III.2. RELATIONS ENTRE AIGLEMER PAPER ET LA SOCIETE

Aiglemer Paper bénéficie d'avances de trésorerie consenties par la Société. Le solde de ces avances s'établit à 16 mdh au 31 décembre 2007. Le montant des intérêts constatés en produits au cours de l'exercice 2007 s'élève à 517 kdh.

L'activité d'Aiglemer Paper étant à l'arrêt depuis 2004, la Société n'entretient plus de relations commerciales avec Aiglemer Paper.

### IV. FLUX FINANCIERS ENTRE LA SOCIETE ET LE GROUPE CELLULOSE DU MAROC

La Société entretient des relations commerciales étroites avec le groupe Cellulose du Maroc. En effet, la pâte à papier à fibres courtes (produite par Cellulose du Maroc, unique fabricant de ce type de pâte au Maroc<sup>19</sup>) étant le principal *input* dans le processus de fabrication du papier impression-écriture.

---

<sup>18</sup> Il y a lieu de noter que l'augmentation du cours de référence de la pâte à papier au cours de l'année 2007 a été fortement contrebalancée par la baisse de la parité entre le dollar et l'euro d'une part et le dollar et le dirham d'autre part.

<sup>19</sup> La pâte à fibres courtes peut également être produite à partir du vieux papier.

La Société a acheté de la pâte à papier à Cellulose du Maroc pour 80,3 mdh en 2007 contre 64,2 mdh en 2006. Au vu de la reprise d'activité de la Société et afin d'améliorer ses résultats, les acquisitions de pâte à papier auprès de Cellulose du Maroc sont effectuées à des prix préférentiels.

Dans une moindre mesure, le groupe Cellulose du Maroc a acheté du papier (impression et kraft) auprès de la Société et ce pour un montant de 476 kdh en 2007 contre 387 kdh en 2006 (des acquisitions réalisées aux conditions de marché, sans application de tarifs préférentiels).

Les flux financiers entre la Société et les autres entités du groupe Cellulose du Maroc sont essentiellement liés aux charges financières afférentes aux avances en comptes courants consenties au profit de la Société.

Au terme de l'exercice 2007, trois avances en comptes courants subsistent encore :

- Une avance en compte courant consentie par Cellulose du Maroc en mai 2004. Cette avance en compte courant, destinée au paiement partiel des primes d'assurances souscrites pour l'année 2004, est garantie par 8 biens immobiliers. Le solde de cette avance au 31 décembre 2007 s'élève en principal à 3 291,2 kdh. Le montant des intérêts pris en charge au cours de l'exercice 2007 est de l'ordre de 94,5 kdh ;
- Une avance en compte courant octroyée par CDG Développement sur la période (2006-2007) pour un montant avoisinant les 16 mdh. En effet, dans le cadre du redressement d'Aiglemer Paper, CDG Développement a consenti à la Société, pour le compte d'Aiglemer Paper, un prêt en principal de 30,5 mdh (à verser en plusieurs tranches). Au 31 décembre 2007, seul un montant de 16 mdh a été débloqué ;
- Une avance en compte courant accordée par CDG Développement en mai 2007 pour un montant de 1 938 kdh afin de permettre à la Société de régler les frais relatifs à l'évacuation des déblais et des dépôts sur le site de l'usine de Cellulose du Maroc à Sidi Yahya du Gharb. Le solde de l'avance au 31 décembre 2007 s'élève en principal à 1 938 kdh. Le montant des intérêts pris en charge au cours de l'exercice 2007 s'établit quant à lui à 30,6 kdh hors taxes.

A fin 2007, la répartition des avances en comptes courants en question se présente comme suit :

Entité	Encours	Date de l'octroi du prêt	Taux d'intérêt appliqué	Charges financières HT
Cellulose du Maroc	3 291,2	10 mai 2004	2,65%	94,5
CDG Développement	16 367,3	2006-2007	3,5%	639,3
CDG Développement	1 938,0	19 mai 2007	2,65%	30,6

*En kdh - Source : Papelera de Tetuan SA*

## V. ACTIVITE

### V.1. INDUSTRIE DU PAPIER ET DU CARTON

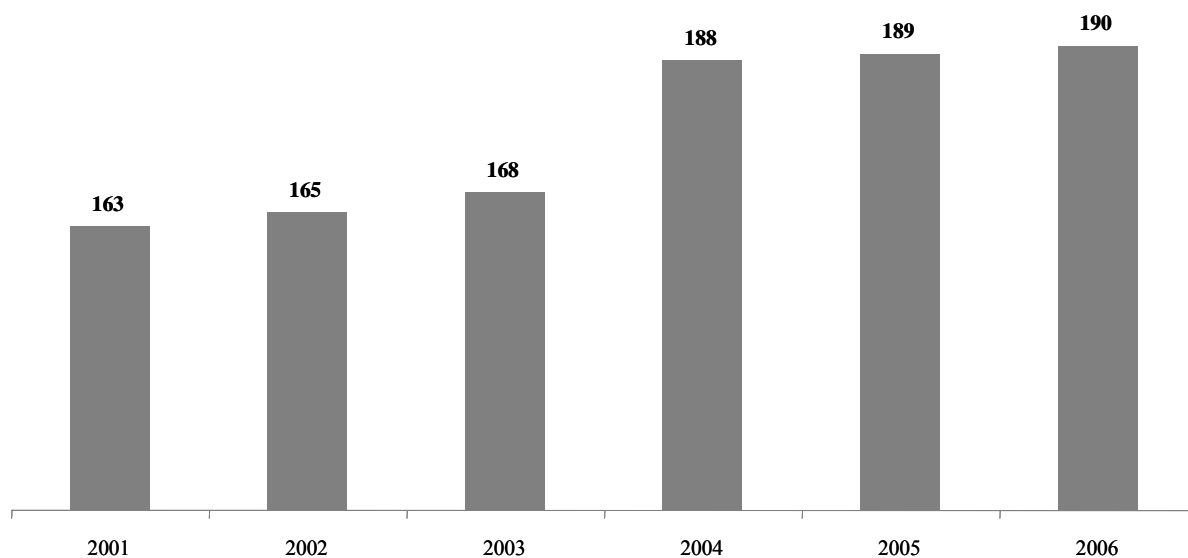
#### V.1.1. TYPOLOGIE DU MARCHE INTERNATIONAL

##### La pâte à papier, principale matière première

Principale matière première pour la fabrication de papier et carton, la pâte à papier voit sa production mondiale croître en moyenne annuelle de 3,1% entre 2001 et 2006 pour s'établir *in fine* à 190 millions de tonnes, avec une quasi-stagnation sur les trois dernières années (188 millions de tonnes en 2004 et 189 millions de tonnes en 2005). Cette situation trouve son origine dans une multitude d'événements ayant caractérisé cette dernière décennie, notamment : (i) l'évolution technologique marquée par la banalisation de l'utilisation de l'ordinateur et d'Internet, (ii) la réduction de la taille des exploitations forestières détenues par les grandes entreprises américaines et européennes et, (iii) l'instabilité politique en Asie, entraînant la fermeture de plusieurs unités de production.

---

##### Production mondiale de pâte à papier (en millions de tonnes)

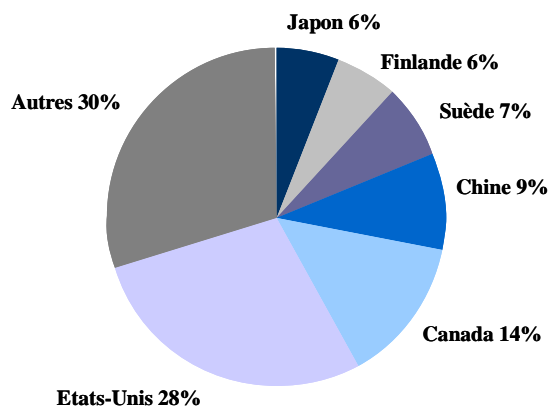


Source : Copacel

A fin 2006, la structure de la production mondiale de la pâte à papier laisse apparaître une part prédominante pour l'Amérique du Nord (42%), suivie de l'Asie (15%) et des pays scandinaves (13%). Cette concentration de l'activité s'explique par une abondance des ressources naturelles (importance des exploitations forestières) dans ces trois régions économiques, lesquelles disposent d'une réelle compétitivité marquée par la réalisation d'économies d'échelle considérables.

---

#### Principaux producteurs mondiaux de pâte à papier en 2006



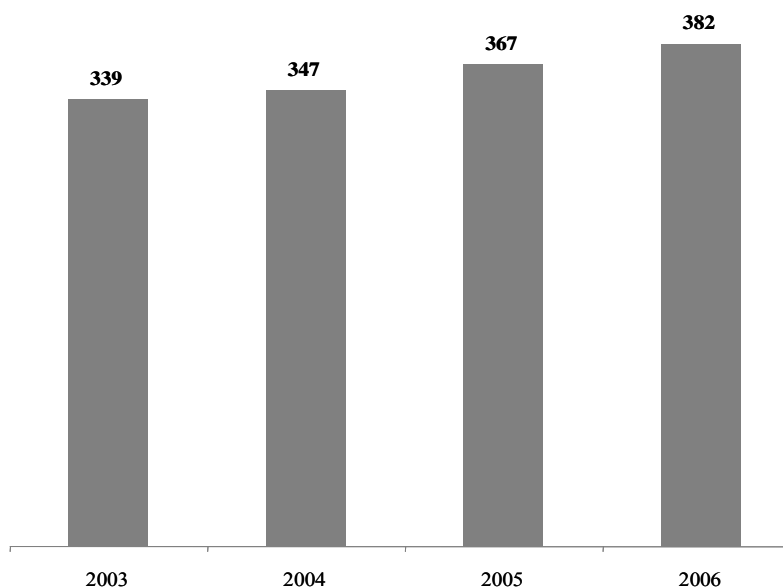
Source : Copacel

Par ailleurs, le marché de la pâte à papier est soumis à de fortes fluctuations, liées aux cycles internationaux de l'activité économique. En effet, profitant de la prospérité économique dans laquelle ont évolué les marchés internationaux pendant le premier semestre de l'année en cours, le prix *spot* de la pâte NBSK a atteint son pic de 906,8 dollars la tonne le 20 mai 2008 (contre 871,2 dollars la tonne en début d'année). Depuis cette date et jusqu'au 21 octobre dernier, le cours s'est effrité de plus de 9% pour se fixer à son plus bas niveau de 823,2 dollars la tonne. Ce retournement de tendance serait essentiellement imputable à l'impact de la crise financière initiée par les *subprimes* affectant l'ensemble des marchés internationaux de matières premières ainsi qu'au retrait des demandes chinoise et européenne consécutivement à l'avènement de la période estivale.

### Le papier et carton, un marché indexé à l'économie

Portée principalement par (i) le développement économique observé lors de ces 10 dernières années suite à la libéralisation progressive des marchés, (ii) la montée en puissance d'importants groupes industriels, notamment en Chine, en Inde et dans les pays de l'Europe de l'Est et (iii) l'extension des capacités de traitement des principaux fabricants internationaux, la production mondiale de papier et carton est passée de 339 millions de tonnes en 2003 à 382 millions de tonnes à fin 2006, affichant ainsi un TCAM de 4,1%.

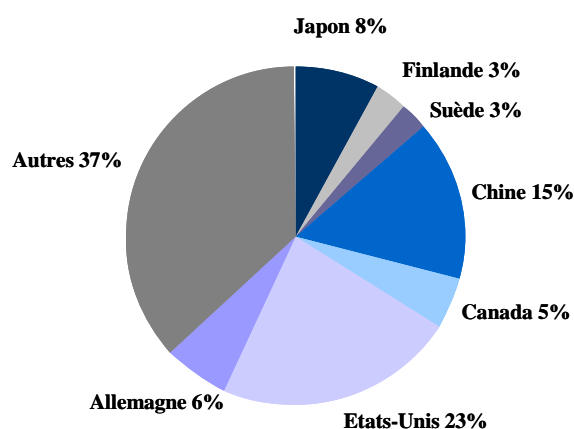
#### **Production mondiale de papier et carton (en millions de tonnes)**



Source : Copacel

Représentant près de 2,5% du PIB industriel mondial et à l'instar de la structure de production de la pâte à papier à l'échelle internationale, l'industrie du papier et carton demeure dominée par l'Amérique du Nord, la Scandinavie et l'Asie. Ces trois zones assurent à elles seules près de 60% de la production du secteur.

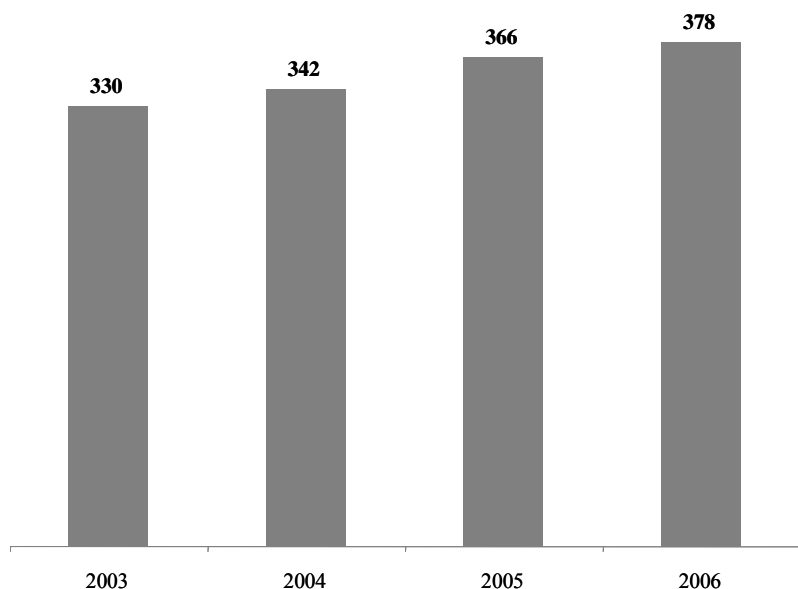
#### **Principaux producteurs mondiaux de papier et carton en 2006**



Source : Copacel

Parallèlement à l'essor de l'économie de marché marqué par l'intensification des échanges commerciaux entre les différents pays (favorisant un accroissement considérable de la consommation d'emballages), la demande mondiale de papier et carton s'inscrit en hausse annuelle moyenne de 4,6% entre 2003 et 2006 et s'établit à 378 millions de tonnes à fin 2006.

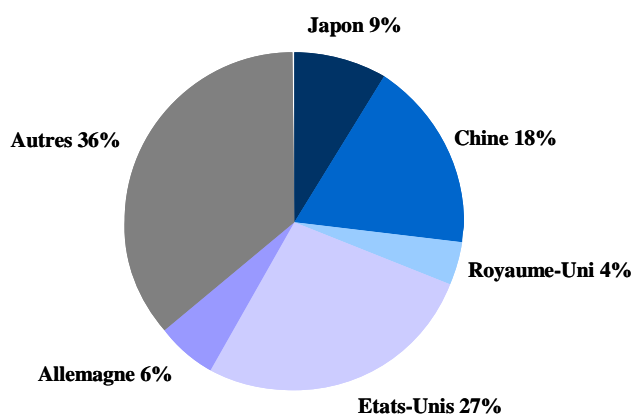
### Consommation mondiale du papier et carton (en millions de tonnes)



Source : Copacel

Fortement corrélée au niveau d'industrialisation et au PIB par habitant, la consommation mondiale de papier et carton est essentiellement accaparée par les Etats-Unis (27%), la Chine (18%), le Japon (9%) et l'Allemagne (6%).

### Principaux consommateurs mondiaux de papier et carton en 2006



Source : Copacel

Indexés à l'évolution du cours de la pâte à papier et impactés par le renchérissement de la facture énergétique, les coûts de revient du papier et carton se sont inscrits dans un *trend* haussier au cours des dernières années. Néanmoins, la demande mondiale en 2006 a permis aux opérateurs de revoir à la hausse leur prix de vente, améliorant ainsi leurs niveaux de marges.

### Intervenants du marché mondial du papier et carton

Parmi les principaux opérateurs internationaux du secteur de papier et carton figurent les grands groupes suivants :

- **International Paper (IP)** : société internationale de production de papier et d'emballage disposant d'un large réseau de distribution en Amérique du Nord via 273 points de ventes. Elle opère également en Europe, en Amérique latine, en Asie, en Afrique du Nord et en Russie où elle détient des licences d'exploitation et de récolte forestière. En 2007, la compagnie a dégagé un chiffre d'affaires de 22 milliards de dollars ;
- **UPM-Kymmene** : comptant parmi les leaders mondiaux de l'industrie forestière (papiers magazines, papiers journaux, papiers fins et spéciaux, produits auto-adhésifs et produits bois), le groupe UPM-Kymmene est né en 1995 lors de la fusion des groupes Kymmene, Repola et sa filiale United Paper Mills. Le groupe possède des sites de production dans 14 pays en Europe, en Amérique du Nord, en Asie et en Afrique. Au titre de l'année 2007, la société a généré des revenus de l'ordre de 10 milliards d'euros ;
- **Stora Enso** : société intégrée de production de papier et d'emballage opérant dans plus de 40 pays à travers le monde avec une capacité de production de 13,1 millions de tonnes. Son chiffre d'affaires pour l'année 2007 a atteint 11,8 milliards d'euros.

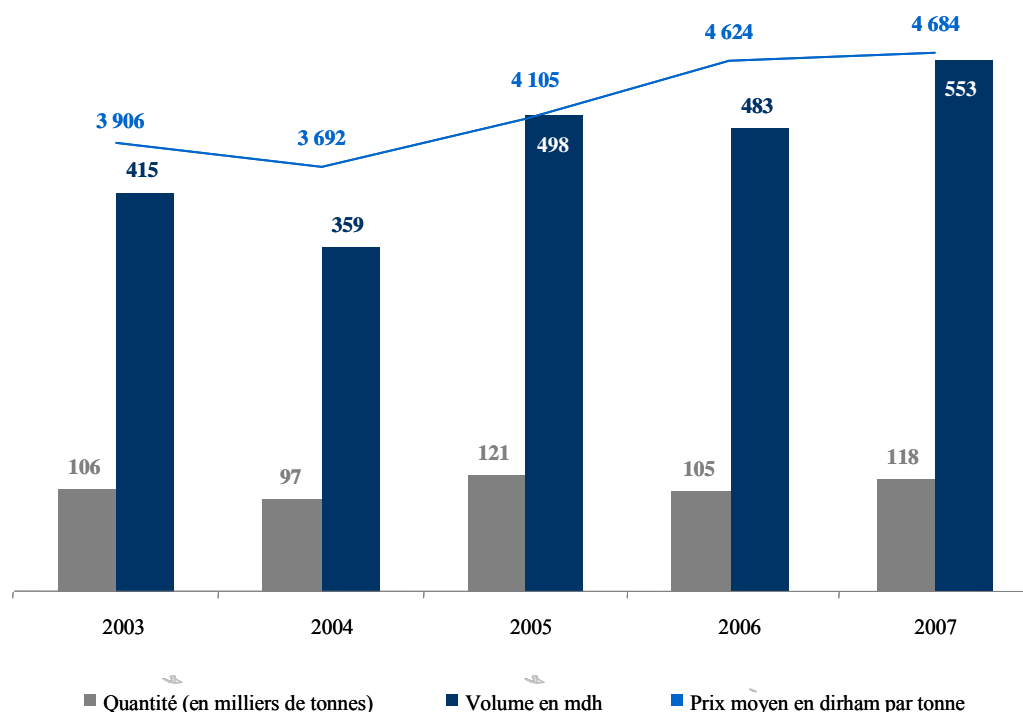
## V.1.2. TYPOLOGIE DU MARCHÉ NATIONAL

### La pâte à papier, une activité orientée principalement vers l'export

Cellulose du Maroc demeure l'unique producteur de la pâte à papier au Maroc avec une production de 146 milliers de tonnes en 2007 (contre 125 milliers de tonnes cinq années auparavant), dont une part de plus de 80% destinée à l'export. Cette situation découle de sa spécialisation dans la confection de la pâte à fibres courtes servant principalement à la fabrication du papier à usage industriel et hygiénique (mouchoirs, articles de nettoyage, etc.), tandis que la production nationale de papier et carton nécessite l'usage de la fibre longue.

Sur la période 2003-2007, les exportations marocaines de la pâte à papier ont progressé en rythme annuel moyen de 2,6% pour s'établir à 118 milliers de tonnes à fin 2007, correspondant à un volume de 553 mdh contre 415 mdh quatre années auparavant. Le prix moyen est passé de 3 906 dirhams la tonne en 2003 à 4 684 dirhams la tonne au titre de l'année écoulée.

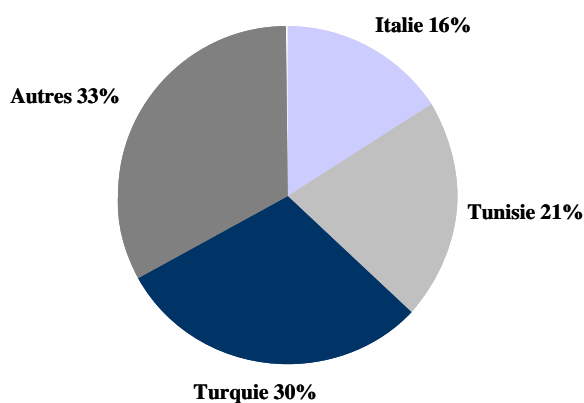
#### Evolution des exportations de la pâte à papier



Source : Balance Commerciale 2007 - Office des Changes

Bénéficiant de la mise en œuvre progressive des accords de libre-échange conclus avec le Maroc, la Turquie et la Tunisie accaparent conjointement plus de la moitié des exportations de pâte à papier en 2007, avec des tonnages respectifs de 35,6 milliers de tonnes et de 24,8 milliers de tonnes.

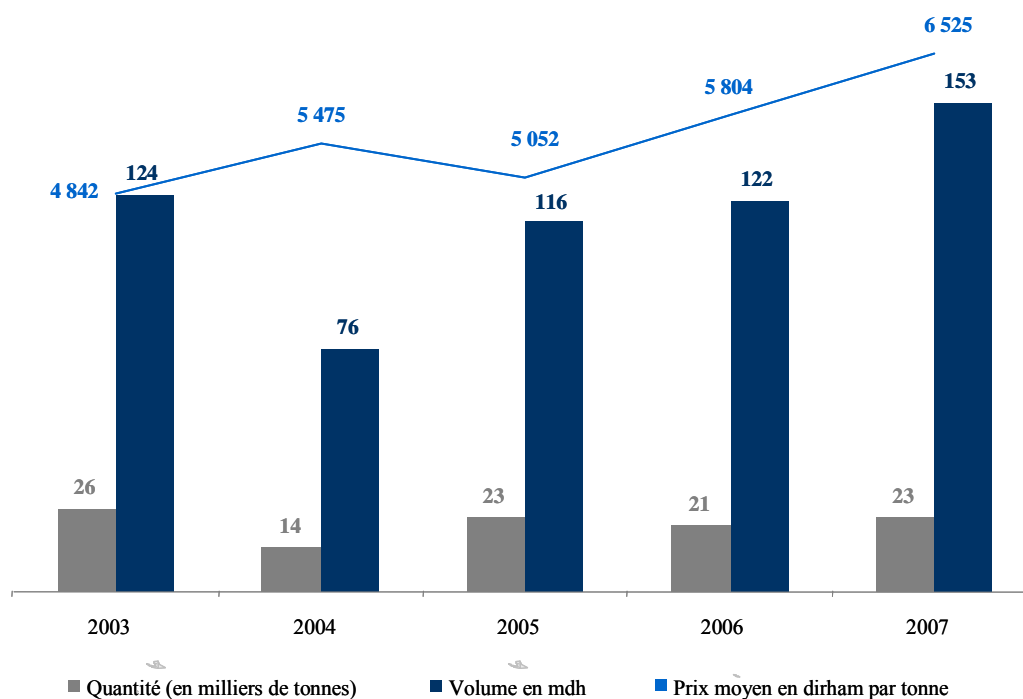
### Principaux pays de destination des exports de pâte à papier en 2007



Source : Balance Commerciale 2007 - Office des Changes

Au niveau des approvisionnements, et compte tenu des contraintes auxquelles elle se heurte, l'industrie nationale diversifie ses sources, combinant entre pâte importée et papier recyclé. En effet, ce dernier est utilisé à hauteur de 90% dans le processus de fabrication du papier et carton avec un rythme de consommation annuelle de 135 milliers de tonnes par an. Dans ce contexte, les importations marocaines de la pâte à papier régressent en moyenne annuelle de 2,2% depuis 2003 pour se fixer à 23 milliers de tonnes en 2007. Toutefois, du fait du renchérissement annuel de 7,7% du prix moyen à 6 525 dirhams la tonne, le volume des importations est passé de 124 mdh en 2003 à 153 mdh à fin 2007.

### Evolution des importations de la pâte à papier



Source : Balance Commerciale 2007 - Office des Changes

### Le secteur du papier et carton fortement atomisé

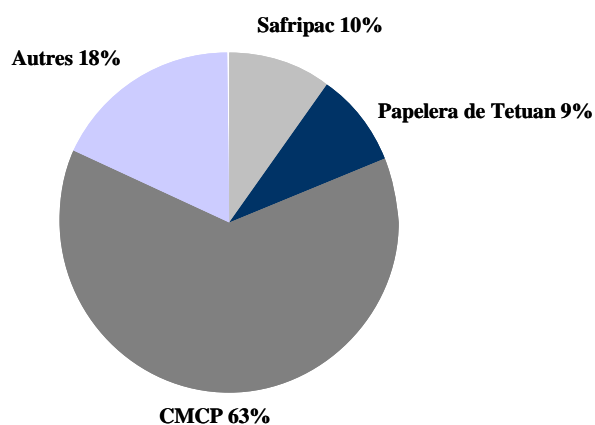
Composé de 84 entreprises et employant près de 5 600 personnes, le secteur du papier et carton contribue en 2006 à hauteur de 2,7% au PIB industriel et de 1,2% au PIB national. Les investissements mobilisés dans cette industrie avoisinent les 300 mdh par an pour un chiffre d'affaires moyen de 4,5 milliards de dirhams et une valeur ajoutée de 1,2 milliards de dirhams.

L'industrie nationale fait face à une demande plutôt faible comme en témoigne la consommation par habitant qui se cantonne à 8,5 kg, contre 11 kg en Algérie, 12 kg en Tunisie et 45 kg en Arabie Saoudite.

Pour sa part, la production annuelle moyenne de papier et carton dépasse le seuil des 200 milliers de tonnes (189 milliers de tonnes en 2003), accaparée essentiellement par trois principaux opérateurs que sont la Compagnie Marocaine de Papier et Carton - CMCP (63%), Safripac (10%) et la Société (9%).

---

#### Répartition de la production nationale de papier et carton en 2003

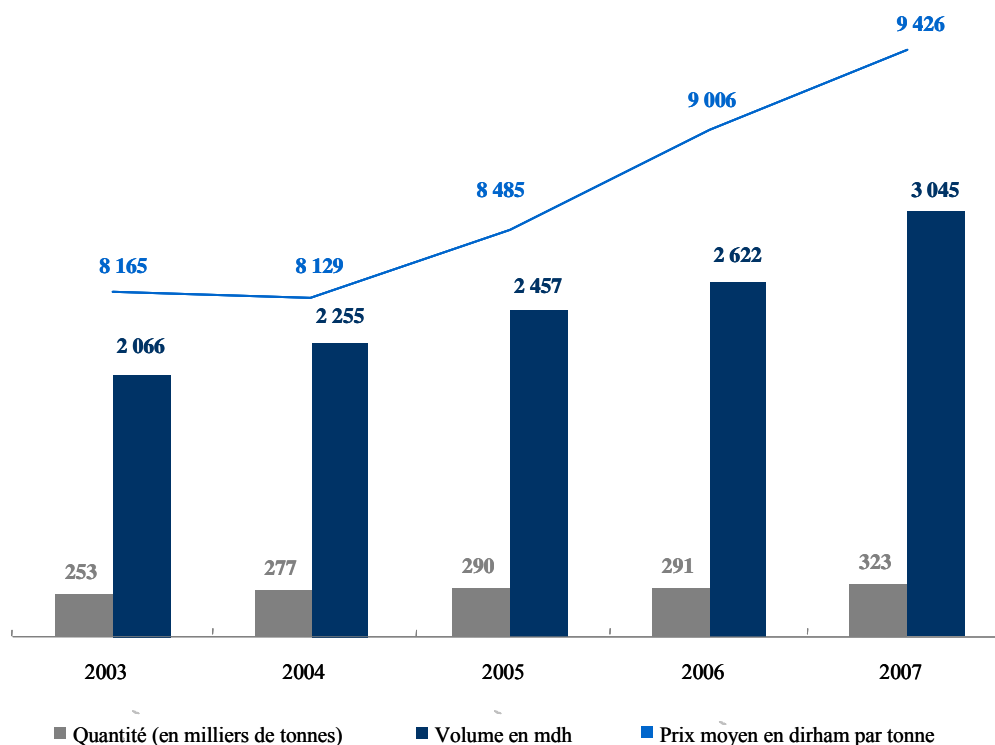


---

Source : Papelera de Tetuan SA

La production nationale satisfait à peine 50% des besoins du Royaume, induisant ainsi le recours aux importations qui permet, en outre, de palier au déficit observé en matière de qualité et de diversité de l'industrie marocaine. Ainsi, la facture d'importation supportée par le secteur du papier et carton s'élève à plus de 3,0 milliards de dirhams en 2007 contre 2,0 milliards de dirhams quatre années auparavant, soit un TCAM de 10,2%. Compte tenu des quantités importées de 253 milliers de tonnes en 2003 et de 323 milliers de tonnes en 2007 (affichant un TCAM de 6,3%), le prix moyen est passé de 8 165 dirhams la tonne à 9 426 dirhams la tonne. Par pays émetteur, la France et l'Espagne demeurent les principaux fournisseurs du Royaume, parallèlement à d'autres pays dotés d'avantages comparatifs tels que la Suède, la Grande-Bretagne et l'Allemagne.

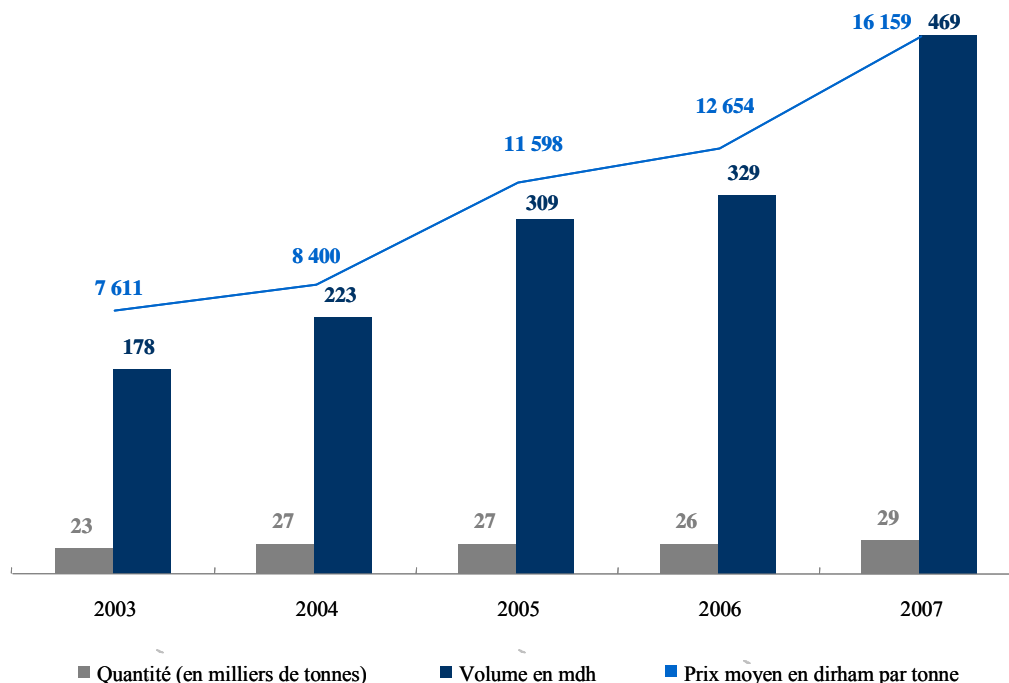
### Evolution des importations de papier et carton



Source : Balance Commerciale 2007 - Office des Changes

En dépit de la faiblesse de l'offre nationale, une partie de la production est acheminée vers l'étranger. En effet, les exportations de papier et carton se montent à 29 milliers de tonnes en 2007 contre 23 milliers de tonnes en 2003. Il y a lieu par ailleurs de souligner que malgré la quasi-stagnation des quantités exportées depuis 2004, le Maroc voit les recettes d'exportation de papier et carton croître en moyenne annuelle de 27,4% sur la période 2003-2007 pour s'établir à 469 mdh *in fine*, profitant de l'envolée du prix moyen lequel est passé de 7 611 dirhams la tonne en 2003 à 16 159 dirhams la tonne à fin 2007.

### Evolution des exportations du papier et carton



Source : Balance Commerciale 2007 - Office des Changes

### Principaux opérateurs nationaux

L'industrie marocaine du papier et du carton est concentrée sur une dizaine d'intervenants accaparant plus de la moitié de la production- et se caractérise par la présence d'un opérateur unique dans la phase amont.

- Cellulose du Maroc** : créée en 1952, Cellulose du Maroc est l'unique fabricant de pâte à papier à base de bois d'eucalyptus doté d'un capital social de 701 mdh. Son tour de table est composé de CDG Développement (62,7%), de TAIC à hauteur de 27,3%), de CNIA (4,5%) et de divers actionnaires (5,5%). Dans le cadre de la mise en œuvre d'un processus d'intégration verticale en 1996, Cellulose du Maroc a acquis des participations dans la Société pour en détenir 80% en 2004.

En 2007, Cellulose du Maroc a produit un volume de 146 milliers de tonnes, et a généré un chiffre d'affaires de 778 millions de dirhams et un résultat net de 14 millions de dirhams.

Par ailleurs, et dans un souci de sécurisation de ses approvisionnements en bois, Cellulose du Maroc a conclu en 2008 une convention avec le gouvernement gabonais pour l'exploitation de 620 hectares de plantations d'eucalyptus et d'autres essences de bois commercialisables. Les premières livraisons de bois dans le cadre de ce projet sont prévues pour le premier semestre 2009 ;

- CMCP** : filiale à 100% de l'opérateur américain International Paper, CMCP se positionne en tant que *leader* national dans les métiers de la papeterie et de la cartonnerie. Pour le premier segment, le groupe dispose de trois machines d'une capacité de production globale de 125 milliers de tonnes par an pour la fabrication de carton plat et de papier pour onduler. Concernant la cartonnerie, le groupe possède quatre caisseries dont la capacité totale dépasse 200 milliers de tonnes par an, pour la réalisation de caisses américaines, d'intercalaires et de barquettes ainsi que de plateaux agricoles.

Par ailleurs, CMCP a procédé à plusieurs opérations de fusions-acquisitions impliquant Finapack (Carsud et Ondumar), Ogden Maghreb et Shems. En 2007, le groupe a drainé des revenus de 1,24 milliards de dirhams ;

- **La Société** : filiale de Cellulose du Maroc depuis 1996, la Société produit du papier impression-écriture et du papier emballage avec une capacité de production avoisinant les 45 000 tonnes. En 2007, la Société a drainé un chiffre d'affaires de 237 millions de dirhams ;
- **Safripac** : Initialement créée en 1976 par la famille Sefrioui et spécialisée dans la fabrication de papier pour édition et écriture et de papier pour emballage, Safripac a initié en juillet 2008 une opération de rapprochement stratégique avec la Société. Son chiffre d'affaires au 31 mars 2008 s'établit à 205 mdh.

### Des accords de libre échange au profit des importateurs nationaux

Au Maroc, l'importation de la pâte à papier et de papier et carton est soumise à un droit tarifaire oscillant entre 2,5% et 40% selon la spécificité du produit.

De même, dans le cadre des accords de libre-échange avec l'Union Européenne et la Turquie, les droits de douane sur les importations de pâte à papier et de papier et carton sont soumis à un démantèlement progressif de l'ordre de 25% et de 10% par an respectivement avec une annulation totale à horizon de 2012 pour le cas des produits européens et de 2017 pour ceux d'origine turque.

Enfin, et en vertu de l'accord quadrilatéral, le Maroc accorde une exonération totale pour les produits de la filière dont l'origine d'importation provient de la Tunisie, de l'Egypte et de la Jordanie.

### **Matrice SWOT du secteur du papier et du carton au Maroc**

Forces	Faiblesses
<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Stratégie de regroupement de différents opérateurs pour atteindre une taille critique</li> <li>2.Présence d'un opérateur international de renom via CMCP (International Paper).</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Faibles capacités installées ne permettant de satisfaire que 50% des besoins.</li> <li>2.Manque de compétitivité de la production nationale.</li> <li>3.Spécialisation uniquement dans la fibre courte destinée à l'usage industriel et hygiénique.</li> <li>4.Faible dotation en ressources naturelles (bois) pour la fabrication de la pâte à papier.</li> </ol>
Opportunités	Menaces
<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Faible consommation par habitant (8,5 kg contre 11 kg en Algérie, 12 kg en Tunisie et 45 kg en Arabie Saoudite).</li> <li>2.Existence de marchés régionaux à potentiel élevé (au niveau du continent africain et du pourtour de la méditerranée).</li> <li>3.Développement des techniques de récupération des déchets.</li> <li>4.Amélioration du niveau de vie et émergence de la grande distribution.</li> <li>5.Potentiel de croissance des secteurs clients notamment industriel et agricole.</li> <li>6.Suppression des droits de douane sur les <i>intrants</i> à horizon 2012.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Invasion de produits en provenance des pays signataires des accords de libre échange avec le Maroc.</li> <li>2.Renchérissement des coûts des <i>inputs</i> (pâte à papier, énergie, etc.).</li> <li>3.Développement de la concurrence déloyale exercée par le secteur informel.</li> <li>4.Forte volatilité du prix de la pâte à papier sur le marché mondial.</li> </ol>

## V.2. ACTIVITE

### V.2.1. DESCRIPTION DE L'ACTIVITE DE LA SOCIETE

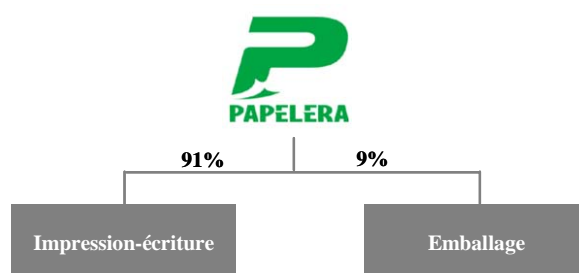
La Société, filiale du groupe Cellulose du Maroc, est une entreprise spécialisée dans la fabrication de papier.

Afin de répondre aux attentes de ses différents segments de marché, la Société se positionne sur deux familles de produits, en l'occurrence :

- Le papier pour impression et écriture ; et
- Le papier emballage.

---

#### Activité de Papelera de Tetuan



Source : Papelera de Tetuan SA

#### Papier impression-écriture

La Société opère principalement dans le secteur du papier pour impression et écriture. En effet, à fin 2007 ce segment représente plus de 90% du tonnage global vendu par la Société.

Le marché du papier impression-écriture est concentré principalement autour de 2 sociétés au Maroc : Safripac et la Société. Cette dernière se positionne en tant que *leader* sur ce segment avec près de 23,4% de part de marché (source Papelera de Tetuan). Par ailleurs, le marché du papier pour impression et écriture présente des perspectives encourageantes. Selon des estimations dûment établies par Euro Maroc Entreprise, la croissance annuelle de la demande domestique du papier *offset* devrait s'établir à 7% entre 2008 et 2012.

D'une manière générale, le secteur impression-écriture regroupe 3 principaux types de papier :

- Le papier *offset* : ce type de papier se destine à une vaste gamme d'applications, notamment l'impression haut tirage, l'édition de livres et d'agendas, et de nombreuses autres applications en bureautique (ramettes, papier bristol, chemises, pochettes dessins, etc.). Ce support macroporeux se distingue par son caractère haut de gamme au sein de la catégorie des non-couchés à laquelle il appartient ;
- Le papier journal : le papier journal est un type de papier utilisé pour imprimer les journaux, se caractérisant par une qualité et des coûts de production faibles ;
- Le papier couché : le papier couché est un papier dont la surface est recouverte d'une ou plusieurs couches généralement constituées de produits minéraux (pigments) en mélange avec des liants et des produits d'addition divers. L'opération de couchage a pour but de permettre une meilleure reproduction des impressions en transformant la surface rugueuse et macroporeuse du papier en une face unie, et d'améliorer la blancheur, l'aspect et le toucher du papier.

La Société opère uniquement sur le papier *offset*. Le reste (papier journal, couché et autres papiers non-*offset*<sup>20</sup>) est entièrement importé.

---

<sup>20</sup> Les autres papiers non-*offset* incluent le papier adhésif (utilisé pour les vignettes et les autocollants) et le papier chimique (permettant de retranscrire sur une feuille placée en dessous, ce qui est écrit sur la feuille placée au-dessus).

En ce qui concerne les industries de la transformation de cahiers scolaires, de la publication, de l'impression et de la distribution de papier, la Société propose une vaste gamme de produits afin de satisfaire les besoins de cette clientèle. En effet, les produits de la Société sont variés et se différencient en termes de grammage, d'opacité, de blancheur et de texture.

Concernant le segment impression-écriture, la Société propose les produits suivants :

- Le papier pour impression : ce papier produit par la Société est commercialisé sous plusieurs références (blanc continu, blanc continu laser, blanc supérieur, blanc supérieur extra-blanc) et sous plusieurs grammages allant de 60 à 120 g/m<sup>2</sup>. Le papier pour impression, fabriqué par la Société, est destiné à plusieurs applications allant de la bureautique à l'impression haut tirage ;
- Le papier velin : disponible en blanc et en couleur et d'un grammage allant de 56 à 60 g/m<sup>2</sup>, le velin est un papier utilisé pour la production de cahiers scolaires. Un cahier sur deux au Maroc utilise le papier velin de la Société. L'achat de papier velin est soumis à une TVA de 7% sous réserve de l'aval des autorités fiscales qui doivent vérifier au préalable que le velin va effectivement être utilisé afin de fabriquer des cahiers scolaires ;
- Le papier édition *offset* : le papier édition *offset* est un papier pour impression destiné aux éditeurs de livres. Le grammage du papier édition produit par la Société se situe entre 60 à 100 g/m<sup>2</sup>. Les ventes effectuées aux éditeurs sont exonérées de TVA ;
- Le papier *mifin* : caractérisé par un grammage relativement faible de 50 g/m<sup>2</sup> et essentiellement produit en couleurs (bulle et orange), le papier *mifin* de la Société est destiné à la fabrication de chemises et de dossiers fins ;
- Le papier « spécial photocopieur » : disponible en format A3 et A4 et d'un grammage variant entre 70 et 90 g/m<sup>2</sup>, le papier « spécial photocopieur » est un papier d'impression de haute qualité spécialement conçu pour la photocopie ;
- Les cartes type bristol et dossiers couleurs : produites sous différents grammages (entre 140 et 240 g/m<sup>2</sup>) et différentes couleurs, cette gamme de papier est utilisée pour les chemises, les dossiers et les pochettes dessin ; et
- Les autres produits « impression-écriture » : la Société commercialise également du papier dessin, du papier pelure, du papier registre, etc.

La Société est également amenée, dans le cadre de ses activités, à produire des séries personnalisées, telles que les papiers colorés ou les papiers recyclés, destinées à des segments de consommateurs recherchant de nouveaux supports ou sensibles aux problèmes de l'environnement.

La Société offre à ses clients le papier sous forme de bobines et/ou en papier en format (rames, ramettes, etc.).

### **Papier emballage**

La Société produit également du papier emballage. Ce segment représente moins de 10% de l'activité globale de la Société.

Les emballages en papiers et cartons, protègent et conservent les produits de grande consommation. En effet, le papier leur confère une grande souplesse et solidité ainsi qu'une grande aptitude à la mécanisation. Les qualités d'imprimabilité du papier leur permettent également d'assurer, très efficacement, une fonction promotionnelle tout au long de la chaîne de distribution.

Les papiers d'emballage de la Société comprennent notamment le kraft pour emballage sucrier, le kraft enveloppe, la mousseline, le manilla et la couverture.

- Le papier kraft : le papier kraft, produit par la Société, est spécialement conçu pour obtenir une excellente résistance en répondant aux normes d'hygiène alimentaire. Utilisé comme sac de petite contenance dans le marché de l'agroalimentaire (notamment en ce qui concerne le sucre) et pour les enveloppes, le papier kraft de la Société, est fabriqué à partir d'un mélange constitué de pâte à fibres courtes et longues et de papier recyclé. Ses caractéristiques de résistance à l'éclatement et à la déchirure lui confèrent une excellente qualité. Il convient à de nombreuses applications industrielles : fabrication de sacs ou de pochettes, d'intercalaires de protection pour les tôles ou le verre, de masquage en ce qui concerne les ateliers de peinture ;

- Le papier *manilla* : le papier *manilla* fabriqué par la Société est un papier frictionné à base de papier recyclé. Ce type de papier est principalement utilisé pour la confection d'emballage, notamment les emballages de pain ; et
- Les autres produits « emballage » : la Société produit également du papier mousseline 22 g/m<sup>2</sup> et des couvertures.

## V.2.2. VENTILATION DES VENTES DE BIENS ET SERVICES PRODUITS

### **Environnement externe de la Société**

La Société évolue dans un environnement national caractérisé par l'importance du secteur informel, d'où des pratiques courantes de ventes sans TVA qui représentent l'essentiel du chiffre d'affaires afférent au secteur.

A cela s'ajoutent les importations, hors droits de douane et TVA, du papier édition dont la destination est souvent détournée à d'autres fins pour venir inonder le marché informel.

Il en est de même pour les importations d'autres types de papier impression-écriture, souvent sous-facturées, débouchant ainsi sur une concurrence déloyale.

Le démantèlement tarifaire en cours constitue également une autre menace pesant sur l'activité exercée par la Société. Ce dernier expose de facto la Société à une concurrence plus aiguisée mais présente l'avantage de court-circuiter progressivement la compétition déloyale livrée par le secteur informel.

### **Politique tarifaire de la Société**

Il est utile de préciser que les prix appliqués par la Société sont fixés par la Direction Générale et formalisés dans le cadre d'une grille tarifaire. Ces prix varient selon les critères suivants :

- La nature du produit ;
- La quantité commandée ; et
- Le format du papier (sous forme de bobines, rames, ramettes, etc.).

Exceptionnellement, la Direction Générale peut déroger à cette grille tarifaire et négocier les prix de vente lorsqu'il s'agit de commandes spéciales (à l'instar des cartes d'électeurs pour le Ministère de l'Intérieur, etc.).

### **Evolution des ventes de biens et services par type de produit sur la période (2005-2007)**

Les ventes de biens et services de l'année 2005 ne correspondent pas à une situation d'exploitation normale et comparable aux années 2006 et 2007. En effet, suite à l'arrêt de l'activité en 2004, la production n'a repris qu'en mai 2005 et bien que les ventes de biens et services aient démarré au mois de janvier 2005, celles-ci<sup>21</sup> étaient essentiellement réalisées dans le cadre d'opérations de déstockage. Ainsi, l'analyse de l'évolution de l'activité portera uniquement sur les années 2006 et 2007.

---

<sup>21</sup> Ventes de biens et services réalisées entre janvier et mai 2005.

	2005		2006		Var. %	2007		Var. %
	Ventes (mdh)	Ventes (%)	Ventes (mdh)	Ventes (%)		Ventes (mdh)	Ventes (%)	
Papier velin	28	20,9%	67	31,3%	141,1%	95	40,4%	43,2%
Papier impression	34	25,9%	32	14,9%	-7,4%	42	17,6%	31,1%
Papier édition	10	7,5%	21	10,0%	114,7%	15	6,5%	-27,9%
Papier <i>mifin</i>	4	3,1%	6	2,6%	35,0%	7	2,9%	23,8%
Spécial photocopieur	29	21,8%	45	21,0%	55,1%	42	18,0%	-4,9%
Cartes et dossiers	11	8,1%	19	8,8%	74,9%	12	5,2%	-34,4%
Divers <sup>22</sup>	1	0,8%	1	0,7%	40,9%	0	0,0%	-100,0%
<b>Total papier impression-écriture</b>	<b>116</b>	<b>88,0%</b>	<b>190</b>	<b>89,2%</b>	<b>63,2%</b>	<b>214</b>	<b>90,8%</b>	<b>13,0%</b>
Kraft	9	7,1%	17	8,1%	83,7%	16	6,9%	-5,5%
Manilla	3	2,2%	0	0,0%	-100,0%	3	1,4%	-
Divers	3	2,1%	4	1,80%	44,9%	2	0,9%	-38,3%
<b>Total papier emballage</b>	<b>15</b>	<b>11,4%</b>	<b>21</b>	<b>9,9%</b>	<b>39,8%</b>	<b>22</b>	<b>9,2%</b>	<b>3,1%</b>
<b>Autres</b>	<b>1</b>	<b>0,6%</b>	<b>2</b>	<b>0,8%</b>	<b>114,7%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>-100,0%</b>
<b>Total</b>	<b>132</b>	<b>100,0%</b>	<b>213</b>	<b>100,0%</b>	<b>61,0%</b>	<b>236</b>	<b>100,0%</b>	<b>11,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Les ventes de biens et services réalisées par la Société affichent une hausse 11,0% à fin 2007. Cette évolution est principalement liée à la progression de 13,0% des ventes de papier impression-écriture qui représentent 90,8% des ventes globales de la Société en 2007. Les ventes de papier emballage, quant à elles, enregistrent une légère hausse de 3,1%.

La ventilation des ventes de la Société à fin 2007 fait apparaître une prépondérance structurelle du papier velin, qui représente 40,4% des ventes de biens et services globales engrangées contre 31,3% à fin 2006. A fin 2007, les ventes afférentes au papier velin progressent de 43,2 % pour s'établir à 95 mdh, compte tenu : (i) d'une meilleure pénétration du marché suite au retrait de Safripac SA du segment afférent aux transformateurs de cahiers scolaires en 2007 et (ii) des réalisations commerciales atteintes auprès de nouveaux gros clients tels que le groupe KALM International qui concentre 21,1% des ventes de biens et services globales de la Société au titre de l'exercice 2007.

Les ventes de papier impression affichent une croissance de 31,1% en 2007, atteignant ainsi un montant de 42 mdh. Leur contribution dans les ventes de biens et services globales de la Société représente 17,6% en 2007 contre 14,9% à fin 2006. La hausse des ventes de papier impression est notamment liée aux réalisations commerciales effectuées auprès du groupe KALM International et au renforcement des liens commerciaux avec des clients existants tels que Conapa et Promograph.

Compte tenu d'une politique fiscale désavantageuse qui exonère les ventes effectuées aux éditeurs de TVA mais qui ne donne pas droit aux déductions, les ventes de papier édition enregistrent une baisse de 27,9% en 2007.

Le papier *mifin* affiche en 2007 des ventes atteignant les 7 mdh, soit en progression de 23,8% par rapport à l'exercice 2006. Cette évolution s'explique par l'augmentation du panel client et le renforcement des relations commerciales avec les clients existants.

Les ventes de papier « spécial photocopieur » diminuent de 4,9% en 2007 pour s'établir à 42 mdh, d'où la baisse du poids de ce segment dans les ventes de biens et services globales de la Société. En effet, le papier « spécial photocopieur » représente 18,0% en 2007 des ventes totales contre 21,0% en 2006. A l'origine de cette baisse, la hausse des importations de ramettes provenant de pays arabes tels que l'Egypte et le Liban, et l'importance des ventes de papier « spécial photocopieur » sur le marché informel qui s'effectuent à des prix bien inférieurs à ceux appliqués par la Société.

<sup>22</sup> Les produits impression-écriture divers comprennent le papier dessin, le papier pelure et le papier registre.



Les ventes relatives aux cartes et aux dossiers périclitent quant à elles de 34,4% en 2007 pour s'établir à 12 mdh, compte tenu d'une concurrence accrue de Safripac SA sur ce segment et de manière générale d'une diminution de la consommation des cartes et dossiers.

A fin 2007, le papier kraft voit ses ventes baisser de l'ordre de 5,5%. Cette variation intervient consécutivement à la dégradation des ventes réalisées auprès de la société Cosumar, producteur de sucre et principal client de la Société en ce qui concerne le segment emballage.

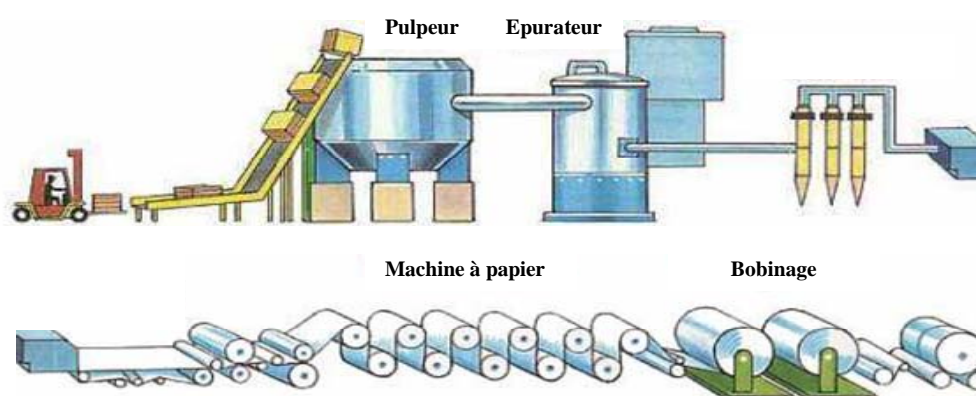
### V.2.3. DESCRIPTION DU CYCLE DE PRODUCTION DU PAPIER

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

Le site de production de Papelera est organisé en trois sections : une section relative à la préparation de la matière première (soit la pâte à papier), une section afférente à la production et une section liée à la transformation.

Comme l'illustre le graphique ci-dessous, ces sections correspondent à des phases spécifiques du cycle de production du papier :

#### Cycle de production du papier



Source : Papelera de Tetuan SA

Le glossaire technique qui suit permet de mieux comprendre le schéma portant sur le cycle de production du papier

- 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 ;
- L'épurateur centrifuge : permet de séparer, par la force centrifuge, la fibre (légère) des particules lourdes que contient la solution fibreuse ;
- L'épurateur sous pression : permet, quant à lui, de faire une sélection des fibres en fonction de leur taille ;
- Le Bobinage : opération qui permet d'obtenir des bobines filles à partir d'une bobine mère. La machine responsable de cette transformation est appelée : bobineuse. Notons que la bobine mère représente le produit de la machine à papier alors que la bobine fille caractérise la transformation de la bobine mère au niveau de la bobineuse.

Le processus de transformation de la pâte à papier en feuille de papier peut être résumé, dans l'ordre, comme suit :

- La préparation et le raffinage de la pâte à papier, destiné à favoriser l'enchevêtrement des fibres ;
- L'épuration, la dilution et la désaération de la pâte ;
- La distribution de la pâte à papier sous forme de jet sur une toile ;
- La compression de la pâte entre des cylindres absorbants ;
- Le séchage de la feuille ;
- La couverture de la surface de la feuille en matières améliorant ses propriétés ;
- Le lissage du papier ; et
- La finition : l'enroulement puis le découpage en rames de la feuille.

## V.2.4. POLITIQUE D'APPROVISIONNEMENT

### Procédure d'approvisionnement

Les principales étapes afférentes à la procédure d'approvisionnement de la Société sont présentées ci-dessous :

#### Principales étapes de la procédure d'approvisionnement



Source : Papelera de Tetuan SA

#### a. Identification et expression du besoin

Le demandeur consolide les besoins des utilisateurs du produit/service à acheter. Il consulte le prescripteur (personne ayant une expertise technique certaine quant au produit/service à acheter) pour la validation des spécifications d'achat.

Le demandeur établit la demande d'achat et la fait valider par le prescripteur (validation matérialisée par une signature). Ensuite, il transmet la demande d'achat au responsable du service achat.

Pour les achats récurrents (réapprovisionnement automatique pour maintenir un stock de sécurité), le magasinier établit une demande d'achat.

#### b. Lancement de l'opération « achat »

A la réception de la demande d'achat, le magasinier la codifie et l'oriente vers le responsable du service achat au niveau local qui la prend en charge ou la dirige à son tour vers le responsable service import/export lorsqu'il s'agit d'une importation.

Pour les achats effectués sur le marché local, le responsable du service achat affecte la demande d'achat à l'assistant achat et le responsabilise par rapport aux délais dont il dispose afin de traiter les opérations liées à la satisfaction de la demande d'achat. L'assistant achat lance les consultations et informe le responsable du service achat des consultations effectuées et veille à la relance des fournisseurs pour l'obtention des offres dans les délais.

Pour les achats « import », le responsable du service import/export saisit les demandes d'achat afférentes aux importations et choisit le mode d'achat selon s'il s'agit :

- D'un achat par entente directe, lorsqu'un seul fournisseur est agréé pour le produit/service à acheter ;
- D'un achat par consultation restreinte, lorsque plusieurs fournisseurs sont agréés pour le produit/service à acheter.

Le responsable du service import/export lance ensuite les consultations et veille à la relance des fournisseurs pour l'obtention des offres dans les délais.

#### c. Evaluation des offres reçues

A la réception des offres (émanant des fournisseurs consultés), le responsable du service achat (pour les achats opérés sur le marché local) ou le responsable du service import/export (pour les importations) prépare un tableau comparatif des offres et le communique ensuite au Directeur d'Usine pour la validation de l'opération « achat » notamment le choix du fournisseur ainsi que l'acceptation de son offre technique et financière.

d. Validation de l'opération « achat »

Le Directeur d'Usine valide l'opération « achat » après analyse des conditions techniques et financières des offres reçues.

e. Achat

- Pour les achats « import » : le responsable du service import/export négocie avec le fournisseur la procédure d'achat et se charge de la préparation du dossier import avec le fournisseur, la banque, le transitaire, la douane, etc. Le responsable du service import/export établit et transmet le dossier règlement « import » au responsable du service administratif et financier afin de procéder au règlement du fournisseur selon l'échéancier négocié avec ce dernier.

Le responsable du service import/export saisit le bon de commande et renseigne la date de livraison convenue avec le fournisseur. Il édite le bon de commande et l'envoie au fournisseur.

Le responsable du service import/export confirme la date de livraison avec le fournisseur et coordonne avec les entités concernées la réception des produits/services acquis ;

- Pour les achats opérés au niveau du marché local : le responsable du service achat transforme la demande d'achat validée en bon de commande et renseigne la date de livraison convenue avec le fournisseur. Il édite le bon de commande et le fait valider par le Directeur d'Usine avant de l'adresser au fournisseur concerné.

Le responsable du service achat confirme la date de livraison avec le fournisseur et coordonne avec les entités concernées la réception des produits/services acquis.

f. Livraison-réception

Le fournisseur livre la Société.

A la réception de la livraison, le magasinier vérifie la conformité de la livraison aux spécifications d'achat, édite le bon de réception et le fait valider par le demandeur et le prescripteur.

La réception d'articles stockables donne lieu à l'enregistrement d'entrées en stocks conformément aux procédures en vigueur.

Le bon de réception est transmis à l'assistante de Direction qui le joint au dossier achat avant de le communiquer au service financier pour le règlement du fournisseur.

g. Signature

Le Directeur Général signe le dossier d'achat.

h. Règlement du fournisseur

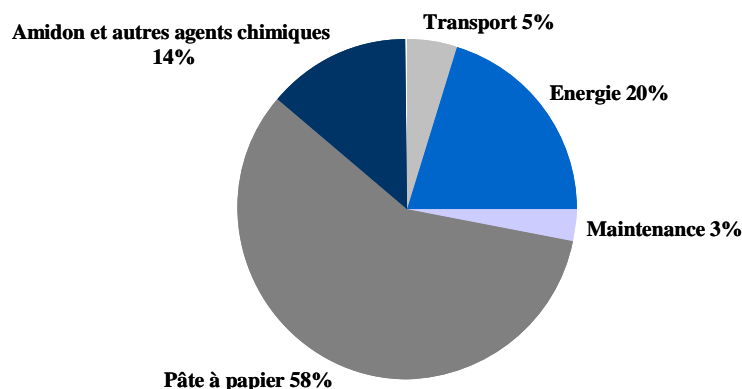
A la réception du dossier d'opération « achat », le chargé de la comptabilité contrôle le dossier.

A la réception de la facture, le chargé de la comptabilité procède au paiement du fournisseur selon l'échéancier prévu entre la Société et ledit fournisseur.

### Ventilation des approvisionnements par type d'intrant

En termes d'intrants, les approvisionnements totaux de la Société sont ventilés comme suit :

#### **Ventilation des approvisionnements par type d'intrant**



Source : Papelera de Tetuan SA

La pâte à papier représente 58% des intrants, principalement en provenance de Cellulose du Maroc. Le reste est quant à lui importé d'Europe, et ce en fonction des disponibilités et des offres sur le marché international.

L'amidon et les autres agents chimiques contribuent à hauteur de 14% au niveau des approvisionnements de la Société. L'amidon est fourni, pour l'essentiel, par Amylium du Maroc.

L'énergie constitue 20% des approvisionnements de la Société. L'énergie utilisée par la Société inclut l'électricité livrée par Amendis (soit 55% des dépenses en énergie) et le fioul (soit 45% des dépenses en énergie) provenant essentiellement de l'entité Afrikaia.

Enfin, le transport et la maintenance représentent, respectivement 5% et 3% des intrants.

Les fournisseurs sont évalués et sélectionnés en fonction de leur aptitude à fournir un produit de qualité conforme aux exigences de la Société. La réévaluation des prestataires de services se fait annuellement sur la base d'une série de critères d'évaluation.

### Principaux fournisseurs de la Société

A fin 2007, les principaux fournisseurs de la Société se déclinent comme suit :

Fournisseurs	Nature de l'approvisionnement	Part dans les approvisionnements annuels (en %)
Cellulose du Maroc	Pâte à papier	46,5%
Amendis	Electricité	10,8%
Afrikaia	Fuel	8,6%
Billerud France	Pâte à papier	8,5%
Autres <sup>23</sup>	-	25,6%
<b>Total</b>	-	<b>100,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

La pâte à papier étant le principal intrant dans le processus de fabrication du papier, le groupe Cellulose du Maroc (maison mère de la Société), considéré comme étant le principal fournisseur de sa filiale, concentre 46,5% des approvisionnements de la Société. Afin de répondre à ses besoins supplémentaires en pâte à papier, la Société s'approvisionne également auprès de Billerud France (fournisseur notamment de pâte à papier), qui contribue à hauteur de 8,5% au niveau des achats de la Société.

<sup>23</sup> Les autres fournisseurs incluent notamment les entreprises Tate & Lyle (producteur d'amidon), Clariant (fabricant de produits chimiques) et Sotrafores (producteur de bois) qui représentent respectivement 3,9%, 2,8% et 1,9% des approvisionnements annuels de la Société.

Concernant l'Energie, Amendis (distributeur d'électricité) et Afriquia (distributeur de fioul) concentrent respectivement 10,8% et 8,6% des approvisionnements de la Société.

Les termes de paiement octroyés par les fournisseurs locaux au profit de la Société sont compris entre 60 et 150 jours. En ce qui concerne les fournisseurs étrangers, les délais accordés varient quant à eux entre 60 et 120 jours.

Le stock minimum de produits finis afférent à la Société représente 2 mois de chiffre d'affaires alors que le stock minimum de matières premières (principalement constitué de pâte à papier) est estimé à 3 mois d'achats.

#### V.2.5. POLITIQUE DE DISTRIBUTION

La commercialisation des produits de la Société s'effectue au travers d'une équipe commerciale qui est actuellement en phase de renforcement. Elle comprend trois responsables commerciaux, supervisés par un directeur des ventes et une conseillère commerciale.

Chacun des commerciaux est en charge d'un portefeuille client. Il a pour responsabilité de développer ce dernier et de participer activement à l'amélioration des ventes de la Société. Les responsables commerciaux sont également amenés à faire de la veille concurrentielle afin d'analyser les pratiques des concurrents (en termes de produits, qualités intrinsèques des produits, méthodes de production, etc.).

Les ventes réalisées concernent généralement les clients traditionnels qui entretiennent, pour certains d'entre eux, une relation avec la Société depuis plus de 50 ans ainsi que de nouveaux prospects. Ces clients sont segmentés de la manière suivante :

- Les transformateurs de cahiers scolaires ;
- Les éditeurs de livres ;
- Les industriels ;
- Les imprimeurs ; et
- Les distributeurs de produits bureautiques.

L'essentiel de la commercialisation porte sur des produits référencés et récurrents.

Le processus de commercialisation se déroule en 6 étapes, en l'occurrence :

- Etape 1 : le responsable commercial et le client se mettent d'accord sur les termes de la commande, notamment sur le prix, qui est fixé en fonction de la grille tarifaire établie par la Direction Générale. Une fois que les deux parties ont trouvé un terrain d'entente, le client confirme sa commande auprès du responsable commercial concerné ;
- Etape 2 : une fois la commande confirmée par le client, le responsable commercial saisit une commande en interne, qui est directement adressée au service logistique<sup>24</sup>. Au même moment, le responsable commercial communique une fiche d'information afférente au client ainsi que les termes de la commande au département chargé de la gestion des risques. Selon la nature de la commande, de la situation (financière et autre) du client et de ses antécédents avec la Société, le département gestion des risques (en collaboration avec l'assureur crédit) détermine le montant de la commande qui sera assurée. La somme restante (non assurée) devra être réglée au comptant par ledit client ou bien faire l'objet d'une caution bancaire ;
- Etape 3 : le service logistique établit un bon de livraison (en se basant sur le bon de commande) et le transfère au département commercial ;
- Etape 4 : les responsables de production et de logistique coordonnent l'opération de livraison au client (la livraison est effectuée à partir des dépôts de Tétouan et de Casablanca). Parallèlement, le responsable commercial s'assure du suivi de la livraison et de la transmission du bon de livraison au client ;
- Etape 5 : au moment de la livraison, le client reçoit sa facture et se doit de verser la somme qui n'est pas couverte par l'assurance crédit ;

---

<sup>24</sup> Le service logistique est scindé en deux unités dont l'une se trouve à l'usine de Tétouan et l'autre au niveau du site de Casablanca qui fait également office de zone de stockage.

- Etape 6 : le responsable commercial s'assure du recouvrement de la créance.

La structure des ventes de biens et services par type de client, tel que présentée dans le tableau ci-après, met en évidence la prépondérance de la part des distributeurs de produits bureautiques et des transformateurs de cahiers scolaires dans les ventes globales dégagées par la Société.

Segment client	2005		2006		2007	
	Ventes (mdh)	Ventes (%)	Ventes (mdh)	Ventes (%)	Ventes (mdh)	Ventes (%)
Distributeurs de produits bureautiques	48	36,5%	78	36,5%	102	43,4%
Transformateurs de cahiers scolaires	46	34,7%	66	31,1%	74	31,3%
Imprimeurs	8	6,2%	19	9,1%	21	8,9%
Editeurs de livres	3	1,9%	5	2,2%	16	6,6%
Industriels	14	10,5%	15	7,3%	14	6,0%
Etat	0	0,0%	0	0,0%	6	2,5%
Export	13	10,1%	22	10,5%	3	1,4%
Divers	0	0,0%	7	3,4%	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>132</b>	<b>100,0%</b>	<b>213</b>	<b>100,0%</b>	<b>236</b>	<b>100,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

La structure des ventes des biens et services de la Société est caractérisée par une amélioration de la contribution des distributeurs de produits bureautiques (au niveau des ventes globales) qui passe de 36,5% en 2006 à 43,4% en 2007. A fin 2007, les ventes réalisées auprès des distributeurs progressent de 32,2% pour s'établir à 102 mdh contre 78 mdh en 2006. Cette progression s'explique notamment par les ventes réalisées par la Société au profit du groupe KALM International.

Représentant 31,3% des ventes de biens et services en 2007, les transformateurs de cahiers scolaires sont les deuxièmes plus gros clients de la Société, avec des ventes de l'ordre de 74 mdh en 2007 contre 66 mdh en 2006 et 46 mdh en 2005. Cette évolution est essentiellement due au retrait de Safripac SA de ce segment.

En 2007, suite à une amélioration des prestations commerciales, les ventes réalisées auprès des imprimeurs s'élevèrent à 21 mdh, soit 8,9% des ventes totales de la Société en 2007, contre 9,1% en 2006 et 6,2% en 2005.

Sur la période (2005-2007), les ventes relatives aux éditeurs enregistrent un TCAM significatif de 146,9%, passant de 3 mdh en 2005 à 5 mdh en 2006, puis à 16 mdh en 2007. En effet, malgré une politique fiscale désavantageuse (comme évoqué précédemment), les ventes afférentes aux éditeurs représentent 6,6% des ventes de biens et services globales dégagées par la Société à fin 2007 contre 2,2% en 2006 et 1,9% en 2005. Cette hausse s'explique principalement par l'arrivée de nouveaux éditeurs sur le marché national en 2007.

La part des ventes effectuées auprès des clients industriels diminue sur la période concernée, passant ainsi de 10,5% en 2005 à 7,3% en 2006, puis à 6,0% en 2007. Les ventes relatives aux industriels baissent de 8,9% en 2007 (par rapport à 2006). Cette évolution intervient suite à une diminution des ventes réalisées auprès de Cosumar (producteur de sucre) qui concentrait à fin 2006, à lui seul, 90% des ventes de biens et services provenant des clients industriels.

En 2007, les ventes relatives à l'Etat ressortent à 6 mdh et représentent 2,5% des ventes de biens et services globales de la Société. Ces ventes concernent notamment une commande émanant du Ministère de l'Intérieur et portant sur la fabrication de cartes d'électeurs.

A fin 2007, la part de l'export dans l'activité de la Société diminue de manière considérable. En effet, les ventes réalisées auprès des clients étrangers enregistrent une baisse de 85,4% en 2007 pour s'établir à 3 mdh contre 22 mdh en 2006. Cette situation résulte de la suppression des ventes vers l'Egypte (décrétée en 2007) en raison de l'évolution de la parité dirham-dollar ainsi qu'en Europe du fait de l'amélioration de la demande sur le marché local. Notons que la détérioration de la part de l'export est imputable à un manque de compétitivité de la Société par rapport aux papetiers étrangers. En effet, les ventes sont effectuées le plus souvent sans marge et ce au prix de revient. En 2007, les deux plus importants clients étrangers (situés en Belgique et au Mali), représentent respectivement 47% et 27% des ventes de biens et services relatives à l'export.

### Principaux Clients de la Société en 2007

Clients	Marché	Part dans les ventes (en %)
Groupe KALM International	Privé	21,1%
Conapa	Privé	12,8%
Promograph SARL.	Privé	6,9%
Mapaf SA.	Privé	3,8%
Mapama	Privé	3,5%
Imprimerie Moderne	Privé	2,8%
Paframa	Privé	2,8%
Ministère de l'Intérieur	Public	2,5%
Société Centrale d'Emballage	Privé	2,4%
Sopalemb SA.	Privé	2,2%
Autres	Privé	39,2%
<b>Total</b>	-	<b>100,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Les ventes de la Société au titre de l'exercice 2007 est relativement concentré, avec 10 clients drainant près de 61% des ventes de biens et services.

Les termes de paiement octroyés aux clients vont jusqu'à 120 jours à partir de la date de facturation pour les clients locaux et jusqu'à 60 jours pour les clients basés à l'étranger. Ce dernier terme, bien qu'il représente la référence en ce qui concerne les transactions effectuées entre la Société et ses clients, n'est pas souvent respecté. Toutefois, le risque de défaut des clients est contenu dans la mesure où l'encours (créances clients) est couvert par une assurance crédit. En effet, la Société a mis en place une assurance-crédit auprès d'Euler Hermes pour couvrir le risque client et ce, afin de parer à l'éventualité de l'insolvabilité de certains d'entre eux, relancer l'activité commerciale et reconquérir des parts de marché en toute sécurité.

#### V.2.6. POLITIQUE MARKETING

Afin de promouvoir la qualité de ses produits et d'assurer la fluidité de sa communication externe, la Société mène une politique marketing sur plusieurs fronts.

Parmi les moyens de communication externes déployés par la Société, nous pouvons citer :

- L'organisation d'une journée porte ouverte en 2007 à l'usine (site de production) de Tétouan ;
- La participation aux foires internationales de Casablanca et de Meknès ;
- L'établissement de rapports annuels ;
- La réalisation d'enquêtes de satisfaction client ;
- La conception et la publication d'affiches publicitaires ; et
- La mise à jour régulière du site web.

#### V.2.7. STRATEGIE DE DEVELOPPEMENT

Suite aux différents diagnostics diligentés par la Société, et visant à identifier les axes stratégiques de développement, la Société s'est attelée en 2006-2007 à activer un ambitieux plan d'action afin d'améliorer son positionnement commercial et de 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 en 2004 et à une politique de recrutement ciblée au cours des dernières années.

Par ailleurs, les autres mesures préconisées par la Société se sont essentiellement articulées autour :

- D'un reprofilage de la fonction commerciale afin d'endiguer l'hémorragie des impayés et renforcer les procédures de recouvrement ;
- D'un recentrage sur des produits à forte valeur ajoutée ;
- D'une optimisation du processus de production via une compression des ratios de consommation et une automatisation rationnelle des processus ; et
- D'un élargissement du panel client (le nombre de clients actifs a été porté de 20 à 100).

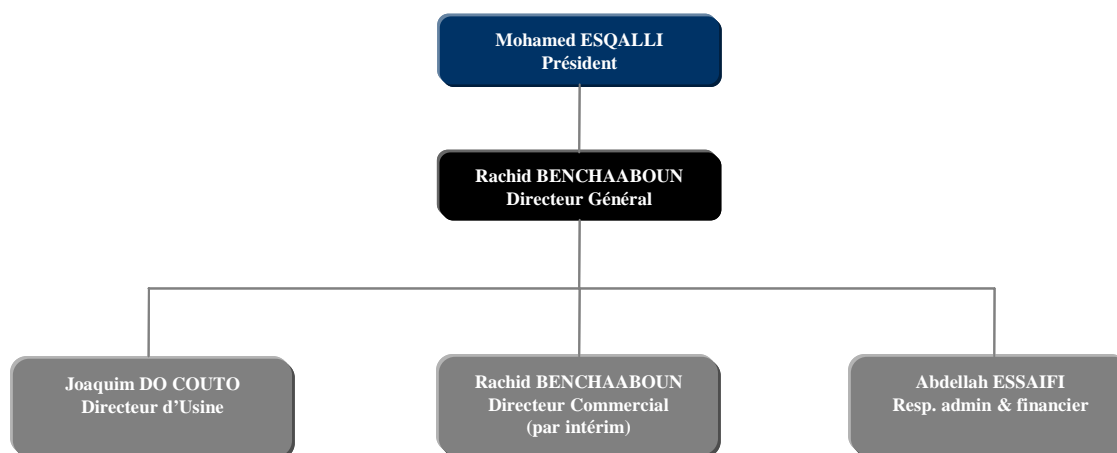
## **Partie V**

## **ORGANISATION ET MOYENS DE PRODUCTION**

## I. MOYENS HUMAINS

### I.1. ORGANIGRAMME DE LA SOCIETE

#### Organigramme de la Société



Source : Papelera de Tetuan SA

La Direction de la Société est assurée par Mohamed ESQALLI en sa qualité de Président et Rachid BENCHAABOUN en sa qualité de Directeur Général.

La direction du site de production (à Tétouan) a été confiée à Joaquim DO COUTO. Cette direction assure la planification, la supervision de la production et la résorption des problèmes techniques liés au processus de fabrication.

La direction des ventes, assurée par intérim par Rachid BENCHAABOUN, prend en charge la commercialisation et la vente des produits de la Société dans les meilleures conditions (en termes de prix et de marges).

Le département administratif et financier, dirigé par Abdellah ESSAIFI, est quant à lui en charge de (i) l'évaluation et du contrôle de la réalisation des orientations stratégiques adoptées par l'équipe managériale, (ii) la préparation et le suivi de la mise en œuvre du business plan versus du budget de la Société, (iii) la gestion des ressources humaines, (iv) la mise en place des procédures nécessaires à l'élaboration des états financiers et (v) la gestion des contrats d'exploitation et des contrats bancaires.

### I.2. EFFECTIF

#### I.2.1. REPARTITION DE L'EFFECTIF PAR CATEGORIE

Au 31 décembre 2007, l'effectif de la Société se compose de 217 personnes.

La répartition de ces effectifs par catégorie se présente comme suit :

	2005		2006		2007	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Cadres	22	14,0%	25	12,5%	23	10,6%
Agent de maîtrise	23	14,6%	51	25,5%	40	18,4%
Employés	18	11,5%	18	9,0%	18	8,3%
Opérateurs	94	59,9%	106	53,0%	136	62,7%
<b>Effectif total</b>	<b>157</b>	<b>100,0%</b>	<b>200</b>	<b>100,0%</b>	<b>217</b>	<b>100,0%</b>
<b>Taux d'encadrement</b>	<b>14,0%</b>	<b>-</b>	<b>12,5%</b>	<b>-</b>	<b>10,6%</b>	<b>-</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

A fin 2005, la Société compte 157 salariés. Ce niveau relativement faible est lié au parachèvement du plan social mis en place en 2004 dans le cadre du plan de restructuration de la Société. Ce chiffre s'explique également par la reprise tardive de l'activité de production en 2005<sup>25</sup>.

Compte tenu de la reprise de l'activité de la Société (à partir de mai 2005), l'effectif progresse de 27,4% en 2006 pour s'établir à 200 personnes. Cette augmentation de 43 employés est due au recrutement de 3 cadres, 28 agents de maîtrise et 12 opérateurs.

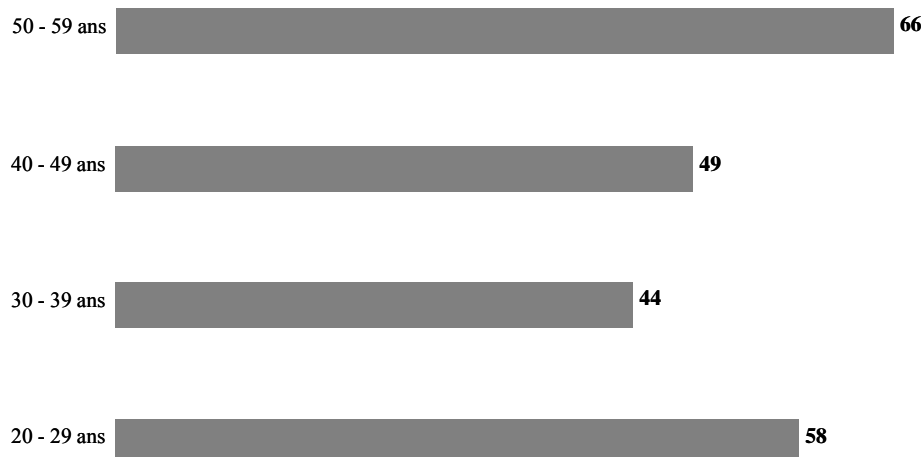
Au terme de l'année 2007, l'effectif se chiffre à 217 employés, en hausse de 8,5% par rapport à 2006.

Le taux d'encadrement de la Société en 2007 s'élève à 10,6% contre 12,5% en 2006 et 14,0% en 2005. Cette baisse est due au recrutement substantiel d'opérateurs suite à la reprise de l'activité en 2005.

#### I.2.2. REPARTITION DE L'EFFECTIF PAR TRANCHE D'AGE

La répartition des effectifs par tranche d'âge, présentée dans le graphique ci-après, indique que près de 31% des effectifs ont plus de 50 ans.

##### Répartition de l'effectif par tranche d'âge en 2007



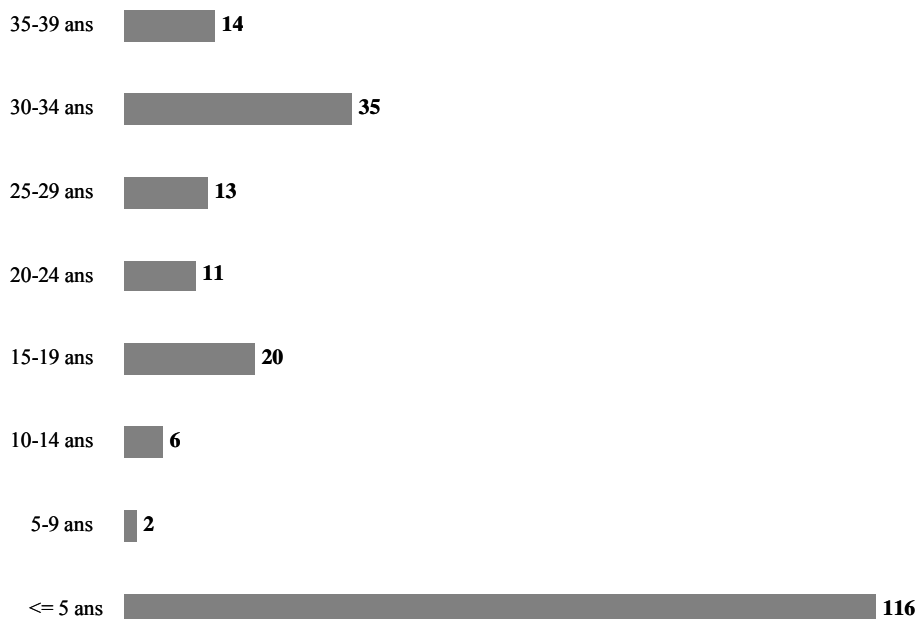
Source : Papelera de Tetuan SA

<sup>25</sup> L'activité avait été arrêtée en 2004 et n'a repris qu'en mai 2005.

### I.2.3. REPARTITION DE L'FFECTIF PAR ANCIENNETE

La répartition des effectifs par ancienneté présentée dans le graphique ci-après indique que 53,5% des employés ont moins de 5 ans d'ancienneté. Cette situation est liée à la politique de recrutement agressive menée par la Société au cours des trois derniers exercices (l'effectif est ainsi passé de 157 employés en 2005 à 217 employés en 2007).

#### Répartition de l'effectif par ancienneté en 2007



Source : Papelera de Tetuan SA

### I.2.4. TURNOVER

Le *turnover* au sein de la Société, tel que présenté dans le tableau suivant, est relativement élevé :

Année	2005	2006	2007
Recrutements	64	127	116
Départs	22	84	99
<b>Augmentation nette des effectifs</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>17</b>

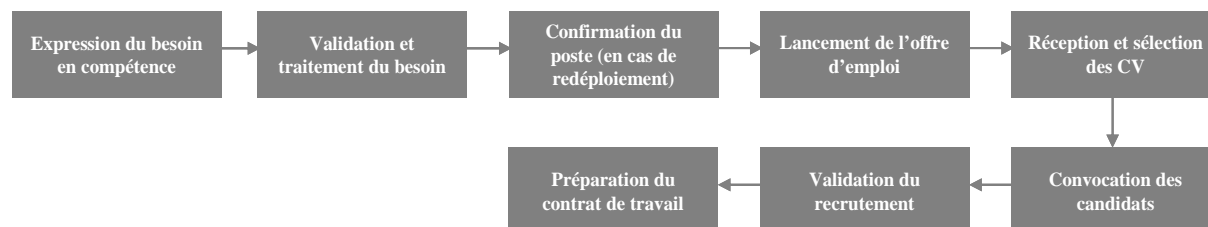
Source : Papelera de Tetuan SA

Le taux de *turnover* de la Société est significatif en raison d'une politique de recrutement ciblée menée au cours des trois derniers exercices.

### I.3. POLITIQUE DE RECRUTEMENT

Le processus de recrutement de la Société, tel que décrit ci-dessous, se déroule en plusieurs étapes :

#### **Principales étapes du processus de recrutement**



Source : Papelera de Tetuan SA

#### **Expression du besoin en compétence**

Chaque responsable de service doit exprimer son besoin en compétence en remplissant une demande de recrutement.

Par ailleurs, il se doit de compléter une fiche d'évaluation à la fin de chaque année pour le personnel titulaire et à la fin de chaque trimestre pour le personnel en cours d'intégration.

La demande peut être formulée par mail (en cas d'urgence).

#### **Validation et traitement du besoin**

En concertation avec le département administratif et financier (en charge de la gestion des ressources humaines), le Directeur Général valide le besoin relatif à la demande de recrutement et oriente la demande : soit le recrutement, soit le redéploiement.

#### **Confirmation du poste (en cas de redéploiement)**

Le responsable du service accueillant le redéployé (en cas de redéploiement) doit confirmer son accord sur la fiche d'évaluation communiquée.

Le responsable du service se doit de faciliter l'intégration du redéployé.

#### **Lancement de l'offre d'emploi**

En collaboration avec le service informatique et le service administratif et financier de la Société, le Directeur Général s'occupe du lancement versus de la publication de l'offre d'emploi dans les journaux et sur le site Internet de la Société.

Le délai s'écoulant entre l'expression du besoin et le lancement versus la publication de l'offre d'emploi ne doit pas dépasser 5 jours.

#### **Réception et sélection des CV**

La réception des CV des candidats s'étale sur 10 jours.

Les CV sélectionnés sont communiqués au responsable demandeur.

Le responsable demandeur confirme à son tour la sélection des CV.

#### **Convocation des candidats**

Après avoir convoqué les candidats, le responsable demandeur s'entretient et note ces derniers (en complétant des fiches d'appréciation).

#### **Validation du recrutement**

Le Directeur Général valide le recrutement d'un candidat sur la base de la fiche d'appréciation remplie.

#### **Préparation du contrat de travail**

Le département administratif et financier prépare le contrat du candidat.

#### I.4. REMUNERATIONS ET AVANTAGES SOCIAUX

En terme de politique salariale, la Société a adopté des pratiques de rémunérations variables afin de canaliser les efforts vers la performance et l'atteinte des objectifs assignés par l'équipe managériale. Notons, qu'environ deux tiers des salaires des nouvelles recrues sont indexés aux réalisations de la Société. En effet, la Direction de la Société a décidé de remplacer le système des 13<sup>ème</sup> et 14<sup>ème</sup> mois par des primes annuelles variables applicables à la majorité des nouveaux employés recrutés à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2004.

Le personnel de la Société bénéficie d'un traitement conforme à la législation en vigueur, notamment des congés annuels payés, une assurance maladie, décès, invalidité et accident du travail et l'affiliation à la CNSS. La Société garantit également une affiliation à la CIMR à l'ensemble de ses collaborateurs.

En outre, la Société a entrepris plusieurs actions à caractère social visant à motiver son personnel et à le faire évoluer dans un climat social agréable. Les principales actions entreprises en faveur du personnel, sont les suivantes :

- Distribution de fournitures scolaires ;
- Aide à l'occasion de l'Aid Al Adha ;
- Attribution d'une prime de naissance ; et
- Aide à l'occasion de l'Aid Maoulid.

#### I.5. POLITIQUE DE FORMATION

Au Maroc, il n'existe pas d'école de formation technique pour l'industrie papetière de base. Selon les différentes études menées, le faible nombre de fabricants de papier ne justifie pas l'ouverture d'un centre de formation spécialisé. En outre, aucun établissement universitaire ne dispense, à l'heure actuelle, d'enseignement spécialisé en relation avec l'industrie papetière.

Certains techniciens marocains vont en France pour y suivre des études d'ingénierie papetière, mais ces derniers décident parfois d'y rester définitivement.

En ce qui concerne la formation continue, elle est également inexistante. Une réflexion est engagée dans ce sens visant à créer un centre de formation continue à structure réduite qui proposerait des stages inter et intra-entreprises, ou à créer un centre technique 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, la Société a identifié les besoins de formation nécessaires dans l'objectif d'optimiser l'adéquation entre les profils des personnes et les tâches affectées.

La Société place donc la formation de son personnel au centre de sa politique de développement des ressources humaines et propose ainsi des programmes de formation autour de plusieurs thèmes (comme le dévoile le tableau ci-dessus).

La répartition des jours de formation par domaine sur les trois derniers exercices est présentée dans le tableau ci-après :

Domaine de formation	2005	2006	2007
Achat	2,0	0,0	0,0
Bureautique	12,5	0,0	0,0
Certification	8,0	0,0	0,0
Commercial	13,0	6,0	0,0
Management	6,5	3,0	0,0
Marketing	4,0	0,0	0,0
Production	11,0	21,0	0,0
Ressources humaines	4,0	0,0	0,0
Informatique	22,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>83,0</b>	<b>30,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Budget (en kdh)</b>	<b>337,0</b>	<b>322,0</b>	<b>0,0</b>

*En nombre de jours - Source : Papelera de Tetuan SA*

En 2005, la Société a dispensé 83 jours de formation en mettant l'accent sur les modules informatique (22 jours de formation), commercial (13 jours de formation) et bureautique (12,5 jours de formation). Le budget de la formation pour l'année 2005 s'élève à 337 kdh.

En 2006, 30 jours de formation ont été dispensés aux employés de la Société, avec 21 jours de formation relatifs au module « production ». Le budget de la formation au titre de l'exercice 2006 s'établit à 322 kdh.

Aucune formation n'a été octroyée aux employés de la Société en 2007.

#### I.6. SANCTIONS ET MESURES DISCIPLINAIRES

Les sanctions et les mesures disciplinaires applicables au personnel de la Société sont celles prévues par le Code du Travail. Ces mesures disciplinaires classées par ordre d'importance sont :

- L'avertissement ;
- Le blâme ;
- La mise à pied disciplinaire ;
- La rétrogradation ;
- Le licenciement avec ou sans préavis et indemnités.

#### I.7. POLITIQUE DE SECURITE ET D'HYGIENE

L'hygiène et la sécurité sont étroitement liées au développement de la Société. La politique de la Société en termes de sécurité et d'hygiène se traduit notamment par :

- La création d'emplacements spécifiques pour chaque type de marchandise afin d'aboutir à une meilleure organisation ;
- Le ramassage et l'évacuation périodique des déchets ;
- L'amélioration des conditions d'exploitation des zones communes ;
- La création d'une équipe « hygiène et sécurité » chargée d'améliorer les conditions de travail du personnel au sein du site de production de Tétouan ;
- La mise en place de procédures de sécurité et de prévention des risques visant à minimiser les accidents du travail, notamment via une spécialisation des employés au niveau des postes productifs ; et enfin
- L'adoption d'une approche proactive à travers une politique de prévention permettant d'anticiper les différents risques.

## I.8. SYNDICATS ET REPRESENTATION DU PERSONNEL

Le syndicat représenté à la Société est : l'Union Générale des Travailleurs du Maroc (UGTM).

La Société essaie au maximum d'entretenir de bonnes relations avec le syndicat et les représentants des salariés pour préserver un climat social serein et éviter toute interruption de la production.

## I.9. POLITIQUE DE COMMUNICATION INTERNE

La communication interne de la Société comprend deux volets :

- La communication liée à la production : celle-ci est mise en œuvre afin d'assurer la conformité de cette dernière aux procédures opérationnelles de la Société. Elle s'effectue à travers :
  - Des réunions opérationnelles par service et inter-services ;
  - L'*intranet* ;
  - Des notes de services ;
- La communication portant sur l'efficacité du système de *management* qualité, qui s'effectue à travers :
  - Des revues de processus (surveillance et amélioration) ;
  - Des revues de Direction (revue du système de *management* qualité, efficacité, politique qualité, etc.) ;
  - L'affichage versus la publication (d'informations, de processus, de décisions, etc.).

Pour mesurer l'impact et l'efficacité de sa politique de communication interne, la Société audite périodiquement les outils et la stratégie de la communication interne afin, le cas échéant, d'en améliorer les vecteurs et la portée.

## II. MOYENS TECHNIQUES

### II.1. DESCRIPTION DU SITE DE PRODUCTION ET DES PRINCIPAUX EQUIPEMENTS

Depuis sa création, l'usine de fabrication de papier est implantée dans le centre ville de la province de Tétouan. Le site de production de la Société s'étend sur une superficie de 53 766 m<sup>2</sup> et se compose de divers bâtiments dédiés aux zones de production et de stockage ainsi qu'à une zone administrative.

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

En termes d'installations industrielles, la Société dispose de deux machines d'une capacité théorique globale de 45 000 tonnes, en l'occurrence :

- La machine à papier MP5 : qui est une machine de type Fourdrinière (multi-cylindrique) destinée à la production de papier impression écriture d'un grammage variant de 56 gr/m<sup>2</sup> à 240 gr/m<sup>2</sup>. Sa vitesse de production maximale est de 420 m/mn ;
- La machine à papier MP3 : qui est une machine de type yankee (à cylindre frictionneur) destinée au papier d'emballage d'un grammage entre 22 gr/m<sup>2</sup> à 180 gr/m<sup>2</sup> avec une vitesse maximale de production de 140 m/mn.

La Société offre à ses clients le papier sous forme de bobines et/ou en papier en format (rames, ramettes, etc.). Pour ce faire, la Société dispose des machines suivantes :

- La coupeuse 4 : qui est une machine de marque Pasaban. Dotée de deux postes de chargement rotatifs et de deux tables de sorties, la coupeuse 4 est spécialisée dans le format A4 et A3 et dispose d'une capacité de transformation de plus de 10 000 tonnes par an ;
- La coupeuse 5 : qui est une machine, de type Jugenberg, spécialisée dans les grands formats (30 à 100 cm). Elle bénéficie d'une capacité de transformation de plus de 4 000 tonnes par an ; et
- La coupeuse 6 : qui est une coupeuse, de marque Pasaban également, spécialisée dans les grands formats (50 à 130 cm) et jouit d'une capacité de transformation de plus de 10 000 tonnes par an.

Pour le conditionnement de ces produits, la Société dispose des équipements suivants :

- Une emballeuse de ramettes (Bielomatic) à 25 coups par minute ;
- Une emballeuse de rames (Pasaban) avec une capacité d'emballage de 8 500 tonnes par an ; et
- Une plastifieuse.

Les outils de production sont performants et régulièrement mis à niveau pour préserver la qualité des produits finis commercialisés par la Société.

L'évolution de la production de l'usine est présentée dans le tableau ci-dessous :

	2005	2006	Var. %	2007	Var. %
Production nette en tonnes	13 998	23 837	70,3%	23 703	-0,6%
Capacité en tonnes	45 000	45 000	-	45 000	-
<b>Taux d'utilisation<sup>26</sup> (en %)</b>	<b>31,1%</b>	<b>53,0%</b>	<b>+21,9 pts</b>	<b>52,7%</b>	<b>-0,3 pts</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

En 2005, l'outil industriel a été exploité à hauteur de 31,1% de sa capacité en raison du démarrage tardif de l'activité de production décrété par la Direction en mai.

A fin 2006, la production nette de la Société enregistre une progression de 70,3% et ressort à 23 837 tonnes, soit un taux d'utilisation de 53,0%.

Au 31 décembre 2007, la production de la Société diminue de 0,6% pour s'établir à 23 703 tonnes.

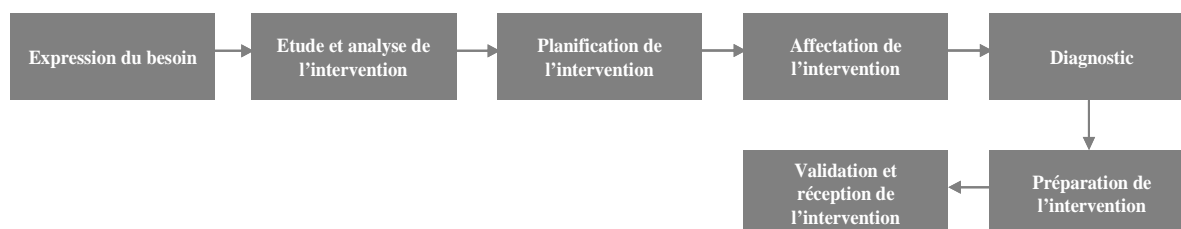
<sup>26</sup> Le taux d'utilisation correspond au rapport entre la production nette et la capacité de production.

## II.2. MAINTENANCE ET ENTRETIEN

### II.2.1. PROCESSUS DE MAINTENANCE ET D'ENTRETIEN

Le processus de maintenance et d'entretien, adopté par la Société, est détaillé dans le schéma ci-dessous :

#### Principales étapes du processus de maintenance et d'entretien



Source : Papelera de Tetuan SA

Il est utile de préciser à ce stade l'existence de trois types d'interventions, en l'occurrence : (i) la maintenance corrective (intervention de niveau 1 ou de niveau 2), (ii) la maintenance préventive et (iii) les travaux neufs.

#### Expression du besoin

En ce qui concerne l'intervention de niveau 1, définie comme étant une intervention corrective urgente, le responsable ligne de production exprime son besoin au mécanicien/électricien concerné.

Concernant l'intervention de niveau 2, qui nécessite l'arrêt de la machine concernée, le responsable ligne de production établit un bon de travaux pour tout besoin afférent à cette catégorie.

A la fin de l'année, les besoins en maintenance préventive et les besoins en travaux neufs sont quant à eux définis sur la base de l'état des machines d'une part (d'un point de vue technique) et le plan d'investissement d'autre part.

#### Etude et analyse de l'intervention

- Pour les travaux de maintenance corrective : l'étude de l'intervention se résume à collecter des informations sur la panne et décomposer l'intervention en travaux éventuels (travaux mécaniques, travaux électriques, etc.) ;
- Pour les travaux de maintenance préventive : l'étude de l'intervention consiste en l'élaboration de la liste des travaux de maintenance préventive à exécuter. En cas d'externalisation de travaux de maintenance préventive, un cahier de charges précis est établi et l'opération « acquisition de la prestation » est déclenchée conformément aux procédures en vigueur ; et
- Pour les travaux neufs : l'étude de l'intervention consiste en l'élaboration de la liste des travaux neufs à exécuter. En cas d'externalisation de travaux neufs, un cahier de charges précis est établi et l'opération « acquisition de la prestation » est déclenchée conformément aux procédures en vigueur.

#### Planification de l'intervention

- Pour les travaux de maintenance préventive : à la fin de chaque année, un planning de maintenance préventive est élaboré. Ce planning est ajusté mensuellement. Un ou des bon(s) de travaux découlant de la liste des travaux à effectuer est ou sont préparé(s) ;
- Pour les travaux neufs : à la fin de chaque année, un planning des travaux neufs est élaboré. Ce planning est ajusté mensuellement. Un ou des bon(s) de travaux découlant de la liste des travaux à effectuer est ou sont préparé(s).

### **Affectation de l'intervention**

En fonction des informations relatives à la panne, un technicien maintenance est affecté à l'intervention.

### **Diagnostic**

Le technicien maintenance établit un diagnostic et évalue la complexité de la panne.

Au cas où l'intervention nécessiterait un arrêt de la machine, le technicien maintenance en informe les responsables concernés.

Au cas où l'intervention ne nécessiterait pas un arrêt de la machine, le technicien maintenance prépare l'intervention.

### **Préparation de l'intervention**

Le technicien maintenance prépare les moyens nécessaires à l'intervention, notamment : l'outillage et les pièces de rechange.

### **Validation et réception de l'intervention**

- Pour les travaux de maintenance corrective : la réception de l'intervention est faite verbalement par le technicien maintenance et le service demandeur ;
- Pour les travaux de maintenance préventive et les travaux neufs : la réception de l'intervention est matérialisée par la signature d'un rapport d'intervention. Lorsque l'intervention est exécutée par un prestataire externe, la réception de l'intervention est matérialisée par la signature d'un PV de réception : provisoire en cas de réserves et définitif quand l'intervention est validée.

## **II.2.2. POLITIQUE DE MAINTENANCE EN 2007**

L'année 2007 a été marquée par la réalisation de plusieurs interventions de maintenance au niveau de l'outil de production de la Société afin d'améliorer sa productivité.

En 2007, la Société s'est également doté d'un outil informatique de Gestion de Maintenance Assistée par Ordinateur (GMAO). Cet outil a notamment permis à la Société de créer un historique relatif aux interventions et de mieux maîtriser les coûts liés à la politique de maintenance.

## **II.3. SYSTEME QUALITE**

Dans un souci continu d'amélioration de la qualité de ses produits, la Société a entrepris plusieurs mesures afin de répondre aux standards internationaux et d'obtenir en 2007 la certification ISO 9001 (version 2000). Ces mesures sont listées ci-dessous :

- L'amélioration des conditions de travail ;
- Une meilleure gestion des produits chimiques utilisés ;
- L'amélioration des processus de production ; et
- L'introduction de procédures de travail uniformes et d'automatisation des processus.

## **II.4. POLITIQUE ENVIRONNEMENTALE**

La protection de l'environnement revêt une importance particulière pour la Société. A cet effet, la politique environnementale de la Société est axée autour des points suivants :

- La rationalisation de la consommation d'eau ;
- Le contrôle des émissions gazeuses ;
- La rationalisation de la consommation énergétique ; et
- La maintenance de la propreté des installations.

## II.5. DESCRIPTION DU SYSTEME D'INFORMATION DE LA SOCIETE

### II.5.1. DESCRIPTION DES APPLICATIONS

Le système d'information de la Société repose principalement sur la solution *Sage Intégrale* qui regroupe sur un seul noyau un module de gestion commerciale des ventes, des achats et du stock, un module comptabilité générale et analytique et un module fabrication. Cette solution est renforcée par un moteur de *reporting* développé sous *Crystal Reports* offrant aux différents départements des rapports personnalisés et disponibles en temps réel.

Aussi, un développement interne de quelques applications de gestion diverses a été élaboré pour différents services. En ce qui concerne les ressources humaines, la Société est dotée du logiciel *Sage Paie 100* ainsi que des applications auxiliaires pour la télé-déclaration CNSS et CIMR et de la gestion de présence (pointage).

Les départements de la Société disposent également des applications du pack Microsoft Office et peuvent communiquer entre eux via un système de messagerie.

Par ailleurs, un *intranet* local a été mis à la disposition des employés de la Société afin de renforcer la communication interne.

### II.5.2. DESCRIPTION DE LA CONNECTIVITE

Les deux sites de la Société (l'usine située à Tétouan et la Direction basée à Casablanca) sont reliés par une liaison spécialisée de 256 ko (octets) permettant une connexion permanente et sécurisé par des *firewalls* présents sur les deux sites.

Les responsables des différents services de la Société, devant être joignables à tout moment, sont équipés de GSM dans le cadre d'une offre *Intenso* de Maroc Telecom.

## II.6. POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

En 1997, la Société met en place 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.

Depuis ce plan, la Société n'a plus engagé d'investissement d'extension de capacité.

Les investissements opérés sur la période (2005-2007) se présentent comme suit :

	2005	2006	2007
Logiciels	273	63	193
Aménagements et constructions sur le site de Tétouan	333	0	122
Matériel et outillages techniques	0	1 173	2 750
Matériel de transport	0	197	20
Mobilier et matériel de bureau	163	140	116
Matériel informatique	225	193	90
Immobilisations en cours	0	238	1 978
<b>Total</b>	<b>993</b>	<b>2 005</b>	<b>5 269</b>

*En kdh - Source : Papelera de Tetuan SA*

L'année 2007, s'est essentiellement focalisée sur l'acquisition d'un système de contrôle de qualité en vue d'améliorer la qualité des produits impression écriture, représentant à fin 2007 près de 91 % des ventes réalisées par la Société.



## **Partie VI**

## **SITUATION FINANCIERE DE LA SOCIETE**

## I. ANALYSE DES SOLDES INTERMÉDIAIRES DE GESTION

Le tableau suivant reprend les données historiques de l'Etat des Soldes Intermédiaires de Gestion de la Société pour les exercices 2005, 2006 et 2007 ainsi que ceux relatifs aux arrêtés semestriels 2007 et 2008 :

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
Ventes de marchandises	0	2 525	731	-	-71,1%	-	409	0	-100,0%
Achats revendus de Marchandises	0	2 230	650	-	-70,8%	-	730	0	-100,0%
<b>Marge brute sur ventes en l'état</b>	<b>0</b>	<b>295</b>	<b>80</b>	<b>-</b>	<b>-72,8%</b>	<b>-</b>	<b>-320</b>	<b>0</b>	<b>100,0%</b>
Ventes de biens et services produits	132 030	212 572	235 898	61,0%	11,0%	33,7%	112 944	104 289	-7,7%
Variation des stocks de produits	4 364	-2 499	-3 360	-157,3%	NA	-	4 417	9 385	112,5%
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<b>Production de l'exercice</b>	<b>136 393</b>	<b>210 073</b>	<b>232 539</b>	<b>54,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>30,6%</b>	<b>117 361</b>	<b>113 674</b>	<b>-3,1%</b>
Achats consommés de matières et fournitures	97 757	157 173	166 923	60,8%	6,2%	30,7%	85 852	83 407	-2,8%
Autres charges externes	13 107	15 083	17 675	15,1%	17,2%	16,1%	8 765	7 209	-17,8%
<b>Consommation de l'exercice</b>	<b>110 864</b>	<b>172 256</b>	<b>184 598</b>	<b>55,4%</b>	<b>7,2%</b>	<b>29,0%</b>	<b>94 618</b>	<b>90 617</b>	<b>-4,2%</b>
<b>Valeur ajoutée</b>	<b>25 530</b>	<b>38 112</b>	<b>48 021</b>	<b>49,3%</b>	<b>26,0%</b>	<b>37,1%</b>	<b>22 423</b>	<b>23 058</b>	<b>2,8%</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>132 030</b>	<b>215 097</b>	<b>236 629</b>	<b>62,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>33,9%</b>	<b>113 354</b>	<b>104 289</b>	<b>-8,0%</b>
<i>VA / CA</i>	<i>19,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>20,3%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>19,8%</i>	<i>22,1%</i>	<i>-</i>
Impôts et taxes	2 491	2 462	2 608	-1,2%	5,9%	2,3%	1 356	1 205	-11,2%
Charges du personnel	17 394	20 222	23 113	16,3%	14,3%	15,3%	11 790	11 628	-1,4%
<b>Excédent Brut d'Exploitation (EBE)</b>	<b>5 645</b>	<b>15 428</b>	<b>22 300</b>	<b>173,3%</b>	<b>44,5%</b>	<b>98,8%</b>	<b>9 277</b>	<b>10 225</b>	<b>10,2%</b>
<i>EBE / CA</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,8%</i>	<i>-</i>
Autres produits	926	0	225	-100,0%	-	-50,8%	0	0	-
Autres charges	12	0	0	-	-	-	0	0	-
Reprises d'exploitation, transferts de charges	12 322	3 493	398	-71,7%	-88,6%	-82,0%	0	0	-
Dotations d'exploitation	20 948	22 996	22 238	9,8%	-3,3%	3,0%	10 358	9 960	-3,8%
<b>Résultat d'Exploitation (REX)</b>	<b>-2 067</b>	<b>-4 075</b>	<b>685</b>	<b>NA</b>	<b>116,8%</b>	<b>-</b>	<b>-1 081</b>	<b>266</b>	<b>124,6%</b>
<i>REX / CA</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>0,3%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-1,0%</i>	<i>0,3%</i>	<i>-</i>
Produits financiers	384	265	142	-31,0%	-46,4%	-39,2%	114	117	2,6%
Charges financières	14 687	11 823	13 490	-19,5%	14,1%	-4,2%	6 916	5 485	-20,7%
<b>Résultat financier</b>	<b>-14 303</b>	<b>-11 558</b>	<b>-13 348</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>-6 802</b>	<b>-5 368</b>	<b>NA</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>-16 370</b>	<b>-15 632</b>	<b>-12 663</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>-7 883</b>	<b>-5 103</b>	<b>NA</b>
<b>Résultat non courant</b>	<b>2 043</b>	<b>-90</b>	<b>-869</b>	<b>-104,4%</b>	<b>NA</b>	<b>-</b>	<b>-726</b>	<b>-550</b>	<b>NA</b>
Résultat avant impôt	-14 327	-15 722	-13 531	NA	NA	NA	-8 608	-5 653	NA
Impôt sur les bénéfices	628	1 021	1 178	62,6%	15,3%	36,9%	620	506	-18,3%
<b>Résultat net de l'exercice (RN)</b>	<b>-14 956</b>	<b>-16 744</b>	<b>-14 709</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>-9 228</b>	<b>-6 159</b>	<b>NA</b>
<i>RN / CA</i>	<i>-11,3%</i>	<i>-7,8%</i>	<i>-6,2%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-8,1%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>-</i>

Source : Papelera de Tetuan SA

L'activité de la Société a été marquée par un tassement significatif en 2003, lié essentiellement à la circulation de rumeurs sur sa cessation d'activité.

En 2004, le *management* de la Société a délibérément décidé de l'arrêt temporaire de l'activité et a enclenché un vaste plan de restructuration, notamment à travers : (i) l'assainissement des relations liant la Société à ses différents partenaires et (ii) le lancement de divers chantiers de réorganisation aux niveaux social, logistique et industriel.

La reprise d'activité de la Société en mai 2005 est caractérisée par une amélioration notoire de ses principaux agrégats comptables. En effet, (i) l'optimisation des ressources internes à travers le parachèvement d'un plan social pour un montant de 20,2 mdh, (ii) le reprofilage de la fonction commerciale et le renforcement des procédures de recouvrement des créances et (iii) l'optimisation du processus de production ont largement contribué à l'assainissement de la situation financière et économique de la Société.

Par ailleurs, la progression soutenue de l'activité de la Société s'est confirmée grâce aux résultats enregistrés lors des exercices clos au 31 décembre 2006 et au 31 décembre 2007 qui s'inscrivent dans la même tendance que les indicateurs comptables afférents à l'exercice 2005.

## I.1. EVOLUTION DE LA PRODUCTION

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/S1 2008
Ventes de biens et services produits	132 030	212 572	235 898	61,0%	11,0%	33,7%	112 944	104 289	-7,7%
Variation des stocks de produits	4 364	-2 499	-3 360	-157,3%	NA	-	4 417	9 385	112,5%
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<b>Production totale</b>	<b>136 393</b>	<b>210 073</b>	<b>232 539</b>	<b>54,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>30,6%</b>	<b>117 361</b>	<b>113 674</b>	<b>-3,1%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

### I.1.1. PRODUCTION EN VOLUMES

En tonnes (sinon précisé)	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/S1 2008
Production	13 998	23 837	23 703	70,3%	-0,6%	30,1%	12 371	11 269	-8,9%
Ventes de biens et services produits	13 373	23 035	24 208	72,3%	5,1%	34,5%	11 798	10 576	-10,4%
Ventes locales	11 656	20 053	23 847	72,0%	18,9%	43,0%	11 518	10 407	-9,6%
Ventes à l'export	1 717	2 982	361	73,7%	-87,9%	-54,1%	280	169	-39,6%
Taux d'utilisation (en %) <sup>27</sup>	31,1%	53,0%	52,7%	-	-	-	27,5%	25,0%	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Durant l'exercice 2003, l'activité de la Société a connu un recul significatif compte tenu du gel de ses comptes bancaires et de la quasi-suspension des livraisons de matières premières. Cette situation a eu comme corollaire une baisse chronique des quantités produites, un faible taux d'utilisation des capacités de production et une régression conséquente du chiffre d'affaires afférent à l'année 2003.

La reprise de l'activité à compter de mai 2005 s'est traduite par une importante progression du niveau de la production (13 998 tonnes) avec un taux d'utilisation des capacités de production avoisinant les 31,1%. Par conséquent, le chiffre d'affaires réalisé sur les huit mois d'activité de l'année 2005 s'élève à 132 mdh.

L'année 2006, représentant une année pleine d'activité, est marquée par un accroissement notable de la production, celle-ci s'établit à 23 837 tonnes, soit un taux d'utilisation des capacités de production de 53,0%. Corrélativement, les ventes de biens et services produits de l'exercice avoisinent les 213 mdh, soit une croissance de 61,0% par rapport aux ventes de biens et services réalisées sur les huit mois d'activité de l'année 2005.

<sup>27</sup> Taux d'utilisation égal au rapport entre la production de l'exercice et les capacités de production de la Société (soit 45 000 tonnes).

Les agrégats caractérisant la production de l'exercice 2007 s'inscrivent dans la continuité de la tendance constatée en 2006. Toutefois, le niveau de production enregistré en 2007 marque un léger repli (-0,6% par rapport à l'année 2006). La hausse du prix de vente moyen a largement contribué à une amélioration du chiffre d'affaires de la Société en 2007 (+10,0% par rapport à l'exercice 2006). Le niveau de ventes (exprimées en tonnes) réalisées à fin 2007 excède le niveau de production (exprimée en tonnes) compte tenu des opérations de déstockage opérées.

La production de la Société au 30 juin 2008 s'inscrit en baisse de 8,9% par rapport au 30 juin 2007 pour s'établir à 11 269 tonnes. Sur la même période, les ventes (locales et à l'export) régressent de 10,4% pour atteindre 10 576 tonnes et ce, en raison d'une concurrence nationale difficile.

### I.1.2. VENTES DE BIENS ET SERVICES PRODUITS

En mdh (sinon précisé)	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
Ventes de biens et services Maroc	119	190	233	60,4%	22,2%	40,0%	110	103	-6,9%
Ventes de biens et services Export	13	22	3	66,1%	-85,4%	-50,7%	3	2	-39,1%
<b>Ventes de biens et services totales</b>	<b>132</b>	<b>213</b>	<b>236</b>	<b>61,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>33,7%</b>	<b>113</b>	<b>104</b>	<b>-7,7%</b>
Prix de vente moyen (en dirham/kg)	9,9	9,2	9,7	-6,5%	5,6%	-0,7%	9,6	9,9	3,0%

Source : Papelera de Tetuan SA

La stratégie de commercialisation adoptée par la Société vise prioritairement à reconquérir les clients présents sur le marché local. Ainsi, les ventes de biens et services réalisées sur le marché marocain se sont accrues de manière significative sur la période (2005-2007) pour atteindre 233 mdh en 2007 (contre 190 mdh en 2006 et 119 mdh en 2005).

Parallèlement, la Société vise à améliorer la contribution des exportations aux ventes de biens et services globales. De ce fait, les ventes de biens et services réalisées à l'export s'établissent à 22 mdh en 2006 contre 13 mdh sur la période allant de mai à décembre 2005, soit une progression de 66,1%. Cependant, l'année 2007 a connu un recul des exportations de 85,4% par rapport à l'exercice précédent. Il est utile de préciser que les ventes sur le marché local s'effectuent dans des conditions financières plus avantageuses (en terme de prix de vente) que celles afférentes à l'export.

Par ailleurs, les ventes de biens et services sont globalement impactées par les variations du prix de vente moyen. En l'occurrence, l'augmentation des unités vendues afférente à l'exercice 2006 a été contrebalancée par une baisse de 6,5% du prix de vente moyen/kg qui s'élève à fin 2006 à 9,2 dirham/kg (contre 9,9 dirham/kg en 2005). L'accroissement du prix de vente moyen en 2007 (soit une croissance de 5,6%) a largement contribué à l'amélioration notable des ventes de biens et services de la Société de 11%.

En effet, à fin 2007 les ventes de biens et services passent ainsi de 213 mdh à 236 mdh. Cette progression résulte donc à la fois de l'augmentation du prix de vente de 5,6% (comme évoquée ci-dessus) et de l'amélioration du volume vendu de 5,1% liée à une meilleure pénétration du marché et ce malgré la vive concurrence sévissant sur le marché national.

A fin juin 2008, les ventes de biens et services de la Société périclitent (soit une baisse de 7,7%), en effet ces dernières passent de 113 mdh à fin juin 2007 à 104 mdh à fin juin 2008. Cette situation trouve toute sa justification dans la diminution des unités vendues par la Société au cours du premier semestre 2008 (10 576 tonnes à fin juin 2008 contre 11 798 tonnes à fin juin 2007) en raison d'une concurrence nationale difficile.

## I.2. EVOLUTION DE LA CONSOMMATION

### I.2.1. ACHATS CONSOMMES DE MATIERES ET FOURNITURES

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
<b>Achats consommés de matières et fournitures, dont :</b>	<b>97 757</b>	<b>157 173</b>	<b>166 923</b>	<b>60,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>30,7%</b>	<b>85 852</b>	<b>83 407</b>	<b>-2,8%</b>
Achats de matières premières	74 919	107 575	118 337	43,6%	10,0%	25,7%	87 040	80 995	-6,9%
<i>En % des achats consommés</i>	<i>76,6%</i>	<i>68,4%</i>	<i>70,9%</i>	-	-	-	<i>101,4%</i>	<i>97,1%</i>	-
Variation des stocks de matières premières	-3 077	2 195	-2 604	171,3%	NA	8,0%	-6 670	-3 641	NA
<i>En % des achats consommés</i>	<i>-3,1%</i>	<i>1,4%</i>	<i>-1,6%</i>	-	-	-	<i>-7,8%</i>	<i>-4,4%</i>	-
Achats de matériel et fournitures consommables et d'emballages	25 678	50 217	49 265	95,6%	-1,9%	38,5%	7 002	4 853	-30,7%
<i>En % des achats consommés</i>	<i>26,3%</i>	<i>32,0%</i>	<i>29,5%</i>	-	-	-	<i>8,2%</i>	<i>5,8%</i>	-
Variation des stocks de matières, fournitures et emballages	-572	-1 084	451	NA	141,6%	-	-1 700	1 064	162,6%
<i>En % des achats consommés</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>0,3%</i>	-	-	-	<i>-2,0%</i>	<i>1,3%</i>	-
Achats non stockés de matières et fournitures	536	326	490	-39,2%	50,3%	-4,4%	179	136	-23,7%
<i>En % des achats consommés</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,3%</i>	-	-	-	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	-
Achats de travaux, études et prestations de services	0	7	0	-	-100,0%	-	0	0	-
<i>En % des achats consommés</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
Autres achats consommés liés à des ex. antérieurs	273	-2 063	984	NS	147,7%	89,9%	0	0	-
<i>En % des achats consommés</i>	<i>0,3%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>0,6%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Sur la période (2005-2007), les achats de matières premières représentent, à eux seuls, 72,0% en moyenne des achats consommés de matières et fournitures enregistrés par la Société.

La croissance du niveau d'activité en 2006 s'est accompagnée d'une hausse de 60,8% de la consommation des matières et fournitures consommables, qui totalisent 157 mdh à fin 2006 (contre 98 mdh en 2005), en ligne avec l'augmentation de 61,0% des ventes de biens et services enregistrée au cours de la même année.

Concernant l'exercice 2007, la Société a réussi à contourner l'effet du renchérissement du prix des matières premières sur les marchés internationaux en réduisant sa consommation de pâte à papier à fibre longue. Ainsi, l'accroissement des charges relatives à la consommation des matières et fournitures se limite à 6,2% entre 2006 et 2007 (soit 167 mdh en 2007 contre 157 mdh en 2006).

Au terme du premier semestre de l'année 2008, les achats consommés de matières et fournitures s'élèvent à 83 mdh, soit en baisse de 2,8% comparativement au 30 juin 2007 compte tenu de la diminution de la production de la Société.

## I.2.2. AUTRES CHARGES EXTERNES

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
<b>Autres charges externes</b>	<b>13 107</b>	<b>15 083</b>	<b>17 675</b>	<b>15,1%</b>	<b>17,2%</b>	<b>16,1%</b>	<b>8 765</b>	<b>7 209</b>	<b>-17,8%</b>
Locations et charges locatives	68	119	197	74,8%	66,0%	70,4%	70	13	-81,3%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,1%</i>	-	-	-	<i>0,8%</i>	<i>0,2%</i>	-
Redevances de crédit-bail	22	87	87	300,0%	0,0%	100,0%	43	43	0,0%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,5%</i>	-	-	-	<i>0,5%</i>	<i>0,6%</i>	-
Entretien et réparations	1 135	961	1 287	-15,3%	33,9%	6,5%	226	842	272,5%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>8,7%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,3%</i>	-	-	-	<i>2,6%</i>	<i>11,7%</i>	-
Primes d'assurances	2 621	1 805	1 636	-31,1%	-9,4%	-21,0%	817	638	-21,9%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>20,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>9,3%</i>	-	-	-	<i>9,3%</i>	<i>8,8%</i>	-
Rémunérations du personnel extérieur à l'entreprise	581	648	1 521	11,5%	134,9%	61,8%	677	852	26,0%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>8,6%</i>	-	-	-	<i>7,7%</i>	<i>11,8%</i>	-
Rémunérations d'intermédiaires et honoraires	2 231	3 602	5 491	61,5%	52,4%	56,9%	2 441	1 867	-23,5%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>17,0%</i>	<i>23,9%</i>	<i>31,1%</i>	-	-	-	<i>27,8%</i>	<i>25,9%</i>	-
Redevances pour brevets, marques, droits, etc.	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
Etudes, recherches et documentation	75	266	30	254,2%	-88,7%	-36,8%	7	9	32,1%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>0,6%</i>	<i>1,8%</i>	<i>0,2%</i>	-	-	-	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	-
Transport	3 797	5 930	4 900	56,2%	-17,4%	13,6%	2 762	1 739	-37,0%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>29,0%</i>	<i>39,3%</i>	<i>27,7%</i>	-	-	-	<i>31,5%</i>	<i>24,1%</i>	-
Déplacements, missions et réceptions	790	889	709	12,5%	-20,2%	-5,2%	291	257	-11,5%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,9%</i>	<i>4,0%</i>	-	-	-	<i>3,3%</i>	<i>3,6%</i>	-
Reste du poste autres charges externes	1 787	776	1 817	-56,6%	134,1%	0,8%	1 432	949	-33,7%
<i>En % des autres charges externes</i>	<i>13,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>10,3%</i>	-	-	-	<i>16,3%</i>	<i>13,2%</i>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Les autres charges externes ont augmenté en moyenne de 16,1% sur la période (2005-2007), en passant de 13 mdh à fin 2005 à 18 mdh à fin 2007.

Le poste « locations et charges locatives » enregistre une croissance moyenne de 70,4% sur la période (2005-2007). Cette évolution est liée à la location de camions visant à transporter la pâte à papier de la zone de stockage à l'atelier de production (situés au niveau du site de production de Tétouan).

En raison des interventions techniques opérées sur l'outil de production en 2007, le poste « entretien et réparations » s'élève à 1 287 kdh en 2007 (contre 961 kdh en 2006), soit une progression de 33,9%.

Les primes d'assurances périclitent sur la période (2005-2007) de 21,0% du fait de la révision à la baisse des conditions des contrats d'assurances tous risques.

Compte tenu du recours aux consultants techniques externes, le poste « rémunérations d'intermédiaires et honoraires » enregistre une croissance moyenne de 56,9% sur la période (2005-2007). Ce dernier ressort ainsi à 5 491 kdh au 31/12/2007 contre 2 231 kdh au 31/12/2005.

La progression du poste « transport », soit un TCAM de 13,6%, est largement proportionnelle à l'évolution des ventes sur la période (2005-2007).

Le poste « reste du poste autres charges externes » comprend exclusivement des charges externes liées à des exercices antérieurs.

Au 30 juin 2008, les autres charges externes atteignent 7 mdh, en baisse de 17,8% par rapport au 30 juin 2007, compte tenu de la diminution des postes « rémunérations d'intermédiaires et honoraires » et « transport » qui fléchissent respectivement de 23,5% et 37,0%. Cette situation dénote d'une maîtrise des charges par la Société.

### I.3. VALEUR AJOUTEE (VA)

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
Ventes de marchandises	0	2 525	731	-	-71,1%	-	409	0	-100,0%
Achats revendus de marchandises	0	2 230	650	-	-70,8%	-	730	0	-100,0%
<b>Marge brute sur ventes en l'état</b>	<b>0</b>	<b>295</b>	<b>80</b>	-	<b>-72,8%</b>	-	<b>-320</b>	<b>0</b>	<b>100,0%</b>
<b>Production de l'exercice</b>	<b>136 393</b>	<b>210 073</b>	<b>232 539</b>	<b>54,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>30,6%</b>	<b>117 361</b>	<b>113 674</b>	<b>-3,1%</b>
Achats consommés de matières et fournitures	97 757	157 173	166 923	60,8%	6,2%	30,7%	85 852	83 407	-2,8%
Autres charges externes	13 107	15 083	17 675	15,1%	17,2%	16,1%	8 765	7 209	-17,8%
<b>Consommation de l'exercice</b>	<b>110 864</b>	<b>172 256</b>	<b>184 598</b>	<b>55,4%</b>	<b>7,2%</b>	<b>29,0%</b>	<b>94 618</b>	<b>90 617</b>	<b>-4,2%</b>
<b>Valeur ajoutée</b>	<b>25 530</b>	<b>38 112</b>	<b>48 021</b>	<b>49,3%</b>	<b>26,0%</b>	<b>37,1%</b>	<b>22 423</b>	<b>23 058</b>	<b>2,8%</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>132 030</b>	<b>215 097</b>	<b>236 629</b>	<b>62,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>33,9%</b>	<b>113 354</b>	<b>104 289</b>	<b>-8,0%</b>
VA / CA	19,3%	17,7%	20,3%	-	-	-	19,8%	22,1%	-

Source : Papelera de Tetuan SA

#### I.3.1. VALEUR AJOUTEE DEGAGEE PAR EFFECTIF

	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
Effectif total au 31 décembre	157	200	217	27,4%	8,5%	17,6%	208	206	-1,0%
Charges du personnel / effectif au 31 décembre (en kdh)	111	101	107	-8,7%	5,3%	-1,9%	57	56	-0,4%
Valeur ajoutée / effectif au 31 décembre (en kdh)	163	191	221	17,2%	16,1%	16,7%	108	112	3,8%

Source : Papelera de Tetuan SA

La valeur ajoutée dégagée par l'exploitation a progressé de 26 mdh à fin 2005 à 48 mdh en 2007. En particulier, l'amélioration de cet agrégat de 37,1% en moyenne sur la période (2005-2007) s'explique notamment par le fait que la consommation de l'exercice évolue à un rythme moins soutenu que celui de la production (soit un TCAM de 29,0% pour la consommation contre un TCAM de 30,6% pour la production).

A fin juin 2008, la valeur ajoutée s'établit à 23 mdh, soit en augmentation de 2,8% par rapport à fin juin 2007. Cette progression trouve son origine dans la maîtrise de la consommation afférente à ladite période, qui baisse de 4,2% au 30 juin 2008.

La valeur ajoutée par salarié est passée de 163 kdh en 2005 à 221 kdh en 2007, dénotant ainsi de l'amélioration de la productivité suite à l'optimisation des ressources humaines et industrielles de la Société.

#### I.4. EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
Ventes de marchandises	0	2 525	731	-	-71,1%	-	409	0	-100,0%
Achats revendus de marchandises	0	2 230	650	-	-70,8%	-	730	0	-100,0%
<b>Marge brute sur ventes en l'état</b>	<b>0</b>	<b>295</b>	<b>80</b>	-	<b>-72,8%</b>	-	<b>-320</b>	<b>0</b>	<b>100,0%</b>
<b>Production de l'exercice</b>	<b>136 393</b>	<b>210 073</b>	<b>232 539</b>	<b>54,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>30,6%</b>	<b>117 361</b>	<b>113 674</b>	<b>-3,1%</b>
Achats consommés de matières et fournitures	97 757	157 173	166 923	60,8%	6,2%	30,7%	85 852	83 407	-2,8%
Autres charges externes	13 107	15 083	17 675	15,1%	17,2%	16,1%	8 765	7 209	-17,8%
<b>Consommation de l'exercice</b>	<b>110 864</b>	<b>172 256</b>	<b>184 598</b>	<b>55,4%</b>	<b>7,2%</b>	<b>29,0%</b>	<b>94 618</b>	<b>90 617</b>	<b>-4,2%</b>
<b>Valeur ajoutée</b>	<b>25 530</b>	<b>38 112</b>	<b>48 021</b>	<b>49,3%</b>	<b>26,0%</b>	<b>37,1%</b>	<b>22 423</b>	<b>23 058</b>	<b>2,8%</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>132 030</b>	<b>215 097</b>	<b>236 629</b>	<b>62,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>33,9%</b>	<b>113 354</b>	<b>104 289</b>	<b>-8,0%</b>
VA / CA	19,3%	17,7%	20,3%	-	-	-	19,8%	22,1%	-
Impôts et taxes	2 491	2 462	2 608	-1,2%	5,9%	2,3%	1 356	1 205	-11,2%
Charges du personnel	17 394	20 222	23 113	16,3%	14,3%	15,3%	11 790	11 628	-1,4%
<b>Excédent Brut d'Exploitation (EBE)</b>	<b>5 645</b>	<b>15 428</b>	<b>22 300</b>	<b>173,3%</b>	<b>44,5%</b>	<b>98,8%</b>	<b>9 277</b>	<b>10 225</b>	<b>10,2%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Sous l'effet conjugué de l'augmentation de la valeur ajoutée découlant de l'exploitation et de la régression du poids des charges du personnel suite au parachèvement du plan social (intervenu en 2004), l'excédent brut d'exploitation s'apprécie nettement sur la période considérée, passant ainsi de 6 mdh en 2005 à 15 mdh en 2006 et à 22 mdh en 2007.

L'excédent brut d'exploitation enregistré à fin juin 2008 affiche une croissance de 10,2% par rapport à la même période relative à l'année 2007. Cette amélioration s'explique notamment par la maîtrise des charges afférentes à l'exploitation (hors dotations aux amortissements).

##### I.4.1. IMPOTS ET TAXES

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
Impôts et taxes	2 491	2 462	2 608	-1,2%	5,9%	2,3%	1 356	1 205	-11,2%

Source : Papelera de Tetuan SA

Les impôts et taxes, comprenant notamment la taxe d'édilité, la patente et la taxe urbaine, se maintiennent à un niveau relativement stable sur la période (2005-2007), avec un taux de croissance annuel moyen de 2,3%.

Au 30 juin 2008, les impôts et taxes s'élèvent à 1 205 kdh.

##### I.4.2. CHARGES DE PERSONNEL

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
<b>Charges du personnel, dont :</b>	<b>17 394</b>	<b>20 222</b>	<b>23 113</b>	<b>16,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>15,3%</b>	<b>11 790</b>	<b>11 628</b>	<b>-1,4%</b>
Rémunérations du personnel	13 252	14 650	18 791	10,6%	28,3%	19,1%	8 634	9 113	5,6%
Charges sociales	2 516	3 057	3 717	21,5%	21,6%	21,6%	1 723	1 897	10,1%
Reste du poste autres charges sociales	1 626	2 514	605	54,6%	-75,9%	-39,0%	1 434	618	-56,9%

Source : Papelera de Tetuan SA

Les charges du personnel ont diminué de manière significative en 2005 (soit 17 394 kdh à fin 2005 contre 35 117 kdh à fin 2004), suite à la contraction de l'effectif d'environ 166 personnes pour un coût d'indemnisation de 20,2 mdh (le coût du plan social étant exclusivement imputé à l'exercice 2004).

Sur la période (2005-2007), lesdites charges enregistrent un TCAM de 15,3% et s'établissent à fin 2007 à 23 mdh (contre 17 mdh en 2005). Cette situation est liée à la politique de recrutement agressive menée par la Société au cours des trois derniers exercices (l'effectif est en effet passé de 157 employés en 2005 à 217 employés en 2007).

Le poste « reste du poste autres charges sociales » englobe principalement des charges du personnel relatives à des exercices antérieurs ainsi que les montants afférents à l'assurance maladie.

Au terme du premier semestre 2008, les charges du personnel diminuent de 1,4% par rapport au 30 juin 2007 pour atteindre 11,6 mdh.

## I.5. RESULTAT D'EXPLOITATION

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	5 645	15 428	22 300	173,3%	44,5%	98,8%	9 277	10 225	10,2%
Autres produits d'exploitation	926	0	225	-100,0%	-	-50,8%	0	0	-
Autres charges d'exploitation	12	0	0	-	-	-	0	0	-
Reprises d'exploitation, transferts de charges	12 322	3 493	398	-71,7%	-88,6%	-82,0%	0	0	-
DAP	20 948	22 996	22 238	9,8%	-3,3%	3,0%	10 358	9 960	-3,8%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-2 067</b>	<b>-4 075</b>	<b>685</b>	<b>NA</b>	<b>116,8%</b>	<b>-</b>	<b>-1 081</b>	<b>266</b>	<b>124,6%</b>

Source : Papeleira de Tetuan SA

Les autres produits d'exploitation enregistrés en 2005 pour un montant global de 926 kdh concernent à la fois les ristournes liées aux assurances relatives aux stocks et la reprise sur une provision afférente aux jetons de présence (non versés aux administrateurs). Juridiquement, lesdites ristournes se disent de la diminution qui doit se faire sur la somme pour laquelle a été assuré un stock lorsque cette somme se trouve supérieure à la valeur réelle dudit stock.

Notons également qu'une partie du remboursement des ristournes liées aux assurances contractées a été également comptabilisée au niveau du poste « autres produits non courants ».

Les autres produits d'exploitation relatifs à l'exercice 2007 (pour un montant total de 225 kdh) sont liés aux ristournes afférentes aux assurances portant sur les stocks.

Les reprises d'exploitation et transferts de charges constatés sur la période 2005 et 2007 englobent les reprises sur provisions pour dépréciation de stocks et de créances clients (suite à leur recouvrement). Compte tenu de la cession, intervenue en 2005, d'un stock provisionné (du fait de son état défectueux), une reprise d'exploitation pour un montant de 9 mdh a été enregistrée en 2005 au niveau des comptes de la Société.

Sur la période (2005-2007), les amortissements représentent en moyenne 90,3% des dotations d'exploitation. Lesdits amortissements accusent un léger repli sur la période concernée (soit une baisse de 1,4%) et ressortent ainsi à 19 485 kdh au 31 décembre 2007 contre 20 060 kdh au 31 décembre 2005.

A fin 2006, l'accroissement des dotations d'exploitation de 9,8% résulte principalement de la constatation de provisions pour clients douteux.

Tout en demeurant déficitaires, les résultats d'exploitation relatifs aux exercices 2005 et 2006, ont été positivement impactés par la progression enregistrée par l'excédent brut d'exploitation et par la reprise d'une partie de la provision constatée sur les stocks, devenue sans objet. Le déficit d'exploitation s'élève ainsi à 2 mdh en 2005 et à 4 mdh en 2006.

L'amélioration de la valeur ajoutée en 2007 a permis de dégager un résultat d'exploitation positif de 0,7 mdh (soit une croissance significative de 116,8% par rapport à 2006) et une marge opérationnelle de l'ordre de 0,3%.

A fin juin 2008, le résultat d'exploitation de la Société s'établit à 0,3 mdh contre -1,1 mdh à fin juin 2007. Cette évolution s'explique principalement par l'accroissement de l'excédent brut d'exploitation (soit un TCAM de 10,2%) compte tenu de la maîtrise des charges afférentes à l'exploitation.

## I.6. RESULTAT FINANCIER

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
<b>Produits financiers</b>	<b>384</b>	<b>265</b>	<b>142</b>	<b>-31,0%</b>	<b>-46,4%</b>	<b>-39,2%</b>	<b>114</b>	<b>117</b>	<b>2,6%</b>
Gains de change	0	125	48	-	-61,7%	-	20	17	-15,0%
Intérêts et produits financiers	384	140	50	-63,5%	-64,4%	-63,9%	50	0	-100,0%
Reprises financières et transferts de charges	0	0	44	-	-	-	44	100	126,0%
<b>Charges financières</b>	<b>14 687</b>	<b>11 823</b>	<b>13 490</b>	<b>-19,5%</b>	<b>14,1%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>6 916</b>	<b>5 485</b>	<b>-20,7%</b>
Charges d'intérêt	14 753	11 363	13 297	-23,0%	17,0%	-5,1%	6 879	5 481	-20,3%
Pertes de change	-66	415	93	733,4%	-77,6%	-	37	5	-87,7%
Dotations financières	0	44	100	-	126,0%	-	0	0	-
<b>Résultat financier</b>	<b>-14 303</b>	<b>-11 558</b>	<b>-13 348</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>-6 802</b>	<b>-5 368</b>	<b>NA</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Les produits financiers correspondent principalement à la refacturation des intérêts de retard portant sur les encaissements clients.

Les charges financières sont constituées essentiellement de charges d'intérêt relatives aux emprunts de la Société.

Les gains versus les pertes de change sont liés aux opérations d'import de pâte à papier (transactions libellées en dollar) et aux opérations d'export des produits commercialisés par la Société (transactions libellées quant à elles en euro et en dollar). Afin de se couvrir contre le risque de change afférent aux opérations d'import, la Société a recours à des contrats à terme.

La reprise financière enregistrée à fin 2007 concerne la reprise d'une provision pour risque de change, relative aux écarts de conversion, constatée en 2006.

Bien que déficitaire, le résultat financier de l'exercice 2005 s'est nettement amélioré (une progression de 17,7% par rapport à l'année 2004) suite à la renégociation des caractéristiques des emprunts contractés par la Société auprès des bailleurs de fonds concernés. Ces négociations ont abouti au rééchelonnement de la dette (court et long terme) sur une période de 15 ans.

Durant l'exercice 2006, le résultat financier a atteint -12 mdh (contre -14 mdh au 31/12/2005), et ce compte tenu de la reprise d'intérêts comptabilisés doublement (relatives à des exercices antérieurs).

En 2007, l'extension des lignes de crédit de la Société a largement contribué à la hausse des charges d'intérêt et par conséquent à la dégradation du résultat financier (-13 mdh en 2007 contre -12 mdh à fin 2006). Notons toutefois que la comparaison portant sur le résultat financier entre les exercices 2006 et 2007 est biaisée dans la mesure où les charges financières au 31 décembre 2006 tiennent compte, comme précisé ci-dessus, d'une reprise de charges financières (afférentes à des exercices antérieurs).

Au 30 juin 2008, le résultat financier ressort à -5 368 mdh (contre -6 802 au 30 juin 2007). Cette amélioration est due à la baisse des charges d'intérêt (de -20,3% par rapport au 30 juin 2007) liée à la diminution du principal des dettes bancaires contractées.

## I.7. RESULTAT NON COURANT

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
<b>Produits non courants</b>	<b>603</b>	<b>191</b>	<b>474</b>	<b>-68,3%</b>	<b>147,8%</b>	<b>-11,4%</b>	<b>88</b>	<b>30</b>	<b>-66,0%</b>
Produits des cessions d'immobilisations	0	186	47	-	-74,7%	-	22	30	36,4%
Subventions d'équilibre	0	0	0	-	-	-	0	0	-
Reprises sur subventions d'investissement	0	0	0	-	-	-	0	0	-
Autres produits non courants	587	5	94	-99,1%	NS	-60,0%	66	0	-99,9%
Reprises non courantes; transfert de charges	16		333	-100,0%	-	352,3%	0	0	-
<b>Charges non courantes</b>	<b>-1 440</b>	<b>281</b>	<b>1 343</b>	<b>119,5%</b>	<b>377,0%</b>	<b>-</b>	<b>814</b>	<b>580</b>	<b>-28,7%</b>
Valeurs nettes d'amortissements des immobilisations cédées	0	0	0	-	-	-	0	0	-
Subventions accordées	0	0	0	-	-	-	0	0	-
Autres charges non courantes, dont :	-1 440	281	1 343	119,5%	377,0%	-	814	580	-28,7%
Pénalités sur marchés et débits	0	0	3	-	-	-	0	0	-
Rappels d'impôts (autres qu'impôts sur les résultats)	27		87	-100,0%	-	80,8%	0	0	-
Pénalités et amendes fiscales	4	7	18	77,6%	170,1%	119,0%	0	0	-
Créances devenues irrécouvrables		226	274	-	21,0%	-	0	222	-
Reste du poste des autres charges non courantes	-1 470	49	961	103,3%	NS	-	814	358	-56,0%
Dotations non courantes aux amortissements et aux provisions	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<b>Résultat non courant</b>	<b>2 043</b>	<b>-90</b>	<b>-869</b>	<b>-104,4%</b>	<b>NA</b>	<b>-</b>	<b>-726</b>	<b>-550</b>	<b>NA</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Les autres produits non courants ressortent à fin 2005 à 587 kdh. Ces derniers comprennent à la fois des dégrèvements d'impôts (IS) ainsi que le remboursement d'une partie des ristournes liées aux assurances contractées.

Les reprises non courantes constatées à fin 2007 pour un montant de 333 kdh concernent une provision pour intérêts, devenue sans objet.

Les charges non courantes relatives à l'exercice 2005 trouvent leur origine dans la reprise d'une provision afférente à un contentieux fiscal provisionné en 2004 (et réglé en 2005).

Le poste « reste du poste des autres charges non courantes » s'élève à fin 2007 à 961 kdh compte tenu d'un contrôle effectué par la CNSS et réglé en 2007. Ledit contrôle portait sur les exercices 2001, 2002 et 2003.

Le résultat non courant enregistré à fin 2005 s'est élevé à 2 mdh et permet par conséquent d'absorber en partie le déficit lié au résultat courant dégagé par la Société.

Les résultats non courants afférents aux exercices 2006 et 2007 s'établissent respectivement à -0,1 mdh et -0,9 mdh, notamment en raison de la constatation de créances devenues irrécouvrables.

Compte tenu d'une diminution de 28,7% des charges non courantes, le résultat non courant au terme du premier semestre 2008 ressort à -550 kdh contre -726 kdh au 30 juin 2007.

## I.8. RESULTAT NET

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/ S1 2008
Résultat d'Exploitation (REX)	-2 067	-4 075	685	NA	116,8%	-	-1 081	266	124,6%
Résultat financier	-14 303	-11 558	-13 348	NA	NA	NA	-6 802	-5 368	NA
Résultat non courant	2 043	-90	-869	-104,4%	NA	-	-726	-550	NA
Résultat avant impôt	-14 327	-15 722	-13 531	NA	NA	NA	-8 608	-5 653	NA
Impôt sur les bénéfices	628	1 021	1 178	62,6%	15,3%	36,9%	620	506	-18,3%
<b>Résultat net</b>	<b>-14 956</b>	<b>-16 744</b>	<b>-14 709</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>-9 228</b>	<b>-6 159</b>	<b>NA</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Le résultat net de l'année 2005 s'établit à -15 mdh. Ce déficit est attribuable (i) à la dégradation du résultat financier enregistré au cours de cet exercice (-14 mdh) et (ii) à la non-atteinte du point mort en terme de production, en effet l'année 2005 n'étant pas une année pleine de production (l'exploitation de l'outil de production n'a concerné que 8 mois).

Par ailleurs, le résultat net relatif à l'exercice 2006 s'est largement détérioré compte tenu (i) du renchérissement du prix des *inputs* (en l'occurrence, la pâte à papier dont le cours international n'a cessé de croître) et (ii) de l'impact du résultat financier déficitaire de -12 mdh (bien qu'en amélioration par rapport à l'exercice 2005).

Le résultat net dégagé à fin 2007, tout en étant déficitaire, s'élève à -15 mdh (contre -17 mdh au 31 décembre 2006). Cette perte trouve son origine dans la détérioration du résultat financier à -13 mdh suite à l'ouverture de nouvelles lignes de crédit à court terme.

A fin juin 2008, le résultat net atteint -6 mdh contre -9 mdh au 30 juin 2007. Cette évolution s'explique par l'augmentation de l'excédent brut d'exploitation d'une part et l'amélioration du résultat financier (-5 mdh au 30 juin 2008 contre -7mdh au 30 juin 2007) d'autre part.

## II. ANALYSE BILANTIELLE

Le tableau suivant reprend les données historiques du bilan de la Société sur les exercices 2005, 2006 et 2007, ainsi que ceux relatifs aux arrêts semestriels 2007 et 2008 :

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
<b>Actif</b>									
<b>Actif immobilisé</b>	<b>179 598</b>	<b>161 492</b>	<b>147 408</b>	<b>-10,1%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-9,4%</b>	<b>147 408</b>	<b>138 602</b>	<b>-6,0%</b>
<i>En % de l'actif</i>	<i>50,4%</i>	<i>38,1%</i>	<i>37,2%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>34,3%</i>	-
Immobilisations en non valeurs	697	522	348	-25,0%	-33,4%	-29,3%	348	11	-96,9%
<i>En % de l'actif</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>0,0%</i>	-
Immobilisations incorporelles	251	242	330	-3,6%	36,5%	14,7%	330	278	-15,9%
<i>En % de l'actif</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>0,1%</i>	-
Immobilisations corporelles	178 506	160 583	146 455	-10,0%	-8,8%	-9,4%	146 455	138 038	-5,7%
<i>En % de l'actif</i>	<i>50,1%</i>	<i>37,9%</i>	<i>37,0%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>34,2%</i>	-
Immobilisations financières	145	145	275	0,0%	89,8%	37,8%	275	275	0,0%
<i>En % de l'actif</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,1%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>0,1%</i>	-
Ecart de conversion actif	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<i>En % de l'actif</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>0,0%</i>	-
<b>Actif circulant</b>	<b>174 408</b>	<b>240 563</b>	<b>202 350</b>	<b>37,9%</b>	<b>-15,9%</b>	<b>7,7%</b>	<b>202 350</b>	<b>238 588</b>	<b>17,9%</b>
<i>En % de l'actif</i>	<i>49,0%</i>	<i>56,8%</i>	<i>51,1%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>59,1%</i>	-
Stocks	66 365	63 176	62 031	-4,8%	-1,8%	-3,3%	62 031	73 993	19,3%
<i>En % de l'actif</i>	<i>18,6%</i>	<i>14,9%</i>	<i>15,7%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>18,3%</i>	-
Créances de l'actif circulant	107 937	177 237	140 113	64,2%	-20,9%	13,9%	140 113	164 490	17,4%
<i>En % de l'actif</i>	<i>30,3%</i>	<i>41,8%</i>	<i>35,4%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>40,7%</i>	-
Titres et valeurs de placement	106	106	106	0,0%	0,0%	0,0%	106	106	0,0%
<i>En % de l'actif</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>0,0%</i>	-
Ecart de conversion actif	0	44	100	-	126,0%	-	100	0	-
<i>En % de l'actif</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>0,0%</i>	-
<b>Trésorerie actif</b>	<b>2 170</b>	<b>21 718</b>	<b>46 210</b>	<b>900,8%</b>	<b>112,8%</b>	<b>361,5%</b>	<b>46 210</b>	<b>26 780</b>	<b>-42,0%</b>
<i>En % de l'actif</i>	<i>0,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>11,7%</i>	-	-	-	<i>19,8%</i>	<i>6,6%</i>	-
<b>Total actif</b>	<b>356 176</b>	<b>423 773</b>	<b>395 968</b>	<b>19,0%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>395 968</b>	<b>403 970</b>	<b>2,0%</b>
<b>Passif</b>									
<b>Capitaux permanents</b>	<b>250 984</b>	<b>234 907</b>	<b>240 139</b>	<b>-6,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>240 139</b>	<b>228 284</b>	<b>-4,9%</b>
<i>En % du passif</i>	<i>70,5%</i>	<i>55,4%</i>	<i>60,6%</i>	-	-	-	<i>60,6%</i>	<i>56,5%</i>	-
Capitaux propres	29 599	12 855	-1 854	-56,6%	-114,4%	-	-1 854	-8 013	NA
<i>En % du passif</i>	<i>8,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>-0,5%</i>	-	-	-	<i>-0,5%</i>	<i>-2,0%</i>	-
Dettes de financement	221 385	222 052	241 993	0,3%	9,0%	4,6%	241 993	236 297	-2,4%
<i>En % du passif</i>	<i>62,2%</i>	<i>52,4%</i>	<i>61,1%</i>	-	-	-	<i>61,1%</i>	<i>58,5%</i>	-
Provisions	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<i>En % du passif</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
Ecart de conversion passif	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<i>En % du passif</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
<b>Passif circulant</b>	<b>92 298</b>	<b>131 758</b>	<b>123 724</b>	<b>42,8%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>15,8%</b>	<b>123 724</b>	<b>127 857</b>	<b>3,3%</b>
<i>En % du passif</i>	<i>25,9%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,2%</i>	-	-	-	<i>31,2%</i>	<i>31,6%</i>	-
Dettes du passif circulant	91 965	131 365	123 593	42,8%	-5,9%	15,9%	123 593	127 857	3,4%
<i>En % du passif</i>	<i>25,8%</i>	<i>31,0%</i>	<i>31,2%</i>	-	-	-	<i>31,2%</i>	<i>31,6%</i>	-
Autres provisions	333	377	100	13,3%	-73,4%	-45,1%	100	0	-
<i>En % du passif</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
Ecart de conversion passif	0	16	30	-	92,1%	-	30	0	-
<i>En % du passif</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
<b>Trésorerie passif</b>	<b>12 894</b>	<b>57 109</b>	<b>32 106</b>	<b>342,9%</b>	<b>-43,8%</b>	<b>57,8%</b>	<b>32 106</b>	<b>47 830</b>	<b>49,0%</b>
<i>En % du passif</i>	<i>3,6%</i>	<i>13,5%</i>	<i>8,1%</i>	-	-	-	<i>8,1%</i>	<i>11,8%</i>	-
<b>Total passif</b>	<b>356 176</b>	<b>423 773</b>	<b>395 968</b>	<b>19,0%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>395 968</b>	<b>403 970</b>	<b>2,0%</b>

## II.1. ACTIF

### II.1.1. IMMOBILISATIONS EN NON VALEURS

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Frais préliminaires	694	521	347	-25,0%	-33,3%	-29,3%	347	10	-97,0%
Charges à répartir sur plusieurs exercices	2	2	1	-33,3%	-50,0%	-42,3%	1	0	-50,0%
<b>Immobilisations en non valeurs</b>	<b>697</b>	<b>522</b>	<b>348</b>	<b>-25,0%</b>	<b>-33,4%</b>	<b>-29,3%</b>	<b>348</b>	<b>11</b>	<b>-96,9%</b>
<i>En % de l'actif immobilisé</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,2%</i>	-	-	-	<i>0,2%</i>	<i>0,0%</i>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Les immobilisations en non valeurs englobent exclusivement les frais liés à l'augmentation de capital (intervenue en 2005) et les charges à répartir sur plusieurs exercices.

A fin 2007, les immobilisations en non valeurs représentent 0,2% du total de l'actif immobilisé (contre 0,3% en 2006 et 0,4% en 2005). La baisse du poids des immobilisations en non valeurs est attribuable à l'amortissement de ces dernières sur la période considérée.

### II.1.2. IMMOBILISATIONS INCORPORELLES

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Immobilisations en recherche et développement	0	0	0	-	-	-	0	0	-
Brevets, marques, droits et valeurs similaires	251	242	330	-3,6%	36,5%	14,7%	330	278	-15,9%
Fonds commercial	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>251</b>	<b>242</b>	<b>330</b>	<b>-3,6%</b>	<b>36,5%</b>	<b>14,7%</b>	<b>330</b>	<b>278</b>	<b>-15,9%</b>
<i>En % de l'actif immobilisé</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	-	-	-	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Les immobilisations incorporelles comprennent exclusivement les brevets, marques, droits et valeurs similaires. Ces brevets, marques, droits et valeurs similaires concernent les logiciels acquis par la Société.

A fin 2007, les immobilisations incorporelles représentent 0,2% de l'actif immobilisé de la Société (contre 0,2% en 2006 et 0,1% en 2005). En 2007, la Société a procédé à l'acquisition de logiciels relatifs à la trésorerie d'une part et au *Business Project* d'autre part.

Ces immobilisations s'établissent à fin juin 2008 à 278 kdh contre 330 kdh à fin 2007, soit une baisse de 15,9% principalement liée aux amortissements enregistrés sur ladite période.

### II.1.3. IMMOBILISATIONS CORPORELLES

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Terrains	92 001	92 001	92 001	0,0%	0%	0,0%	92 001	92 001	0,0%
Constructions	12 547	11 210	10 114	-10,7%	-9,8%	-10,2%	10 114	9 570	-5,4%
Installations techniques, matériel et outillage	73 094	56 075	41 064	-23,3%	-26,8%	-25,0%	41 064	32 905	-19,9%
Matériel de transport	59	203	180	244,0%	-11,0%	75,0%	180	159	-11,7%
Mobilier, matériel de bureau	805	856	880	6,4%	2,8%	4,6%	880	1 188	35,0%
Autres immobilisations corporelles	0	0	0	-	-	-	0	0	-
Immobilisations corporelles en cours	0	238	2 216	-	831,5%	-	2 216	2 216	0,0%
<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>178 506</b>	<b>160 583</b>	<b>146 455</b>	<b>-10,0%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-9,4%</b>	<b>146 455</b>	<b>138 038</b>	<b>-5,7%</b>
<i>En % de l'actif immobilisé</i>	<i>99,4%</i>	<i>99,4%</i>	<i>99,3%</i>	-	-	-	<i>99,3%</i>	<i>99,6%</i>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Les immobilisations corporelles englobent quant à elles :

- Les terrains : qui représentent en moyenne 57,2% du total des immobilisations corporelles sur la période (2005-2007) ;
- Les constructions : qui représentent en moyenne 7,0% du total des immobilisations corporelles sur la période (2005-2007) ;
- Les installations techniques, matériels et outillages : qui représentent en moyenne 34,6% du total des immobilisations corporelles sur la période (2005-2007) ;
- Les matériels de transport : qui représentent en moyenne 0,1% du total des immobilisations corporelles sur la période (2005-2007) ;
- Les matériels de bureau et les aménagements divers : qui représentent en moyenne 0,5% du total des immobilisations corporelles sur la période (2005-2007) ; et
- Les immobilisations corporelles en cours : qui représentent en moyenne 0,6% du total des immobilisations corporelles sur la période (2005-2007).

Hormis les terrains, les immobilisations corporelles sont enregistrées à leur valeur d'acquisition.

Il est utile de préciser que la Société a procédé en 2004 à une réévaluation de son actif foncier (soit les terrains détenus) pour un montant global de 88 mdh. La valeur des terrains inscrite à l'actif du bilan est ainsi passée de 4 mdh à 92 mdh.

En moyenne, les immobilisations corporelles représentent à elles seules 99% de l'actif immobilisé de la Société.

Le poste « immobilisations corporelles » a baissé entre 2005 et 2007 (soit un TCAM de -9,4% sur la période en question). Cette évolution est due à l'amortissement des dites immobilisations et aux cessions opérées (relatives notamment aux matériels de transport) qui ressortent à 47 kdh à fin 2007 contre 2 kdh à fin 2005. Les immobilisations corporelles sont amorties à hauteur de 70,4% à fin 2007 (contre 63,5% à fin 2005).

Notons toutefois que des acquisitions afférentes aux immobilisations corporelles ont été opérées au cours de l'exercice 2007 pour un montant global de 5 mdh (contre un montant de 2 mdh à fin 2006 relatif aux matériels de bureau ainsi qu'aux matériels et outillages).

Ces immobilisations s'élèvent à fin juin 2008 à 138 kdh contre 146 mdh à fin 2007, soit une diminution de 5,7%.

#### II.1.4. IMMOBILISATIONS FINANCIERES

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Prêts immobilisés	0	0	0	-	-	-	0	0	-
Autres créances financières	145	145	275	0,0%	89,8%	37,8%	275	275	0,0%
Titres de participation	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<b>Immobilisations financières</b>	<b>145</b>	<b>145</b>	<b>275</b>	<b>0,0%</b>	<b>89,8%</b>	<b>37,8%</b>	<b>275</b>	<b>275</b>	<b>0,0%</b>
<i>En % de l'actif immobilisé</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	-	-	-	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Les immobilisations financières de la Société, représentant à fin 2007 0,2% de son actif immobilisé, enregistrent une croissance de 89,8% sur la période (2006-2007) compte tenu du reclassement d'une créance long terme détenue par la Société envers son assureur.

Au 30 juin 2008, les immobilisations financières se maintiennent au même niveau que celui constaté au 31 décembre 2007 (soit 275 kdh).

## II.1.5. STOCKS

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/S1 2008
Marchandises	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<i>En % des stocks</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
Matières et fournitures consommables	25 029	23 918	26 071	-4,4%	9,0%	2,1%	26 071	28 649	9,9%
<i>En % des stocks</i>	<i>37,7%</i>	<i>37,9%</i>	<i>42,0%</i>	-	-	-	<i>42,0%</i>	<i>38,7%</i>	-
Produits en cours	10 351	14 834	6 914	43,3%	-53,4%	-18,3%	6 914	8 608	24,5%
<i>En % des stocks</i>	<i>15,6%</i>	<i>23,5%</i>	<i>11,1%</i>	-	-	-	<i>11,1%</i>	<i>11,6%</i>	-
Produits intermédiaires et produits résiduels	0	0	0	-	-	-	0	0	-
<i>En % des stocks</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
Produits finis	30 986	24 425	29 046	-21,2%	18,9%	-3,2%	29 046	36 736	26,5%
<i>En % des stocks</i>	<i>46,7%</i>	<i>38,7%</i>	<i>46,8%</i>	-	-	-	<i>46,8%</i>	<i>49,6%</i>	-
<b>Stocks</b>	<b>66 365</b>	<b>63 176</b>	<b>62 031</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>62 031</b>	<b>73 993</b>	<b>19,3%</b>
<i>En % de l'actif total</i>	<i>18,6%</i>	<i>14,9%</i>	<i>15,7%</i>	-	-	-	<i>15,7%</i>	<i>18,3%</i>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Les stocks comprennent les matières premières et fournitures consommables (en l'occurrence la pâte à papier), les produits en cours et les produits finis.

Les stocks de matières premières et fournitures consommables sont évalués au coût d'achat moyen pondéré. Les stocks de produits finis sont quant à eux évalués au coût de production.

Au 31 décembre 2007, les stocks représentent 15,7% de l'actif total contre 18,6% à fin 2005. A fin juin 2008, le poids des stocks par rapport à l'actif total se situe au même niveau qu'au 31 décembre 2005.

Les produits en cours représentent, au 31 décembre 2007, 11,1% des stocks contre 15,6% à fin 2005.

En moyenne, les produits finis contribuent à hauteur de 44,1% des stocks sur la période (2005-2007).

Le stock minimum de produits finis afférent à la Société représente 2 mois de chiffre d'affaires alors que le stock minimum de matières premières (principalement constitué de pâte à papier) est estimé à 3 mois d'achats. Notons que le poids du stock de matières premières est quasi-constant sur la période considérée.

A fin juin 2008, les stocks de produits finis représentent à eux seuls 49,6% des stocks (soit la principale composante des stocks) contre 38,7% pour les produits en cours.

## II.1.6. CREANCES DE L'ACTIF CIRCULANT

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	1 932	3 378	101	74,9%	-97,0%	-77,2%	101	0	-100,0%
<i>En % des créances</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,9%</i>	<i>0,1%</i>	-	-	-	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	-
Clients et comptes rattachés	80 976	144 341	92 078	78,3%	-36,2%	6,6%	92 078	113 471	23,2%
<i>En % des créances</i>	<i>75,0%</i>	<i>81,4%</i>	<i>65,7%</i>	-	-	-	<i>65,7%</i>	<i>69,0%</i>	-
Personnel	164	319	114	94,4%	-64,3%	-16,7%	114	353	210,1%
<i>En % des créances</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>	-	-	-	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	-
Etat	22 275	26 846	31 015	20,5%	15,5%	18,0%	31 015	31 536	1,7%
<i>En % des créances</i>	<i>20,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>22,1%</i>	-	-	-	<i>22,1%</i>	<i>19,2%</i>	-
Compte d'associés	1	1	1	0,0%	0,0%	0,0%	1	0	-100,0%
<i>En % des créances</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-
Autres débiteurs	235	539	16 642	129,0%	NS	741,1%	16 642	17 277	3,8%
<i>En % des créances</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,3%</i>	<i>11,9%</i>	-	-	-	<i>11,9%</i>	<i>10,5%</i>	-
Comptes de régularisation actif	2 353	1 813	162	-23,0%	-91,1%	-73,8%	162	1 852	NS
<i>En % des créances</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,1%</i>	-	-	-	<i>0,1%</i>	<i>1,1%</i>	-
<b>Créances de l'actif circulant</b>	<b>107 937</b>	<b>177 237</b>	<b>140 113</b>	<b>64,2%</b>	<b>-20,9%</b>	<b>13,9%</b>	<b>140 113</b>	<b>164 490</b>	<b>17,4%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Sur la période (2005-2007), le poste « clients et comptes rattachés » représente à lui seul 74,1% des créances de l'actif circulant.

Malgré la constatation d'une provision pour un montant global de 2,7 mdh à fin 2006, les créances clients augmentent de 78,3% sur la période (2005-2006) en raison du renforcement de l'activité. En effet, le poids du poste « clients et comptes rattachés » par rapport aux créances de l'actif circulant passe de 75,0% à fin 2005 à 81,4% au 31 décembre 2006.

Le poste « Etat » concerne principalement la TVA déductible. Du fait, que cette dernière soit proportionnelle à l'intensité de l'activité, le poste « Etat » progresse selon un TCAM de 18,1% sur la période (2005-2007). Le poids de ce poste par rapport aux créances de l'actif circulant suit cette même tendance et ressort ainsi à 22,1% au 31 décembre 2007 (contre 20,6% à fin 2005).

A fin 2007, les créances de l'actif circulant ont périclité de 20,9% passant ainsi à 140 mdh (contre 177 mdh en 2006). Cette baisse s'explique principalement par (i) la diminution du poste « fournisseurs débiteurs, avances et acomptes » de 97,0% liée à l'apurement des avances consenties en 2005 et 2006 au receveur des douanes, (ii) la réduction des créances clients de 36,2% compte tenu de la maîtrise des délais clients et de la constatation d'une nouvelle provision pour un montant de 2,7 mdh et (iii) la dégradation du poste « comptes de régularisation actif » de 91,1% suite à la régularisation de certaines opérations bancaires (soit l'annulation d'intérêts débités à tort).

L'évolution des créances clients (brutes et nettes) est déclinée dans le tableau ci-dessous :

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Créances clients brutes	192 870	256 048	205 901	32,8%	-19,6%	3,3%	205 901	227 511	10,5%
Provisions relatives aux créances clients	111 895	111 707	113 822	-0,2%	1,9%	0,9%	113 822	114 040	0,2%
Créances clients nettes	80 976	144 341	92 078	78,3%	-36,2%	6,6%	92 078	113 471	23,2%

Source : Papelera de Tetuan SA

La Société est confrontée à la problématique des impayés qui fragilise son assise financière. Néanmoins, la Société limite son exposition au risque de non recouvrement de ses créances en adoptant une politique conservatrice en matière de provisionnement des créances douteuses, litigieuses ou contentieuses. En effet, à fin 2007 les créances clients (brutes) sont provisionnées à hauteur de 55,3% (contre 43,6% à fin 2006 et 58,0% à fin 2005).

Rappelons que l'entité Aiglemer Paper est débitrice, à fin 2007, à l'égard de la Société d'un montant d'environ 51,2 mdh. Cette créance a fait l'objet d'une provision dans les comptes de la Société à hauteur de 43,4 mdh (soit près de 40% des provisions relatives aux créances clients enregistrées).

Par ailleurs, afin de parer à l'éventualité d'insolvabilité de certains de ses clients, la Société a recours à une assurance pour couvrir ledit risque auprès d'Euler Hermes.

A fin juin 2008, les créances clients (brutes) sont provisionnées à hauteur de 50,1%.

### II.1.7. TITRES ET VALEURS DE PLACEMENT

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
<b>Titres et Valeurs de Placement</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>0,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Les titres et valeurs de placement, d'un montant de 106 kdh, correspondent à des placements de liquidités opérés auprès d'un OPCVM de la place.

### II.1.8. TRESORERIE ACTIF

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Chèques et valeurs à encaisser	0	11 461	18 307	-	59,7%	-	18 307	7 365	-59,8%
Banques, TG et CP	2 167	10 235	27 889	372,3%	172,5%	258,7%	27 889	19 407	-30,4%
Caisse, régies d'avance et accreditifs	3	22	14	632,9%	-35,2%	118,0%	14	9	-39,3%
<b>Trésorerie actif</b>	<b>2 170</b>	<b>21 718</b>	<b>46 210</b>	<b>900,8%</b>	<b>112,8%</b>	<b>361,5%</b>	<b>46 210</b>	<b>26 780</b>	<b>-42,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

La trésorerie actif de la Société a progressé de 361,5% par an en moyenne entre 2005 et 2007, passant de 2 mdh à 46 mdh.

A fin juin 2008, la trésorerie actif s'établit à 27 mdh.

## II.2. PASSIF

### II.2.1. CAPITAUX PROPRES

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Capital social	101 938	101 938	101 938	0,0%	0,0%	0%	101 938	101 938	0,0%
Prime d'émission, de fusion, d'apport	47 775	47 775	47 775	0,0%	0,0%	0%	47 775	47 775	0,0%
Ecart de réévaluation	87 773	87 773	87 773	0,0%	0,0%	0%	87 773	87 773	0,0%
Réserve légale	4 572	4 572	4 572	0,0%	0,0%	0%	4 572	4 572	0,0%
Réserve d'investissement	31 800	31 800	31 800	0,0%	0,0%	0%	31 800	31 800	0,0%
Réserve volontaire	10 781	10 781	10 781	0,0%	0,0%	0%	10 781	10 781	0,0%
Report à nouveau	-240 085	-255 040	-271 784	NA	NA	NA	-271 784	-286 493	NA
Résultat net de l'exercice	-14 956	-16 744	-14 709	NA	NA	NA	-14 709	-6 159	NA
<b>Capitaux propres</b>	<b>29 599</b>	<b>12 855</b>	<b>-1 854</b>	<b>-56,6%</b>	<b>-114,4%</b>	<b>-</b>	<b>-1 854</b>	<b>-8 013</b>	<b>NA</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

La Société a procédé en 2004 à une réévaluation de son actif foncier (soit les terrains détenus) pour un montant global de 88 mdh. Par conséquent, la contraction des fonds propres a été largement atténuée par la constatation d'un écart de réévaluation (de 88 mdh).

Les capitaux propres au 31 décembre 2005 s'élèvent à 30 mdh suite à l'augmentation du capital de la Société opérée en 2005 (dans le cadre de l'opération d'accordéon). En effet, la Société a réalisé en 2005 une émission de 1 120 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 100 Dh chacune, émises au prix de 100 Dh par action.

Les capitaux propres de la Société baissent de 56,6% entre 2005 et 2006, passant de 30 mdh à 13 mdh. Cette évolution s'explique par la dégradation du résultat net enregistrée en 2006 par rapport à celui de 2005.

L'Assemblée Générale Ordinaire annuelle de la Société, tenue le 28 juin 2007, ayant approuvé les comptes sociaux de l'exercice clos le 31 décembre 2006, a constaté que la situation nette de la Société est devenue inférieure au quart du capital social.

Aux termes de l'article 357 de la loi 17-95, les capitaux propres de la Société doivent être reconstitués au plus tard à la clôture du deuxième exercice suivant celui au cours duquel la constatation des pertes est intervenue, soit le 31 décembre 2009 au plus tard.

L'Assemblée Générale Extraordinaire de la Société, tenue le 17 octobre 2007, a décidé la non dissolution de la Société.

En 2007, les capitaux propres de la Société enregistrent une diminution significative de 114,4%, s'établissant ainsi à -2 mdh compte tenu du report à nouveau (constitué des pertes successives enregistrées au cours des dernières années) qui avoisine les -272 mdh et d'un résultat de l'exercice déficitaire de -15 mdh.

A fin juin 2008, la situation nette est négative à hauteur de -8 mdh suite à l'affectation du résultat net afférent à l'exercice 2007 en report à nouveau (soit un report à nouveau à fin juin 2008 de -286 mdh) et à la constatation d'un résultat déficitaire de -6 mdh.

## II.2.2. DETTES DE FINANCEMENT

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/S1 2008
<b>Dettes de financement</b>	<b>221 385</b>	<b>222 052</b>	<b>241 993</b>	<b>0,3%</b>	<b>9,0%</b>	<b>4,6%</b>	<b>241 993</b>	<b>236 297</b>	<b>-2,4%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

En 2005, l'encours des dettes de financement s'inscrit en hausse de 81,6% à 221 mdh contre 122 mdh à fin 2004. Cette situation est consécutive à l'accord conclu entre la Société et les banques de la place. Cet accord a abouti au rééchelonnement de la dette (court et long terme) sur une période de 15 ans.

Au 31 décembre 2007, les dettes de financement enregistrent une augmentation de 9,0% compte tenu de la consolidation de la dette (d'un montant de 12,5 mdh) octroyée par la Banque Populaire sur 12 ans assortie d'un taux d'intérêt préférentiel de 4,5% et à l'enregistrement des avances consenties par CDG Développement au niveau des comptes courants.

Au 30 juin 2008, les dettes de financement affichent une diminution de 2,4% par rapport à fin 2007 pour s'établir à 236,3 mdh (suite aux remboursements opérés en 2007).

### II.2.3. PASSIF CIRCULANT

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	2007/ S1 2008	Var.
Fournisseurs et comptes rattachés	55 364	68 658	74 849	24,0%	9,0%	16,3%	74 849	82 719	10,5%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>60,0%</i>	<i>52,1%</i>	<i>60,5%</i>	-	-	-	<i>60,5%</i>	<i>64,7%</i>	-	
Clients débiteurs, avances et acomptes	426	6 525	720	NS	-89,0%	30,0%	720	1 983	175,7%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>0,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>0,6%</i>	-	-	-	<i>0,6%</i>	<i>1,6%</i>	-	
Personnel	1 022	0	88	-100,0%	-	-70,7%	88	214	143,6%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,1%</i>	-	-	-	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	-	
Organismes sociaux	895	1 459	1 353	63,1%	-7,3%	22,9%	1 353	1 519	12,3%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	-	-	-	<i>1,1%</i>	<i>1,2%</i>	-	
Etat	27 399	33 071	32 511	20,7%	-1,7%	8,9%	32 511	30 487	-6,2%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>29,7%</i>	<i>25,1%</i>	<i>26,3%</i>	-	-	-	<i>26,3%</i>	<i>23,8%</i>	-	
Comptes d'associés	3 491	7 077	5 657	102,7%	-20,1%	27,3%	5 657	5 757	1,8%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,6%</i>	-	-	-	<i>4,6%</i>	<i>4,5%</i>	-	
Autres créanciers	666	642	686	-3,6%	6,9%	1,5%	686	951	38,5%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,6%</i>	-	-	-	<i>0,6%</i>	<i>0,7%</i>	-	
Comptes de régularisation passif	2 702	13 933	7 729	415,6%	-44,5%	69,1%	7 729	4 226	-45,3%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>2,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>6,2%</i>	-	-	-	<i>6,2%</i>	<i>3,3%</i>	-	
Autres provisions pour risques et charges	333	377	100	13,3%	-73,4%	-45,1%	100	0	-100,0%	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,1%</i>	-	-	-	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	-	
Ecart de conversion passif	0	16	30	-	92,1%	-	30	0	-	
<i>En % du passif circulant</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	-	-	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	-	
<b>Passif circulant</b>	<b>92 298</b>	<b>131 758</b>	<b>123 724</b>	<b>42,8%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>15,8%</b>	<b>123 724</b>	<b>127 857</b>	<b>3,3%</b>	

Source : Papelera de Tetuan SA

Les termes de paiement octroyés par les fournisseurs locaux au profit de la Société sont compris entre 60 et 150 jours. En ce qui concerne les fournisseurs étrangers, les délais accordés varient quant à eux entre 60 et 120 jours.

Les postes « fournisseurs et comptes rattachés » et « Etat » constituent les principales composantes du passif circulant. En effet, le poids de ces derniers par rapport au total du passif circulant ressort à 86,8% au 31 décembre 2007 et atteint 88,5% au 30 juin 2008.

Le poste « fournisseurs et comptes rattachés », représentant en moyenne 57,5% du passif circulant sur la période (2005-2007), connaît un taux de croissance annuel moyen de 16,3% sur ladite période. Cette évolution dénote donc du renforcement de l'activité de la Société depuis 2005. A fin juin 2008, ce dernier s'élève à 83 mdh, soit 64,7% du total du passif circulant.

Le poste « Etat » concerne principalement la TVA collectée. Du fait, que cette dernière soit proportionnelle à l'intensité de l'activité, le poste « Etat » progresse selon un TCAM de 8,9% sur la période (2005-2007). Ledit poste représente, à fin 2007, 26,3% du total du passif circulant.

A fin 2007, les comptes d'associés comprennent une avance en compte courant accordée par CDG Développement en mai 2007 pour un montant de 1 938 kdh afin de permettre à la Société de régler les frais relatifs à l'évacuation des déblais et des dépôts sur le site de l'usine de Cellulose du Maroc à Sidi Yahya du Gharb.

En 2007, l'encours des dettes du passif circulant s'établit à 124 mdh (contre 132 mdh en 2006), soit une baisse de 6,1%. Cette variation trouve son origine dans la diminution enregistrée par le poste « comptes de régularisation passif » de 44,5% suite à l'apurement des intérêts échus liés aux emprunts bancaires contractés par la Société (enregistrés en 2006).

Au 30 juin 2008, compte tenu d'une augmentation de 175,7% des avances clients, le passif circulant progresse de 3,3% par rapport au 31 décembre 2007.

## II.2.4. TRESORERIE PASSIF

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Crédits d'escompte	0	25 977	9 988	-	-61,6%	-	9 988	25 830	158,6%
Crédits de trésorerie	0	12 000	22 000	-	83,3%	-	22 000	22 000	0,0%
Banques de régularisation	12 894	19 132	118	48,4%	-99,4%	-90,4%	118	0	-100,0%
<b>Trésorerie passif</b>	<b>12 894</b>	<b>57 109</b>	<b>32 106</b>	<b>342,9%</b>	<b>-43,8%</b>	<b>57,8%</b>	<b>32 106</b>	<b>47 830</b>	<b>49,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Au 31 décembre 2007, la trésorerie passif s'élève à 32 mdh contre 57 mdh en 2006 et 13 mdh en 2005.

La trésorerie passif englobe les encours bancaires court terme (découverts et escomptes).

## II.3. ANALYSE DE L'EQUILIBRE FINANCIER

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Financement permanent	250 984	234 907	240 139	-6,4%	2,2%	-2,2%	240 139	228 284	-4,9%
Actif immobilisé	179 598	161 492	147 408	-10,1%	-8,7%	-9,4%	147 408	138 602	-6,0%
<b>Fonds de roulement</b>	<b>71 386</b>	<b>73 415</b>	<b>92 730</b>	<b>2,8%</b>	<b>26,3%</b>	<b>14,0%</b>	<b>92 730</b>	<b>89 682</b>	<b>-3,3%</b>
Actif circulant	174 408	240 563	202 350	37,9%	-15,9%	7,7%	202 350	238 588	17,9%
Passif circulant	92 298	131 758	123 724	42,8%	-6,1%	15,8%	123 724	127 857	3,3%
<b>Besoin en fonds de roulement</b>	<b>82 110</b>	<b>108 806</b>	<b>78 626</b>	<b>32,5%</b>	<b>-27,7%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>78 626</b>	<b>110 732</b>	<b>40,8%</b>
<b>BFR (en jours du CA)</b>	<b>224</b>	<b>182</b>	<b>120</b>	<b>-18,7%</b>	<b>-34,3%</b>	<b>-26,9%</b>	<b>120</b>	<b>191</b>	<b>59,8%</b>
<b>FR/BFR</b>	<b>86,9%</b>	<b>67,5%</b>	<b>117,9%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>117,9%</b>	<b>81,0%</b>	<b>-</b>
Trésorerie actif	2 170	21 718	46 210	900,8%	112,8%	361,5%	46 210	26 780	-42,0%
Trésorerie passif	12 894	57 109	32 106	342,9%	-43,8%	57,8%	32 106	47 830	49,0%
<b>Trésorerie nette</b>	<b>-10 724</b>	<b>-35 391</b>	<b>14 104</b>	<b>NA</b>	<b>139,9%</b>	<b>-</b>	<b>14 104</b>	<b>-21 050</b>	<b>NS</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

### II.3.1. FONDS DE ROULEMENT

A l'issue de l'exercice 2006, la Société dégage un fonds de roulement de 73 mdh en progression de 2,8% par rapport à l'année 2005. Cette amélioration résulte de la baisse plus importante de l'actif immobilisé (suite aux amortissements constatés et aux cessions intervenues) que celle du financement permanent liée aux reports déficitaires.

Le fonds de roulement s'établit à fin 2007 à 93 mdh (contre 73 mdh en 2006). Cette évolution est due à la restructuration du financement permanent suite à la consolidation de la dette contractée auprès de la Banque Populaire et à la diminution de l'actif immobilisé (suite aux amortissements constatés et aux cessions intervenues).

A fin juin 2008, le fonds de roulement ressort à 90 mdh, contre 93 mdh au 31/12/2007. Cette situation est liée à la baisse du financement permanent due à la dégradation des capitaux propres. En effet, les capitaux propres de la Société s'établissent à fin juin 2008 à -8 mdh (contre -2 mdh au 31 décembre 2007).

### II.3.2. BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT

Le besoin en fonds de roulement de la Société passe de 82 mdh en 2005 à 109 mdh en 2006. Cette évolution traduit une dégradation du BFR principalement due au renforcement de l'activité de la Société impactant à la hausse le poste « créances clients ».

En 2007, le besoin en fonds de roulement baisse de 30 mdh pour atteindre 79 mdh. Cette évolution s'explique par la baisse plus importante de l'actif circulant, compte tenu de l'amélioration de la politique de recouvrement (soit une meilleure maîtrise des délais clients), que celle du passif circulant.

A fin juin 2008, le besoin en fonds de roulement s'élève à 111 mdh, compte tenu de l'augmentation de l'actif circulant.

### II.3.3. TRÉSORERIE NETTE

La trésorerie nette, structurellement déficitaire depuis 2004, est passée dans le vert à fin 2007. En effet, cette dernière ressort au 31 décembre 2007 à 14 mdh (contre -11 mdh en 2005), soit une croissance nette de 139,9%. Cette situation dénote d'une amélioration notable de l'équilibre financier de la Société sur la période (2005-2007).

Au 30 juin 2008, la trésorerie nette se dégrade et ressort ainsi à -21 mdh (contre 14 mdh au 31 décembre 2007). Cette évolution s'explique par la régression du fonds de roulement (suite à la dégradation des capitaux propres) d'une part et l'augmentation du besoin en fonds de roulement d'autre part.

### II.4. RATIO D'ENDETTEMENT

En Kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/S1 2008
Endettement financier net <sup>28</sup>	235 495	266 414	233 440	12,3%	-11,7%	-0,4%	233 440	262 999	12,7%
Capitaux propres	29 599	12 855	-1 854	-56,6%	-114,4%	-	-1 854	-8 013	NS
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>8,0</b>	<b>20,6</b>	<b>-125,9</b>	-	-	-	<b>-125,9</b>	<b>-32,8</b>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Sur la période considérée, l'évolution constatée par le *gearing* résulte principalement de la détérioration de la situation nette de la Société (due notamment aux pertes successives enregistrées).

En Kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	S1 2007	S1 2008	Var. S1 2007/S1 2008
Charges d'intérêt	14 753	11 363	13 297	-23,0%	17,0%	-5,1%	6 879	5 481	-20,3%
EBE	5 645	15 428	22 300	173,3%	44,5%	98,8%	9 277	10 225	10,2%
<b>Charges d'intérêt / EBE (en %)</b>	<b>261,3%</b>	<b>73,6%</b>	<b>59,6%</b>	-	-	-	<b>74,1%</b>	<b>53,6%</b>	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Durant l'exercice 2006, les charges d'intérêt atteignent 11 mdh, en baisse de 23,0% par rapport à l'année 2005, et ce compte tenu de la reprise d'intérêts comptabilisés doublement (relative à des exercices antérieurs). Parallèlement, l'EBE s'établit à 15 mdh en 2006, en hausse de 173,3% par rapport à l'année 2005. En conséquence, le ratio charges d'intérêt / EBE s'établit à 73,6% en 2006 contre 261,3% en 2005 (suite à la diminution des charges d'intérêt d'une part et à l'amélioration notable de l'EBE d'autre part).

Suite à l'extension des lignes de crédit de la Société, les charges d'intérêt de l'année 2007 s'apprécient de 17,0% par rapport à 2006 pour s'établir à 13 mdh. Sous l'effet conjugué de l'augmentation de la valeur ajoutée découlant de l'exploitation et de la régression du poids des charges du personnel suite au parachèvement du plan social (intervenu en 2004), l'EBE progresse de 44,5% pour atteindre les 22 mdh. Le ratio charges d'intérêt / EBE diminue de 14 points et ce malgré l'augmentation des charges d'intérêt.

Compte tenu de la baisse des charges d'intérêt (en raison de la diminution du principal relatif aux dettes de financement bancaires contractées par la Société) et l'amélioration de l'EBE, le ratio charges d'intérêt / EBE ressort à 53,6% à fin juin 2008 (contre 74,1% à fin juin 2007).

<sup>28</sup> Endettement financier net = Dettes de financement + trésorerie passif + comptes d'associés - trésorerie actif - titres et valeurs de placement.

## II.5. RATIOS DE GESTION

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Stocks (matières premières) <sup>29</sup>	92	55	56	-40,6%	2,6%	-21,9%	56	124	119,9%
Stocks (produits en cours et produits finis) <sup>30</sup>	113	66	55	-41,7%	-16,7%	-30,3%	55	157	186,1%
Créances clients <sup>31</sup>	184	201	117	9,4%	-42,0%	-20,3%	117	326	179,6%
Dettes fournisseurs <sup>32</sup>	150	120	122	-20,2%	1,7%	-9,9%	122	274	125,1%

Source : Papelera de Tetuan SA

Le délai de règlement des clients s'élève à 167 jours en moyenne sur la période allant de 2005 à 2007. Compte tenu du démarrage tardif de l'activité en 2005 et d'un niveau de ventes relativement faible, le délai de règlement des clients affiche une hausse de 9,4% au 31 décembre 2006 pour atteindre 201 jours de chiffre d'affaires. En 2007, le délai de règlement des clients baisse de 42,0% pour s'établir à 117 jours de chiffre d'affaires, compte tenu d'une meilleure politique de recouvrement.

Le délai de règlement des fournisseurs quant à lui, affiche une diminution sur la période (2005-2007), soit un TCAM de -9,9%. Il ressort en effet à 122 jours en 2007 contre 150 jours à fin 2005.

## II.6. ANALYSE DE LA RENTABILITE

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Résultat d'exploitation	-2 067	-4 075	685	NA	116,8%	-	685	266	NS
Actif économique <sup>33</sup>	261 708	270 298	226 034	3,3%	-16,4%	-7,1%	226 034	249 334	10,3%
<b>ROCE (en %)</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>0,3%</b>	-	-	-	<b>0,3%</b>	<b>0,1%</b>	-
Résultat net	-14 956	-16 744	-14 709	NA	NA	NA	-14 709	-6 159	NS
Capitaux propres moyens	-18 923	21 227	5 500	212,2%	-74,1%	0,0%	5 500	-4 934	-189,7%
<b>ROE (en %)</b>	-	<b>-78,9%</b>	<b>-267,4%</b>	-	-	-	<b>-267,4%</b>	-	-

Source : Papelera de Tetuan SA

Le ratio *Return On Capital Employed* (ROCE) réalisé par la Société suit une tendance baissière entre 2005 et 2006 passant de -0,8% en 2005 à -1,5% en 2006. Cette tendance s'explique par la diminution du résultat opérationnel.

La hausse enregistrée par le résultat d'exploitation entre 2006 et 2007 de 116,8% est à l'origine de l'amélioration du ROCE. Le ROCE ressort à fin juin 2008 à 0,1%.

Le ratio de rentabilité financière, *Return On Equity* (ROE), ressort à -267,4% en 2007 contre -78,9% en 2006 compte tenu de la dégradation des capitaux propres.

<sup>29</sup> Délai de rotation des stocks (matières premières) = (stocks de matières premières \* 360) / (achats consommés de matières et fournitures HT).

<sup>30</sup> Délai de rotation des stocks (produits en cours et produits finis) = (stocks de produits en cours et produits finis \* 360) / (CA HT).

<sup>31</sup> Délai de règlement des clients = (créances clients nettes \* 360) / (CA TTC).

<sup>32</sup> Délai de règlement des fournisseurs = (fournisseurs \* 360) / (achats consommés de matières et fournitures TTC + autres charges externes TTC).

<sup>33</sup> Actif économique = actif immobilisé net + BFR.

### III. ANALYSE DU TABLEAU DE FINANCEMENT

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM	2007	S1 2008	Var. 2007/ S1 2008
Autofinancement	5 104	3 181	4 728	-37,7%	48,6%	-3,7%	4 728	3 553	NS
Cession et réduction des immobilisations	2	186	47	NS	-74,7%	393,0%	47	280	NS
Augmentation des capitaux propres	112 000	0	0	-100,0%	-	-100,0%	0	0	-
Augmentation des dettes de financement	154 095	667	28 863	-99,6%	NS	-56,7%	28 863	0	-100,0%
<b>Total ressources stables</b>	<b>271 201</b>	<b>4 034</b>	<b>33 638</b>	<b>-98,5%</b>	<b>733,8%</b>	<b>-64,8%</b>	<b>33 638</b>	<b>3 883</b>	<b>-88,6%</b>
Acquisition ou augmentation des immobilisations	993	2 005	5 401	101,9%	169,4%	133,2%	5 401	1 186	-78,0%
Remboursement des capitaux propres	0	0	0	-	-	-	0	5 696	-
Remboursement des dettes de financement	54 627	0	8 922	-100,0%	-	-59,6%	8 922	0	-100,0%
Emplois en non valeurs	868	0	0	-100,0%	-	-100,0%	0	0	-
<b>Total emplois stables</b>	<b>56 488</b>	<b>2 005</b>	<b>14 323</b>	<b>-96,5%</b>	<b>614,3%</b>	<b>-49,6%</b>	<b>14 323</b>	<b>6 881</b>	<b>-52,0%</b>
Variation du besoin de financement global	96 421	26 695	-30 180	-71,7%	-213,1%	-	-30 180	32 106	-206,4%
Variation de trésorerie	118 292	-24 666	49 495	-120,9%	-300,7%	-35,3%	49 495	-35 154	-171,0%
<b>Trésorerie nette</b>	<b>-10 724</b>	<b>-35 391</b>	<b>14 104</b>	<b>NA</b>	<b>139,9%</b>	<b>-</b>	<b>14 104</b>	<b>-21 050</b>	<b>NS</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

La Société a procédé en 2005 à une émission de 1 120 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 100 Dh chacune, émises au prix de 100 Dh par action.

Entre 2006 et 2007, l'autofinancement et les dettes de financement constituent les sources de financement de la Société. Notons toutefois que la variation négative du besoin en fonds de roulement enregistrée à fin 2007 contribue également au financement afférent à l'exercice en question.

Aucun remboursement de dettes de financement n'a été opéré au cours de l'exercice 2006.

Les acquisitions d'immobilisations, sur la période (2005-2007), comprennent :

- En 2005 :
  - Des logiciels pour un montant de 273 kdh ;
  - Des aménagements et constructions sur le site de Tétouan pour un montant de 333 kdh ;
  - Du mobilier de bureau pour un montant de 163 kdh ; et
  - Du matériel informatique (*hardware*) pour un montant de 225 kdh ;
- En 2006 :
  - Des logiciels pour un montant de 63 kdh ;
  - Des outillages techniques pour un montant de 1 173 kdh ;
  - Du matériel de transport pour un montant de 197 kdh ;
  - Du matériel informatique pour un montant de 193 kdh ;
  - Du matériel de bureau pour un montant de 140 kdh ; et
  - Des immobilisations en cours pour un montant de 238 kdh ;
- En 2007 (hors créances immobilisées) :
  - Des logiciels pour un montant de 193 kdh ;
  - Des aménagements et constructions sur le site de Tétouan pour un montant de 122 kdh ;
  - Du matériel et des outillages pour un montant de 2 750 kdh ;
  - Du matériel de bureau pour un montant de 116 kdh ;
  - Du matériel de transport pour un montant de 20 kdh ;
  - Du matériel informatique pour un montant de 90 kdh ; et
  - Des immobilisations en cours pour un montant de 1 978 kdh.

Compte tenu de l'augmentation des emplois stables (de 614,3%) largement compensée par l'amélioration des ressources stables (de 733,8%) d'une part et de la variation négative du besoin en fonds de roulement d'autre part, la trésorerie nette s'établit au 31 décembre 2007 à 14 mdh (contre -35 mdh en 2006 et -11 mdh en 2005).

En raison de la dégradation des ressources stables, la trésorerie nette s'élève à fin juin 2008 à -21 mdh.

#### IV. ENGAGEMENTS FINANCIERS REÇUS OU DONNES HORS OPERATIONS DE CREDIT-BAIL

En kdh	2005	2006	2007	Var. 05/06	Var. 06/07	TCAM
Avals et cautions	11 271	11 271	3 341	0,0%	-70,4%	-45,6%
Nantissement du fonds de commerce BMCI	35 000	35 000	35 000	0,0%	0,0%	0,0%
Nantissement du fonds de commerce BCM-BMCE-SGMB	40 000	40 000	40 000	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Total des engagements donnés</b>	<b>86 271</b>	<b>86 271</b>	<b>78 341</b>	<b>0,0%</b>	<b>-9,2%</b>	<b>-4,7%</b>
Garantie de réalisation de l'actif circulant Unipapel	12 000	0	0	-100,0%	-	-100,0%
Hypothèque terrain Aiglemer	22 500	0	0	-100,0%	-	-100,0%
Saisie conservatoire	0	70 000	70 000	-	0,0%	-
<b>Total des engagements reçus</b>	<b>34 500</b>	<b>70 000</b>	<b>70 000</b>	<b>102,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>42,4%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA

Les engagements hors bilan donnés passent de 86 mdh en 2005 à 78 mdh au 31 décembre 2007, enregistrant une baisse de 4,7% sur la période considérée.

Les engagements donnés concernent principalement les nantissements de fonds de commerce réalisés au profit des banques (en l'occurrence : BCM, BMCI, BMCE et SGMB).

Les engagements hors bilan reçus passent de 35 mdh en 2005 à 70 mdh au 31 décembre 2007, soit en progression de 42,4% sur la période (2005-2007). La saisie conservatoire d'un montant de 70 mdh est liée au terrain d'Aiglemer.

Au 31 décembre 2007, les engagements hors bilan reçus couvrent à hauteur de 89,4% les engagements hors bilan donnés par la Société.

#### V. PASSIF EVENTUEL

Conformément à la législation fiscale au Maroc, les déclarations fiscales de la Société au titre de l'Impôt sur les Sociétés (IS) des exercices 2004 à 2007, celles relatives à la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) et celles établies au titre de l'Impôt sur le Revenu (IR) pour ces exercices, peuvent faire l'objet d'un contrôle fiscal qui peut donner lieu à d'éventuels redressements.

La Société a 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, 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 pour les exercices 1993 à 1999. La Société s'est, à cet égard, pourvue devant la commission locale de taxation.



## **Partie VII**

## **PERSPECTIVES ET STRATEGIE DE DEVELOPPEMENT**

---

### Avertissement

Les prévisions ci-après sont fondées sur des hypothèses dont la réalisation présente par nature un caractère incertain. Les résultats et les besoins de financement 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 l'émetteur.

---

## I. PERSPECTIVES DE DEVELOPPEMENT DE L'INDUSTRIE DU PAPIER AU NIVEAU NATIONAL

Dans un contexte économique et social marqué par (i) l'essor avéré des secteurs industriel et agricole, (ii) l'émergence de la grande distribution accompagnant l'élévation du niveau de vie des ménages et (iii) l'implication de l'Etat pour le renforcement du taux d'alphabétisation via l'amélioration du taux national de scolarisation, le marché marocain du papier et carton offre des perspectives de développement prometteuses. Cette quête vers la croissance devrait être appuyée par le renforcement escompté du niveau de consommation *per capita* lequel s'établit actuellement à 8,5 kg/habitant pour le Maroc, contre 11 kg/habitant en Algérie, 12 kg/habitant en Tunisie et 45 kg/habitant en Arabie Saoudite. Selon les prévisions d'Euro Maroc Entreprise, la croissance annuelle de la consommation de papier et de carton pour les 15 prochaines années devrait ressortir à :

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

Toutefois et afin de tirer pleinement profit de ces opportunités, le secteur marocain devrait monter en compétitivité pour pouvoir faire face à l'ouverture totale des frontières tout en se recentrant sur des métiers à plus forte valeur ajoutée. Ainsi, les mesures à appliquer devraient porter notamment sur :

- La réduction des effectifs et la formation d'un capital humain spécialisé afin d'améliorer la productivité ;
- La modernisation et l'automatisation de l'outil de production ainsi qu'une utilisation de technologies performantes pour dégager des économies d'échelle ;
- Le recours à des techniques de production moins énergétivores et plus efficaces, compte tenu du renchérissement des prix de l'énergie au Maroc (le facteur énergie représente à lui seul 16% du coût de revient du papier) ; et
- La multiplication des mouvements de rapprochements et de partenariats visant l'optimisation de la taille de l'industrie marocaine du papier et carton.

Enfin, le secteur devrait bénéficier du démantèlement tarifaire et de la suppression des droits de douane sur les *intrants* prévus pour 2012 pour réduire ses coûts de revient de plus de 20% lui permettant d'améliorer sensiblement sa compétitivité tant sur le marché national qu'international.

## II. ORIENTATIONS STRATEGIQUES DU NOUVEL ENSEMBLE

La Société a enclenché un processus de restructuration, à travers cette opération de fusion-absorption, qui devrait lui permettre d'affronter dans les meilleures conditions la compétition accrue afférente au secteur du papier au niveau national en raison du démantèlement douanier en cours et qui devrait s'achever d'ici 2012<sup>P</sup>. Cette restructuration se fonde sur une vision stratégique globale ciblant à la fois les niveaux : technique (organisation de la production), humain, logistique, financier (assainissement bilanciel) et commercial.

### II.1. EMERGENCE D'UN LEADER DE L'INDUSTRIE DU PAPIER AU MAROC

L'objectif de cette opération de fusion-absorption entre la Société et Safripac SA est de constituer un acteur *leader* de l'industrie du papier impression-écriture et emballage au Maroc. Il s'agit d'une étape importante dans le développement et la pérennisation de cette industrie.

Cette nouvelle entité sera dotée d'un outil de production modernisé et compétitif, présentera une situation financière saine et solide et sera capable d'être compétitive avec les papetiers internationaux, notamment dans le cadre du démantèlement douanier des tarifs du papier en cours (qui entrera en vigueur en 2012<sup>P</sup>).

De plus cette transaction de fusion-absorption devrait permettre au nouvel ensemble d'atteindre une taille critique en terme de part de marché avec environ 38% du marché du papier au Maroc. Ce critère est devenu indispensable dans un contexte de mondialisation et d'accélération de la concurrence étrangère et de donner naissance à un acteur de référence dans le paysage économique national.

Le nouveau groupe (Papelera de Tetuan post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) devrait ainsi être capable de se mesurer aux opérateurs internationaux et de traiter avec les clients et les fournisseurs dans de meilleures conditions.

Le rapprochement a été motivé par la création de valeur inhérente à sa réalisation du fait de l'existence de nombreuses synergies entre les deux sociétés, en l'occurrence :

- La complémentarité au niveau des portefeuilles clients ;
- La rationalisation de l'outil de production liée au transfert de l'activité de production du nouvel ensemble vers le site de Safripac SA (à Tanger) dont la production sera progressivement assurée par la nouvelle machine PM3 ;
- Le partage de l'expérience des deux entités concernées en termes de gestion de stocks et de logistique ;
- L'amélioration des conditions d'approvisionnement du fait d'un poids plus important sur le marché ;
- La meilleure répartition des charges de structure afin d'accroître l'efficacité de l'ensemble.

Le nouvel ensemble entend consolider et développer son positionnement à travers les axes stratégiques ci-après :

- La consolidation de son activité cœur de métier papier édition, impression et écriture ;
- Le renforcement sur le segment du papier transformé (articles scolaires, articles bureautiques et emballages alimentaires).

Cette opération de fusion-absorption va pérenniser le nouvel ensemble et lui donner les moyens de se développer. L'ensemble nouvellement constitué sera mieux à même de saisir des opportunités stratégiques qui se présenteront à lui. Par ailleurs, les actionnaires de référence du nouvel ensemble se sont engagés à renforcer la présence de la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) sur la bourse de Casablanca, si possible courant 2009<sup>P</sup> via de possibles cessions de titres sur le marché, notamment par voie d'OPV. Cette volonté a été confirmée dans le nouveau pacte d'actionnaires.

## II.2. AXES STRATEGIQUES

Le nouvel ensemble va mettre en place une stratégie de développement basée sur le respect des cultures et des partenaires clients et fournisseurs et notamment de Cellulose du Maroc.

Cette stratégie de développement, ayant pour fondement la création de valeur à savoir l'amélioration escomptée de la rentabilité du nouvel ensemble, vise à tirer avantage de la base clients significative de la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) et du potentiel de développement du secteur.

Ainsi, le projet de développement mis en place repose sur la valorisation des compétences mutuelles des deux entités concernées par ce rapprochement et s'articule selon les axes stratégiques suivants :

- **La consolidation de la position d'acteurs majeurs de l'industrie du papier au Maroc** : la fusion entre Papelera de Tetuan SA et Safripac SA devrait permettre l'atteinte d'une taille critique devenue nécessaire dans un contexte de mondialisation et d'ouverture des frontières. Le nouvel ensemble envisage de consolider sa croissance sur le marché local en étendant sa présence afin de couvrir l'ensemble des besoins en papier du pays ;
- **Le développement international** : la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) envisage également, à long terme, de se développer au-delà des frontières nationales. Sur la période considérée, représentant un horizon à moyen terme, le chiffre d'affaires à l'export est nul.

### **III. BUSINESS PLAN SUR LA PERIODE (2008<sup>E</sup>-2013<sup>P</sup>)**

---

#### **Avertissement**

**Les principales hypothèses du business plan, afférent au nouvel ensemble, se déclinent comme suit :**

- **Le transfert de l'activité de production du nouvel ensemble vers le site de Safripac SA (à Tanger) ;**
  - **L'augmentation de la capacité de production de la machine PM3 de Safripac SA. La production de la PM3 devrait ainsi passer de 21 000 tonnes à fin 2009<sup>P</sup> à 43 640 tonnes à fin 2013<sup>P</sup> ;**
  - **L'arrêt de la production des produits non-transformés, à faible valeur ajoutée ;**
  - **Le recentrage de la production du nouvel ensemble sur les produits transformés à plus forte valeur ajoutée ;**
  - **La cession sur la période (2008<sup>E</sup>-2010<sup>P</sup>) d'actifs immobiliers devenus non nécessaires à l'exploitation à la suite de la fusion.**
- 

#### **III.1. COMPTE DE RESULTATS PREVISIONNELS**

Le business plan présenté ci-après regroupe les activités du nouvel ensemble (Papelerera de Tetuan post-rapprochement stratégique avec Safripac SA).

Aucun taux de croissance n'est présenté pour 2007-2008<sup>E</sup> et 2008<sup>E</sup>-2009<sup>P</sup> puisque 2007 correspond uniquement à l'activité de Papelerera de Tetuan et 2008<sup>E</sup> correspond à une période d'activité de 9 mois du nouvel ensemble allant du 1<sup>er</sup> avril 2008 au 31 décembre 2008.

Le tableau suivant présente l'évolution attendue sur les prochaines années, des principaux agrégats des comptes de résultat de la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) :

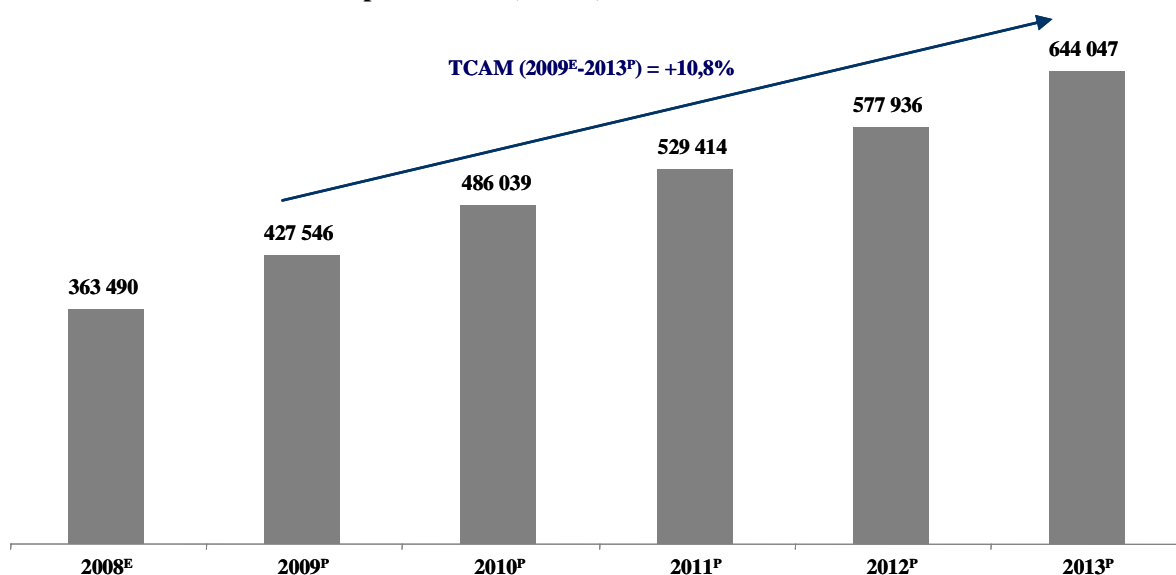
En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Papier blanc et bureautique (en tonnes)	15 029	19 947	20 447	20 947	21 447	21 947	2,4%
Emballages fins (en tonnes)	0	6 000	7 200	7 200	7 900	8 640	9,5%
Offset (en tonnes)	16 790	15 000	20 000	25 000	30 000	35 000	23,6%
Volume total des produits transformés (en tonnes)	31 818	40 947	47 647	53 147	59 367	65 587	12,5%
Papier emballage (en tonnes)	3 760	0	0	0	0	0	NS
Volume total des produits non-transformés (en tonnes)	3 760	0	0	0	0	0	NS
Volume total de production (en tonnes)	35 578	40 947	47 647	53 147	59 367	65 587	12,5%
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>363 490</b>	<b>427 546</b>	<b>486 039</b>	<b>529 414</b>	<b>577 936</b>	<b>644 047</b>	<b>10,8%</b>
Local	360 940	427 546	486 039	529 414	577 936	644 047	10,8%
Export	2 550	0	0	0	0	0	NS
Taux de croissance en %	NS	17,6%	13,7%	8,9%	9,2%	11,4%	-
<b>Coûts directs liés aux produits vendus</b>	<b>255 345</b>	<b>290 644</b>	<b>339 810</b>	<b>378 169</b>	<b>422 690</b>	<b>472 133</b>	<b>12,9%</b>
En % du chiffre d'affaires	70,2%	68,0%	69,9%	71,4%	73,1%	73,3%	-
<b>Marge brute</b>	<b>108 146</b>	<b>136 902</b>	<b>146 229</b>	<b>151 245</b>	<b>155 246</b>	<b>171 914</b>	<b>5,9%</b>
Taux de marge en %	29,8%	32,0%	30,1%	28,6%	26,9%	26,7%	-
Autres charges externes	28 126	34 112	33 645	36 886	40 556	44 882	7,1%
Impôts et taxes	2 655	1 100	1 130	1 153	1 176	1 199	2,2%
Charges du personnel	37 452	31 250	25 500	26 303	27 136	28 025	-2,7%
<b>Total des autres charges d'exploitation</b>	<b>68 233</b>	<b>66 462</b>	<b>60 275</b>	<b>64 341</b>	<b>68 868</b>	<b>74 107</b>	<b>2,8%</b>
En % du chiffre d'affaires	18,8%	15,5%	12,4%	12,2%	11,9%	11,5%	-
<b>Excédent Brut d'Exploitation (EBE)</b>	<b>39 912</b>	<b>70 440</b>	<b>85 954</b>	<b>86 904</b>	<b>86 378</b>	<b>97 807</b>	<b>8,6%</b>
Taux de marge en %	11,0%	16,5%	17,7%	16,4%	14,9%	15,2%	-
Autres produits d'exploitation	0	0	0	0	0	0	-
Dotations d'exploitation	29 027	36 109	17 734	17 758	18 101	18 592	-15,3%
<b>Résultat d'Exploitation (REX)</b>	<b>10 886</b>	<b>34 331</b>	<b>68 219</b>	<b>69 145</b>	<b>68 277</b>	<b>79 215</b>	<b>23,2%</b>
Taux de marge en %	3,0%	8,0%	14,0%	13,1%	11,8%	12,3%	-
DAP liées aux actifs incorporels	542	548	548	490	460	0	NS
<b>Résultat financier</b>	<b>-8 340</b>	<b>-8 770</b>	<b>-5 991</b>	<b>-3 104</b>	<b>-848</b>	<b>1 005</b>	<b>NS</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>2 003</b>	<b>25 013</b>	<b>61 680</b>	<b>65 552</b>	<b>66 969</b>	<b>80 220</b>	<b>33,8%</b>
<b>Résultat non courant</b>	<b>160 143</b>	<b>-29 835</b>	<b>30 000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>NS</b>
Résultat avant impôt	162 146	-4 822	91 680	65 552	66 969	80 220	NS
Impôt sur les résultats	1 817	2 138	2 430	6 023	13 972	18 774	72,1%
<b>Résultat net de l'exercice (RN)</b>	<b>160 329</b>	<b>-6 960</b>	<b>89 250</b>	<b>59 529</b>	<b>52 998</b>	<b>61 446</b>	<b>NS</b>
Taux de marge en %	44,1%	-1,6%	18,4%	11,2%	9,2%	9,5%	-

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

### III.1.1. CHIFFRE D'AFFAIRES

L'évolution du chiffre d'affaires prévisionnel du nouvel ensemble sur la période (2008<sup>E</sup>-2013<sup>P</sup>) se présente comme suit :

#### Evolution du chiffre d'affaires prévisionnel (en kdh)



Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Le chiffre d'affaires du nouvel ensemble évolue selon un TCAM de 10,8% entre 2009<sup>P</sup> et 2013<sup>P</sup> et devrait atteindre 644 mdh en 2013<sup>P</sup> contre 428 mdh en 2009<sup>P</sup>.

Les hypothèses d'évolution du chiffre d'affaires ont été estimées en tenant compte de l'évolution de marché pour chaque segment de produits sur lesquels Papelera de Tetuan et Safripac SA sont présentes.

L'évolution des volumes vendus et du prix moyen de vente par type de produit se décline comme suit :

	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
<b>Produits transformés</b>							
Papier blanc et bureautique (en tonnes)	15 029	19 947	20 447	20 947	21 447	21 947	2,4%
Emballages fins (en tonnes)	0	6 000	7 200	7 200	7 920	8 640	9,5%
<i>Offset</i> (en tonnes)	16 790	15 000	20 000	25 000	30 000	35 000	23,6%
Volume total (en tonnes)	31 818	40 947	47 647	53 147	59 367	65 587	12,5%
<i>Taux de croissance en %</i>		<i>NS</i>	16,4%	11,5%	11,7%	10,5%	-
Prix moyen par tonne (en kdh)	10,5	10,4	10,2	10,0	9,7	9,8	-1,5%
<i>Taux de croissance en %</i>		<i>NS</i>	-2,3%	-2,3%	-2,3%	0,9%	-
<b>Produits non transformés</b>							
Papier emballage (en tonnes)	3 760	0	0	0	0	0	NS
Volume total (en tonnes)	3 760	0	0	0	0	0	NS
<i>Taux de croissance en %</i>		<i>NS</i>	<i>NS</i>	<i>NS</i>	<i>NS</i>	<i>NS</i>	-
Prix moyen par tonne (en kdh)	8,0	NS	NS	NS	NS	NS	NS
<i>Taux de croissance en %</i>		<i>NS</i>	<i>NS</i>	<i>NS</i>	<i>NS</i>	<i>NS</i>	-
<b>Total de la production</b>	<b>35 578</b>	<b>40 947</b>	<b>47 647</b>	<b>53 147</b>	<b>59 367</b>	<b>65 587</b>	<b>12,5%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Ces taux de croissance se justifient par :

- Le transfert de l'activité de production du nouvel ensemble vers le site de Safripac SA (à Tanger) ;
- L'arrêt de la production de produits non-transformés, à faible valeur ajoutée ;
- L'augmentation de la capacité de production de la machine PM3<sup>34</sup> de Safripac SA ;
- Le recentrage de la production du nouvel ensemble sur les produits transformés à plus forte valeur ajoutée.

Les prix de vente de l'ensemble des produits commercialisés par le nouvel ensemble sont progressivement réduits afin d'être alignés sur les prix du marché international en 2012<sup>P</sup>, date du démantèlement douanier total au Maroc.

Dès 2012<sup>P</sup>, l'évolution des prix de vente des différents produits est inflatée de 1,5%.

<sup>34</sup> PM3 spécialisée dans la fabrication d'emballages fins et d'*offset*.

Sur la période (2009<sup>P</sup>-2013<sup>P</sup>), l'évolution des volumes vendus par machine (PM1, PM2 et PM3 de Safripac SA) se présente comme suit :

	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Production de PM1	7 947	7 947	7 947	7 947	7 947	0,0%
<i>En % de la production totale</i>	19,4%	16,7%	14,9%	13,4%	12,1%	-
Production de PM2	12 000	12 500	13 000	13 500	14 000	3,9%
<i>En % de la production totale</i>	29,3%	26,2%	24,5%	22,7%	21,3%	-
Production de PM3	21 000	27 200	32 200	37 920	43 640	20,1%
Emballages fins (en tonnes)	6 000	7 200	7 200	7 920	8 640	9,5%
Offset (en tonnes)	15 000	20 000	25 000	30 000	35 000	23,6%
<i>En % de la production totale</i>	51,3%	57,1%	60,6%	63,9%	66,5%	-
<b>Total de la production</b>	<b>40 947</b>	<b>47 647</b>	<b>53 147</b>	<b>59 367</b>	<b>65 587</b>	<b>12,5%</b>

Source : Papeletera de Tetuan SA et Safripac SA

Le chiffre d'affaires par type de produit s'établit comme suit :

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
<b>Produits transformés</b>							
Chiffre d'affaires	333 556	427 546	486 039	529 414	577 936	644 047	10,8%
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	13,7%	8,9%	9,2%	11,4%	-
<b>Produits non transformés</b>							
Chiffre d'affaires	29 934	0	0	0	0	0	NS
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	NS	NS	NS	NS	-
<b>Chiffre d'affaires total</b>	<b>363 490</b>	<b>427 546</b>	<b>486 039</b>	<b>529 414</b>	<b>577 936</b>	<b>644 047</b>	<b>10,8%</b>

Source : Papeletera de Tetuan SA et Safripac SA

### III.1.2. MARGE BRUTE

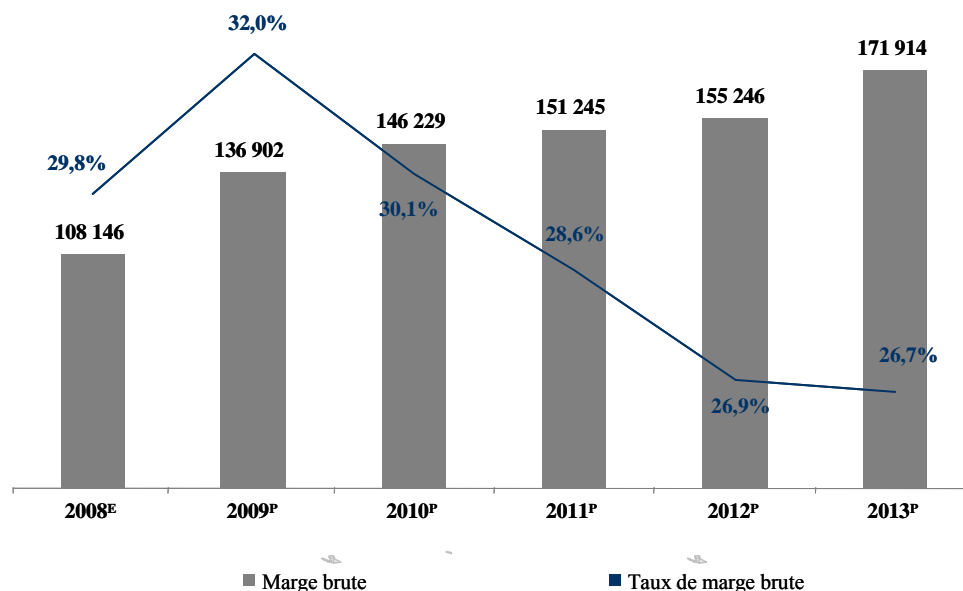
L'évolution de la marge brute sur la période 2008<sup>E</sup> (9 mois) - 2013<sup>P</sup> se présente comme suit :

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>363 490</b>	<b>427 546</b>	<b>486 039</b>	<b>529 414</b>	<b>577 936</b>	<b>644 047</b>	<b>10,8%</b>
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	13,7%	8,9%	9,2%	11,4%	-
Consommations de matières premières	184 901	212 431	248 340	277 626	311 262	349 578	13,3%
<i>En % des coûts directs liés aux produits vendus</i>	72,4%	73,1%	73,1%	73,4%	73,6%	74,0%	-
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	16,9%	11,8%	12,1%	12,3%	-
Consommations d'énergie	48 249	53 271	62 393	70 155	79 004	88 028	13,4%
<i>En % des coûts directs liés aux produits vendus</i>	18,9%	18,3%	18,4%	18,6%	18,7%	18,6%	-
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	17,1%	12,4%	12,6%	11,4%	-
Consommations liées au processus de transformation	22 195	24 941	29 077	30 388	32 423	34 527	8,5%
<i>En % des coûts directs liés aux produits vendus</i>	8,7%	8,6%	8,6%	8,0%	7,7%	7,3%	-
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	16,6%	4,5%	6,7%	6,5%	-
<b>Coûts directs liés aux produits vendus</b>	<b>255 345</b>	<b>290 644</b>	<b>339 810</b>	<b>378 169</b>	<b>422 690</b>	<b>472 133</b>	<b>12,9%</b>
<b>Marge brute</b>	<b>108 146</b>	<b>136 902</b>	<b>146 229</b>	<b>151 245</b>	<b>155 246</b>	<b>171 914</b>	<b>5,9%</b>
<i>Taux de marge en %</i>	29,8%	32,0%	30,1%	28,6%	26,9%	26,7%	-

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

L'évolution graphique de la marge brute et du taux de marge brute se décline comme suit :

#### Evolution de la marge brute (en kdh) et du taux de marge brute (en %) prévisionnels



Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Le business plan tient compte d'une hypothèse de baisse du taux de marge brute du nouvel ensemble de 29,8% en 2008<sup>E</sup> (9 mois) à 26,7% en 2013<sup>E</sup>.

L'augmentation du taux de marge brute à 32,0% en 2009<sup>E</sup> est liée au transfert de l'activité de production du nouvel ensemble vers le site de Safripac SA (à Tanger) et aux économies y afférentes.

L'évolution du taux de marge sur la période considérée résulte d'un effet de levier défavorable sur les coûts directs des produits vendus qui augmentent plus rapidement que le chiffre d'affaires (TCAM de 12,9% vs. TCAM de 10,8% sur la période 2009<sup>E</sup>-2013<sup>E</sup>) en raison notamment des éléments suivants :

- Les consommations de matières premières : l'accroissement important de ce poste s'explique par la montée en puissance de la machine PM3 de Safripac SA (qui représente à fin 2013<sup>P</sup> 66,5% de la production totale du nouvel ensemble contre 51,3% à fin 2009<sup>P</sup>). Ce poste se compose à plus de 90% des coûts relatifs aux achats de fibres (courtes et longues) nécessaires à la fabrication du papier et du carton ainsi que, dans une moindre mesure, des coûts afférents à l'achat d'amidon et autres charges minérales<sup>35</sup> ;
- Les consommations d'énergie : l'augmentation significative de ce poste est là encore liée à la montée en puissance de la machine PM3 de Safripac SA qui, bien que plus récente que les deux autres machines de Safripac SA, consomme plus d'énergie car plus complexe et polyvalente. Ce poste englobe principalement les coûts relatifs à l'achat de fioul, de l'électricité ainsi que de la consommation d'eau et de vapeur.

---

<sup>35</sup> Des produits minéraux introduits dans la pâte lors de la fabrication du papier, avant la formation de la feuille afin de favoriser notamment : sa blancheur, son opacité, etc.

### III.1.3. CHARGES D'EXPLOITATION

La structure des charges d'exploitation sur la période 2008<sup>E</sup>-2013<sup>E</sup> se présente comme suit :

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>363 490</b>	<b>427 546</b>	<b>486 039</b>	<b>529 414</b>	<b>577 936</b>	<b>644 047</b>	<b>10,8%</b>
<i>Taux de croissance en %</i>		<i>NS</i>	<i>13,7%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,2%</i>	<i>11,4%</i>	<i>-</i>
Coûts directs liés aux produits vendus	255 345	290 644	339 810	378 169	422 690	472 133	12,9%
Autres charges externes	28 126	34 112	33 645	36 886	40 556	44 882	7,1%
Impôts et taxes	2 655	1 100	1 130	1 153	1 176	1 199	2,2%
Charges du personnel	37 452	31 250	25 500	26 303	27 136	28 025	-2,7%
Dotations d'exploitation	29 027	36 109	17 734	17 758	18 101	18 592	-15,3%
<b>Charges d'exploitation</b>	<b>352 604</b>	<b>393 214</b>	<b>417 819</b>	<b>460 269</b>	<b>509 658</b>	<b>564 832</b>	<b>9,5%</b>
<i>Taux de croissance en %</i>		<i>NS</i>	<i>6,3%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,8%</i>	<i>-</i>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>97,0%</i>	<i>92,0%</i>	<i>86,0%</i>	<i>86,9%</i>	<i>88,2%</i>	<i>87,7%</i>	<i>-</i>

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Les charges d'exploitation en pourcentage du chiffre d'affaires passent de 97,0% en 2008<sup>E</sup> (9 mois) à 87,7% en 2013<sup>E</sup>, soit un montant de 352,6 mdh en 2008<sup>E</sup> (9 mois) contre 564,8 mdh en 2013<sup>E</sup>.

#### Autres charges externes

Les autres charges externes enregistrent une croissance annuelle moyenne de 7,1% sur la période 2009<sup>E</sup>-2013<sup>E</sup> en raison des éléments suivants :

- L'augmentation des coûts de transport liés à l'accroissement des volumes vendus (soit un TCAM de 2%) ;
- La croissance des coûts de marketing qui passent de 0,2% du chiffre d'affaires en 2008<sup>E</sup> à 0,5% du chiffre d'affaires pour les années suivantes, afin de faciliter et d'asseoir l'amélioration des ventes et de capitaliser sur la marque de Papelera de Tetuan ; et
- La croissance des coûts liés à l'entretien et aux réparations qui évoluent en ligne avec la croissance du chiffre d'affaires.

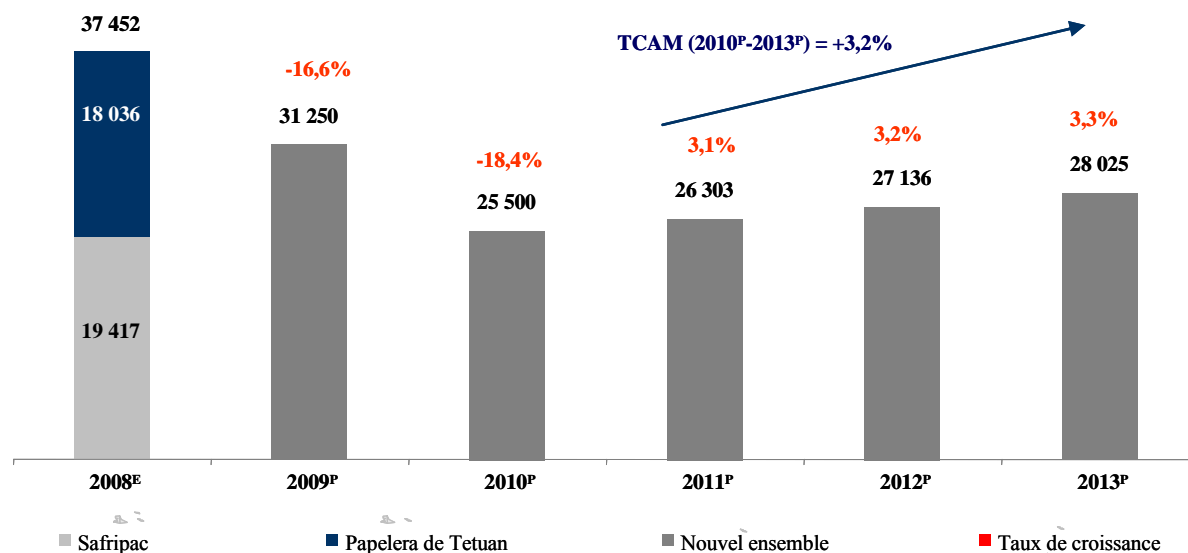
Cette croissance est atténuée par les éléments suivants :

- La baisse en 2009<sup>E</sup> des charges locatives du fait de la réduction du nombre de sites consécutivement à la fusion ; et
- La diminution en 2009<sup>E</sup> des coûts de déplacement de l'ordre de 50%, consécutive au transfert de l'activité de production du nouvel ensemble vers le site de Safripac SA (à Tanger).

## Charges du personnel

L'évolution de la masse salariale se décline de la manière suivante :

### Evolution de la masse salariale prévisionnelle (en kdh)



Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Cette évolution tient compte des hypothèses suivantes :

- Une réduction des charges du personnel du fait du transfert de l'activité de production du nouvel ensemble vers le site de Safripac SA (à Tanger). Cette relocalisation se traduit par une réduction de 75% des charges du personnel de Papelera de Tetuan en 2009<sup>P</sup> et du solde en 2010<sup>P</sup> ;
- Une restructuration du *management* du nouvel ensemble qui a un impact positif de 1 mdh ; et
- Un taux de croissance annuel moyen des salaires et des primes associées d'environ 3,2% sur la période 2010<sup>P</sup>-2013<sup>P</sup>.

## Dotations d'exploitation

L'évolution des dotations d'exploitation s'explique du fait des points suivants :

- La baisse de 51% entre 2009<sup>P</sup> et 2010<sup>P</sup> liée au transfert de l'activité de production du nouvel ensemble vers le site de Safripac SA (à Tanger) ainsi qu'aux cessions d'immobilisations prévues par le nouvel ensemble ; et
- Le nouvel investissement opéré en 2011<sup>P</sup> sur la machine PM3 de Safripac SA afin d'augmenter sa capacité de production de 10 000 tonnes.

### III.1.4. RESULTAT D'EXPLOITATION

L'évolution du résultat d'exploitation sur la période considérée se présente de la manière suivante :

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>363 490</b>	<b>427 546</b>	<b>486 039</b>	<b>529 414</b>	<b>577 936</b>	<b>644 047</b>	<b>10,8%</b>
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	13,7%	8,9%	9,2%	11,4%	-
<b>Charges d'exploitation</b>	<b>352 604</b>	<b>393 214</b>	<b>417 819</b>	<b>460 269</b>	<b>509 658</b>	<b>564 832</b>	<b>9,5%</b>
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	6,3%	10,2%	10,7%	10,8%	-
Autres produits d'exploitation	0	0	0	0	0	0	NS
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>10 886</b>	<b>34 331</b>	<b>68 219</b>	<b>69 145</b>	<b>68 277</b>	<b>79 215</b>	<b>23,2%</b>
<i>Taux de croissance en %</i>		NS	98,7%	1,4%	-1,3%	16,0%	-
<i>Taux de marge en %</i>	3,0%	8,0%	14,0%	13,1%	11,8%	12,3%	-

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Le résultat d'exploitation est attendu en forte hausse sur la période 2009<sup>E</sup>-2013<sup>E</sup> passant de 34,3 mdh en 2009<sup>E</sup> à 79,2 mdh en 2013<sup>E</sup>, soit un taux de croissance annuel moyen de 23,2% sur l'horizon prévisionnel considéré. Cette progression s'explique mécaniquement par le levier favorable dont devrait bénéficier le nouvel ensemble sur les charges d'exploitation (hors coûts directs liés aux produits vendus)<sup>36</sup> qui périclitent sur la période 2009<sup>E</sup>-2013<sup>E</sup> (TCAM de -2,5%).

Notons que les charges d'exploitation totales enregistrent une progression de 9,5% sur la période prévisionnelle considérée, en ligne avec l'évolution du chiffre d'affaires.

### III.1.5. RESULTAT FINANCIER

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Produits financiers	943	2 325	3 913	5 657	6 722	7 433	33,7%
Charges financières	9 283	11 095	9 904	8 761	7 570	6 428	-12,8%
<b>Résultat financier</b>	<b>-8 340</b>	<b>-8 770</b>	<b>-5 991</b>	<b>-3 104</b>	<b>-848</b>	<b>1 005</b>	<b>NS</b>
<i>Taux de croissance en %</i>		-5,2%	31,7%	48,2%	72,7%	218,5%	-

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

La baisse des charges financières s'explique par l'amélioration de la trésorerie du nouvel ensemble en raison de :

- La cession, sur la période (2008<sup>E</sup>-2010<sup>P</sup>) d'actifs immobiliers devenus non nécessaires à l'exploitation à la suite de l'opération de fusion-absorption entre Papelera de Tetuan et Safripac à savoir (i) les terrains de Tétouan et Casablanca, (ii) quelques appartements situés à Casablanca ainsi que (iii) l'outil de production de Tétouan ;
- La réduction du niveau d'utilisation des lignes bancaires ; et
- L'alignement du besoin en fonds de roulement sur celui de Papelera de Tetuan en (2007-2008) passant ainsi de 151 jours de chiffre d'affaires en 2009<sup>P</sup> à 122 jours en 2011<sup>P</sup>. Le nouvel ensemble devrait atteindre son besoin en fonds de roulement cible de 118 jours de chiffre d'affaires à partir de 2012<sup>P</sup>.

<sup>36</sup> Soit les autres charges externes, les impôts et taxes, les charges du personnel et les dotations d'exploitation.

Le résultat financier de 2013<sup>P</sup> est lié à un effet ciseau favorable dû :

- A l'augmentation des produits financiers du fait de la génération de flux de trésorerie positifs au cours de la période considérée ; et
- A la diminution progressive des charges financières, le nouvel ensemble ne souscrivant à aucun nouvel emprunt.

### III.1.6. RESULTAT NON COURANT

L'évolution du résultat non courant de la nouvelle entité s'établit comme suit :

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
<b>Résultat non courant</b>	<b>160 143</b>	<b>-29 835</b>	<b>30 000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>NS</b>

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Le résultat exceptionnel sur la période (2008<sup>E</sup>-2010<sup>P</sup>) tient compte des éléments suivants :

- Des charges relatives au transfert de l'activité de production du nouvel ensemble vers le site de Safripac SA (à Tanger), en 2009<sup>P</sup> ;
- Des charges relatives à l'opération de fusion-absorption en 2008<sup>E</sup> ; et
- De la cession sur la période (2008<sup>E</sup>-2010<sup>P</sup>) d'actifs devenus non nécessaires à l'exploitation à la suite de la fusion.

Le résultat non courant tient principalement compte de la cession d'actifs immobiliers devenus non nécessaires à l'exploitation à la suite de la fusion.

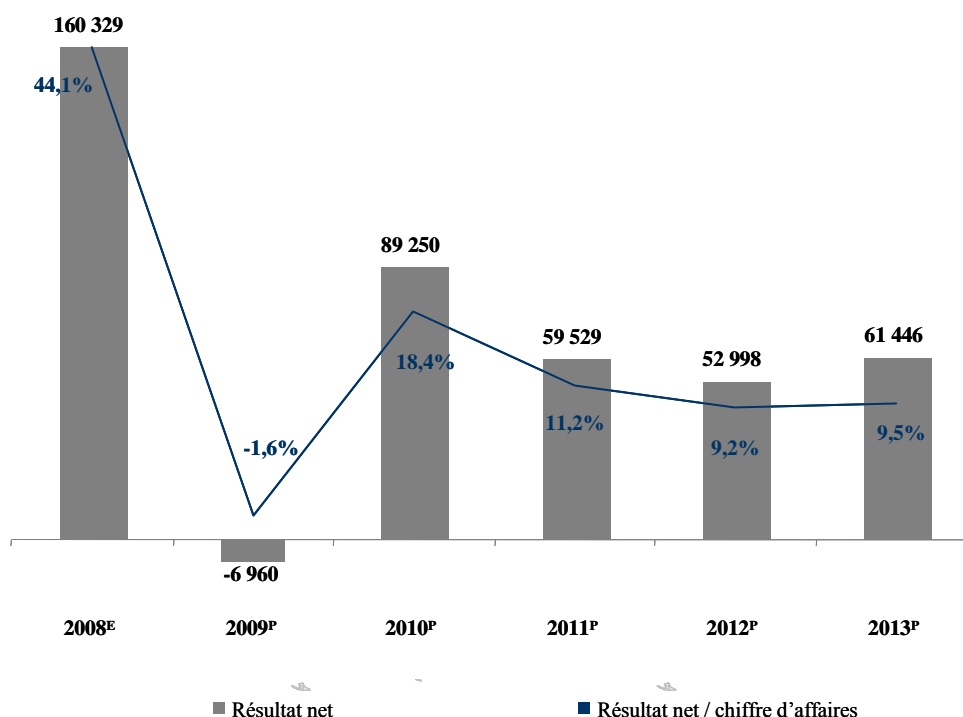
### III.1.7. RESULTAT NET

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
<b>Résultat net</b>	<b>160 329</b>	<b>-6 960</b>	<b>89 250</b>	<b>59 529</b>	<b>52 998</b>	<b>61 446</b>	<b>NS</b>
<i>Taux de marge en %</i>	<i>44,1%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>18,4%</i>	<i>11,2%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-</i>

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution prévisionnelle du résultat net :

**Evolution du résultat net prévisionnel (en kdh)**



Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Le résultat net du nouvel ensemble est fortement impacté par les résultats non courants. En effet, la dégradation du résultat net enregistrée en 2009<sup>P</sup> est principalement liée à la constatation d'un résultat exceptionnel déficitaire de -29,8 mdh.

En 2010<sup>P</sup>, du fait d'un résultat exceptionnel de 30 mdh, le résultat net s'établit à 89 mdh.

A moyen-long terme, le nouvel ensemble vise une marge de résultat net autour de 9,0%.

### III.2. BILAN SIMPLIFIE

Le tableau suivant présente l'évolution attendue, des principaux agrégats du bilan du nouvel ensemble :

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Actif immobilisé	313 027	274 420	259 338	259 890	245 729	232 137	-4,1%
<i>En % du total actif</i>	39,4%	38,0%	31,7%	29,7%	26,4%	23,6%	-
Stocks	149 856	145 112	159 050	166 802	182 089	202 919	8,7%
<i>En % du total actif</i>	18,9%	20,1%	19,5%	19,1%	19,6%	20,7%	-
Créances	268 393	210 543	229 639	240 802	262 165	291 274	8,5%
<i>En % du total actif</i>	33,8%	29,2%	28,1%	27,5%	28,2%	29,7%	-
Trésorerie actif	63 212	91 803	169 058	208 095	240 067	255 480	29,2%
<i>En % du total actif</i>	8,0%	12,7%	20,7%	23,8%	25,8%	26,0%	-
<b>Total actif</b>	<b>794 488</b>	<b>721 878</b>	<b>817 084</b>	<b>875 588</b>	<b>930 051</b>	<b>981 809</b>	<b>8,0%</b>
Capital social	258 256	258 256	258 256	258 256	258 256	258 256	0,0%
Prime d'émission, de fusion, d'apport	150 156	150 156	150 156	150 156	150 156	150 156	0,0%
Réserves	47 153	47 153	47 153	47 153	47 153	49 803	1,4%
Report à nouveau	-286 493	-126 164	-133 124	-43 874	15 655	48 337	NS
Résultat net de l'exercice	160 329	-6 960	89 250	59 529	52 998	61 446	NS
Capitaux propres	329 401	322 441	411 691	471 220	524 218	567 998	15,2%
<i>En % du total passif</i>	41,5%	44,7%	50,4%	53,8%	56,4%	57,9%	-
Provisions réglementées	153	153	153	153	153	153	0,0%
<i>En % du total passif</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-
Dettes de financement	246 457	222 924	199 828	176 136	151 295	130 058	-12,6%
<i>En % du total passif</i>	31,0%	30,9%	24,5%	20,1%	16,3%	13,2%	-
Dettes du passif circulant	218 478	176 360	205 412	228 079	254 385	283 601	12,6%
<i>En % du total passif</i>	27,5%	24,4%	25,1%	26,0%	27,4%	28,9%	-
Trésorerie passif	0	0	0	0	0	0	-
<i>En % du total passif</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-
<b>Total passif</b>	<b>794 488</b>	<b>721 878</b>	<b>817 084</b>	<b>875 588</b>	<b>930 051</b>	<b>981 809</b>	<b>8,0%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Les changements significatifs au niveau de la structure de l'actif du bilan sont dus à :

- La diminution de l'actif immobilisé du nouvel ensemble en 2009<sup>P</sup> et 2010<sup>P</sup> consécutive à la cession d'actifs non nécessaires à l'exploitation à la suite de la fusion. La stabilité de l'actif immobilisé en 2011<sup>P</sup> est liée au nouvel investissement opéré en 2011<sup>P</sup> sur la machine PM3 de Safripac afin d'augmenter sa capacité de production de 10 000 tonnes ; et
- La nette amélioration de la trésorerie du fait de la forte génération de flux de trésorerie positifs sur la période considérée liés aux résultats opérationnels dégagés et aux cessions d'actifs opérées.

Les changements significatifs au niveau de la structure du passif sont dus à :

- La croissance des capitaux propres du nouvel ensemble sur la période prévisionnelle (2009<sup>P</sup>-2013<sup>P</sup>), de 15,2% en moyenne passant de 322,4 mdh en 2009<sup>P</sup> à 568,0 mdh en 2013<sup>P</sup>, compte tenu de l'amélioration des résultats opérationnels ;
- La diminution des dettes de financement sur la période considérée (2009<sup>P</sup>-2013<sup>P</sup>) de 12,6% en moyenne passant de 222,9 mdh en 2009<sup>P</sup> à 130,1 mdh en 2013<sup>P</sup> ; et
- Les reports à nouveaux sont positifs à compter de 2012<sup>P</sup> et de fait la réserve légale, qui est inférieure à 10% des capitaux propres en 2012<sup>P</sup>, est augmentée en 2013<sup>P</sup> d'un montant égal à 5% du résultat net de l'année 2012<sup>P</sup>.

### III.2.1. EVOLUTION DE L'EQUILIBRE FINANCIER

Le tableau ci-dessous présente l'évolution de l'équilibre financier au cours de la période prévisionnelle 2008<sup>E</sup> (9 mois) - 2013<sup>P</sup> :

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Financement permanent	576 010	545 518	611 672	647 509	675 665	698 208	6,4%
Moins actif immobilisé	313 027	274 420	259 338	259 890	245 729	232 137	-4,1%
<b>Fonds de roulement</b>	<b>262 983</b>	<b>271 098</b>	<b>352 334</b>	<b>387 620</b>	<b>429 936</b>	<b>466 071</b>	<b>14,5%</b>
Actif circulant	418 249	355 655	388 689	407 604	444 254	494 193	8,6%
Moins passif circulant	218 478	176 360	205 412	228 079	254 385	283 601	12,6%
<b>Besoin en fonds de roulement</b>	<b>199 771</b>	<b>179 294</b>	<b>183 276</b>	<b>179 525</b>	<b>189 869</b>	<b>210 591</b>	<b>4,1%</b>
<b>FR / BFR (en %)</b>	<b>131,6%</b>	<b>151,2%</b>	<b>192,2%</b>	<b>215,9%</b>	<b>226,4%</b>	<b>221,3%</b>	-
<b>Trésorerie nette</b>	<b>63 212</b>	<b>91 803</b>	<b>169 058</b>	<b>208 095</b>	<b>240 067</b>	<b>255 480</b>	<b>29,2%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

L'augmentation du financement permanent est essentiellement liée à l'amélioration des capitaux propres sur la période prévisionnelle.

Le fonds de roulement évolue de 271,1 mdh en 2009<sup>P</sup> à 466,1 mdh en 2013<sup>P</sup>.

Le besoin en fonds de roulement représente en moyenne 130 jours de chiffre d'affaires entre 2009<sup>P</sup> et 2013<sup>P</sup>.

Le nouvel ensemble bénéficie d'un excédent de trésorerie sur l'horizon prévisionnel. La trésorerie nette évolue ainsi de 91,8 mdh en 2009<sup>P</sup> à 255,5 mdh en 2013<sup>P</sup>.

### III.2.2. RATIOS D'ENDETTEMENT

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Endettement financier net	183 245	131 120	30 770	-31 958	-88 772	-125 422	NS
Capitaux propres	329 401	322 441	411 691	471 220	524 218	567 998	15,2%
<b>Ratio d'endettement (en %)</b>	<b>55,6%</b>	<b>40,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>NS</b>	<b>NS</b>	<b>NS</b>	<b>NS</b>

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Sur la période considérée, l'évolution du *gearing* résulte principalement de l'amélioration de la situation nette du nouvel ensemble et de la diminution de l'endettement financier net due à la génération de flux de trésorerie positifs.

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Charges d'intérêt	12 377	11 095	9 904	8 761	7 570	6 428	-12,8%
EBE	39 912	70 440	85 954	86 904	86 378	97 807	8,6%
<b>Charges d'intérêt / EBE (en %)</b>	<b>31,0%</b>	<b>15,8%</b>	<b>11,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,8%</b>	<b>6,6%</b>	-

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

L'évolution enregistrée par le ratio charges d'intérêt / EBE (qui passe de 15,8% en 2009<sup>E</sup> à 6,6% en 2013<sup>P</sup>) résulte de la baisse des charges d'intérêt sur la période prévisionnelle considérée (compte tenu des remboursements opérés relatifs aux dettes de financement) combinée à l'amélioration de l'EBE.

### III.2.3. ANALYSE DE LA RENTABILITE

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Résultat d'exploitation	10 886	34 331	68 219	69 145	68 277	79 215	23,2%
Actif économique	512 798	453 714	442 614	439 414	435 598	442 728	-0,6%
<b>ROCE (en %)</b>	<b>2,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,7%</b>	<b>15,7%</b>	<b>17,9%</b>	-
Résultat net		-6 960	89 250	59 529	52 998	61 446	NS
Capitaux propres moyens		325 921	367 066	441 456	497 719	546 107	13,8%
<b>ROE (en %)</b>		<b>-2,1%</b>	<b>24,3%</b>	<b>13,5%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,3%</b>	-

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

Le ratio *Return On Capital Employed* (ROCE) réalisé par la Société suit une tendance haussière entre 2008<sup>E</sup> et 2013<sup>P</sup> passant de 2,1% en 2008<sup>E</sup> à 17,9% en 2013<sup>P</sup>. Cette tendance s'explique d'une part par l'augmentation du résultat opérationnel et d'autre part par la diminution de l'actif économique du fait de la baisse de l'actif immobilisé et de l'alignement du besoin en fonds de roulement sur celui de Papelera de Tetuan avant rapprochement passant ainsi de 151 jours de chiffre d'affaires en 2009<sup>P</sup> à 122 jours en 2011<sup>P</sup>. Le nouvel ensemble devrait atteindre son besoin en fonds de roulement cible de 118 jours de chiffre d'affaires à compter de 2012<sup>P</sup>.

Le ratio de rentabilité financière, *Return On Equity* (ROE) est fortement impacté par les éléments non récurrents sur la période (2008<sup>E</sup>-2010<sup>P</sup>) et n'est pas par conséquent pertinent.

### III.3. TABLEAU DE FLUX PREVISIONNELS

Le tableau suivant présente l'évolution des flux de trésorerie du nouvel ensemble sur la période prévisionnelle considérée :

En kdh	2008 <sup>E</sup>	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>	2012 <sup>P</sup>	2013 <sup>P</sup>	TCAM 09 <sup>P</sup> - 13 <sup>P</sup>
Autofinancement	19 755	16 648	77 532	77 777	71 558	62 372	39,1%
Capacité d'autofinancement	19 755	16 648	77 532	77 777	71 558	80 038	48,1%
- Dividendes distribués	0	0	0	0	0	17 666	NS
Augmentation des fonds propres	0	0	0	0	0	0	-
Augmentation des dettes de financement	0	0	0	0	0	0	-
Cessions d'immobilisations	190 170	17 600	30 000	0	0	0	NS
<b>Total des ressources stables</b>	<b>209 925</b>	<b>34 248</b>	<b>107 532</b>	<b>77 777</b>	<b>71 558</b>	<b>62 372</b>	<b>16,2%</b>
Acquisitions d'immobilisations	6 500	2 600	3 200	18 800	4 400	5 000	17,8%
Remboursement des dettes de financement	17 546	23 533	23 096	23 691	24 841	21 237	-2,5%
Emplois en non valeurs	0	0	0	0	0	0	-
<b>Total des emplois stables</b>	<b>24 046</b>	<b>26 133</b>	<b>26 296</b>	<b>42 491</b>	<b>29 241</b>	<b>26 237</b>	<b>0,1%</b>
<b>Variation du BFR global</b>	<b>30 583</b>	<b>-20 477</b>	<b>3 982</b>	<b>-3 752</b>	<b>10 344</b>	<b>20 722</b>	<b>NS</b>
<b>Variation de la trésorerie</b>	<b>155 295</b>	<b>28 592</b>	<b>77 254</b>	<b>39 037</b>	<b>31 972</b>	<b>15 413</b>	<b>-14,3%</b>
<b>Trésorerie en début d'exercice</b>	<b>-92 084</b>	<b>63 212</b>	<b>91 803</b>	<b>169 058</b>	<b>208 095</b>	<b>240 067</b>	<b>39,6%</b>
<b>Trésorerie en fin d'exercice</b>	<b>63 212</b>	<b>91 803</b>	<b>169 058</b>	<b>208 095</b>	<b>240 067</b>	<b>255 480</b>	<b>29,2%</b>

Source : Papelera de Tetuan SA et Safripac SA

La capacité d'autofinancement du nouvel ensemble évolue en suivant un TCAM de 48,1% sur la période prévisionnelle (2009<sup>P</sup>-2013<sup>P</sup>) pour s'établir à près de 80,0 mdh en 2013<sup>P</sup>.

A noter que les emplois stables du nouvel ensemble comprennent principalement le remboursement des dettes de financement contractées et les investissements en immobilisations opérés.

On note une nette amélioration de la trésorerie dès l'année 2008<sup>E</sup> du fait la cession d'actifs non nécessaires à l'exploitation.

## **Partie VIII**

## **FACTEURS DE RISQUES**

## **I. FACTEURS DE RISQUE**

### **Risque lié à la reconstitution des capitaux propres**

L'Assemblée Générale Ordinaire annuelle de la Société, tenue le 28 juin 2007, ayant approuvé les comptes sociaux de l'exercice clos le 31 décembre 2006, a constaté que la situation nette de la Société est devenue inférieure au quart du capital social.

Aux termes de l'article 357 de la loi 17-95, les capitaux propres de la Société doivent être reconstitués au plus tard à la clôture du deuxième exercice suivant celui au cours duquel la constatation des pertes est intervenue, soit le 31 décembre 2009 au plus tard.

L'Assemblée Générale Extraordinaire de la Société, tenue le 17 octobre 2007, a décidé la non dissolution de la Société.

L'augmentation du capital de la Société, au titre de l'opération de fusion-absorption de Safripac SA par la Société, par émission de 1 563 180 nouvelles actions exclusivement réservées aux actionnaires actuels de la société Safripac SA, permettra la reconstitution des capitaux propres de la Société.

### **Risque environnemental**

Ce risque est matérialisé par l'éventualité d'un durcissement de l'environnement réglementaire dans lequel opère la Société. Actuellement, il n'existe pas au Maroc de réglementation environnementale spécifique quant à l'industrie papetière et portant notamment sur la revalorisation de ses déchets et la minimisation de l'impact de ses derniers sur son environnement.

La normalisation du procédé de production à l'image des contraintes environnementales appliquées en Europe pourrait acculer la Société à engager des investissements non négligeables pour se conformer à la législation.

### **Risque client**

La Société est confrontée à la problématique des impayés qui fragilise son assise financière et accentue les tensions sur sa trésorerie dans un environnement concurrentiel en pleine mutation.

Néanmoins, la Société limite son exposition au risque de non recouvrement de ses créances en adoptant une politique conservatrice en matière de provisionnement des créances douteuses, litigieuses ou contentieuses.

Par ailleurs, afin de parer à l'éventualité d'insolvabilité de certains de ses clients, la Société a recours à une assurance pour couvrir ledit risque auprès d'Euler Hermes. Euler Hermes est le numéro 1 mondial de l'assurance-crédit avec une part de marché de 36%.

### **Risque lié à l'évolution des prix des matières premières**

Ce risque recouvre les aléas liés à l'importation d'une partie des *inputs* constitués essentiellement de pâte à papier (à fibres longues notamment). La pâte à papier est exposée à des variations erratiques sur les marchés internationaux.

Cette volatilité est de nature à influencer sur la politique de stockage de la Société et sur la gestion de ses flux de trésorerie.

### **Risque lié à la dépendance à l'égard d'un groupe de clients**

La Société réalise une partie de son chiffre d'affaires avec les grossistes, les semi-grossistes et les transformateurs. Ces derniers constituent son principal débouché pour le papier impression-écriture.

Les grossistes, les semi-grossistes et les transformateurs évoluent dans un environnement concurrentiel discriminant caractérisé par l'importance du secteur informel. La qualité peu solvable de ces derniers a fortement porté atteinte à l'équilibre financier de la Société.

### **Risque lié à la dépendance à l'égard d'un groupe de fournisseurs**

En terme de pâte à papier (à fibres courtes), la Société comble la quasi-totalité de ses besoins auprès du groupe Cellulose du Maroc. Ce dernier est de plus en plus exposé à la raréfaction de ses ressources au niveau local. Les différentes études menées soulignent l'urgence qui guette la reconstitution du patrimoine forestier national.

A ce titre, le groupe Cellulose du Maroc est amené à recourir de plus en plus aux importations de ses *inputs*, d'où une exposition aux variations erratiques caractérisant la filière bois sur les marchés internationaux.

Rappelons toutefois que Cellulose du Maroc a signé en 2008 une convention de partenariat avec le gouvernement du Gabon afin de sécuriser ses approvisionnements en bois. Cet accord devrait notamment permettre au groupe Cellulose du Maroc d'accéder à une exploitation de 620 hectares de plantations d'eucalyptus et d'autres essences de bois commercialisables.

### **Risque de change**

Outre l'exposition aux fluctuations des matières premières (principalement de la pâte à papier) libellées en dollar, la Société, à travers ses activités d'export, se trouve de facto exposée à la volatilité entre les devises de facturation et de règlement.

### **Risque lié à la demande**

La demande nationale en papier d'impression-écriture est étroitement corrélée au taux de scolarisation, au degré d'alphabétisation et à l'évolution du pouvoir d'achat des ménages.

La cyclicité conjoncturelle peut entraîner dans son sillage des variations de ladite demande.

Néanmoins, les faibles ratios de consommation de papier impression-écriture par habitant enregistrés au Maroc contiennent le risque d'une baisse brutale de la demande afférente aux produits commercialisés par le nouvel ensemble.

### **Risque lié au secteur informel**

La Société est exposée à la concurrence agressive livrée par les opérateurs informels. Ces pratiques encouragées par l'existence de barrières douanières à l'entrée devraient logiquement perdre leur sens avec le démantèlement douanier en cours. Désormais, la différence entre les opérateurs devrait essentiellement porter sur la qualité des produits proposés.

Sur le plan qualitatif, les produits commercialisés par la Société (respectant les normes françaises) jouissent d'une image particulièrement positive.

### **Risque concurrentiel**

Le risque concurrentiel peut se matérialiser par l'arrivée d'un nouveau concurrent ainsi que par l'érosion des parts de marché détenues par la Société (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) par manque de compétitivité par rapport aux prix appliqués et/ou en raison d'une qualité insuffisante des produits commercialisés.

A ce titre, l'implantation d'un nouvel opérateur national semble peu probable en raison de l'importance des barrières à l'entrée relatives à l'industrie du papier. Le nouvel ensemble bénéficie d'une protection de fait liée notamment à son appartenance au groupe Cellulose du Maroc (premier et unique producteur de pâte à papier au Maroc) et à la commercialisation de produits jugés conformes aux normes françaises.

Par ailleurs, le nouvel ensemble devrait être capable de contrer la compétition exercée par les papetiers internationaux, notamment dans le cadre du démantèlement douanier des tarifs du papier en cours (qui entrera en vigueur en 2012<sup>P</sup>).

En effet, l'opération de fusion-absorption devrait permettre au nouvel ensemble d'atteindre une taille critique devenue indispensable dans un contexte de mondialisation et d'accélération de la concurrence étrangère.

### **Risque lié aux conditions climatiques**

Suite aux intempéries qui ont touché le Nord du Maroc au mois d'octobre 2008, le site de production de Safripac SA, situé à Tanger, a subi des dommages matériels. L'outil de production de Safripac SA a été temporairement arrêté et des réparations ont été réalisées.

Etant donné la nature récente dudit sinistre et les expertises actuellement diligentées par les compagnies d'assurance de Safripac SA, l'impact de ces événements sur les résultats et la situation financière du nouvel ensemble est en cours d'évaluation.

### **Risque fiscal**

Conformément à la législation fiscale au Maroc, les déclarations fiscales de la Société au titre de l'Impôt sur les Sociétés (IS) des exercices 2004 à 2007, celles relatives à la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) et celles établies au titre de l'Impôt sur le Revenu pour ces exercices, peuvent faire l'objet d'un contrôle fiscal qui peut donner lieu à d'éventuels redressements.

### **Risque lié à l'opération de fusion**

Le risque associé à l'opération de fusion est non négligeable. Les exigences des actionnaires ainsi que les attentes des clients et des salariés exercent une forte pression sur les dirigeants menant cette opération. Au-delà du risque financier (matérialisé par de faibles synergies), la Société est exposée au risque de choc des cultures et des pratiques de travail des deux entreprises fusionnées.

Néanmoins, ce risque est limité compte tenu d'une grande similitude entre les deux entités concernées par ladite opération de fusion-absorption, en termes d'activités exercées, de produits commercialisés, de fournisseurs, etc.

### **Risque de non-réalisation du Business Plan**

Les prévisions du Business Plan de Papelerera de Tetuan (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA) sont fondées sur des hypothèses dont la réalisation présente par nature un caractère incertain. Les résultats et les besoins de financement 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 Papelerera de Tetuan (post-rapprochement stratégique avec Safripac SA).

## **Partie IX**

## **FAITS EXCEPTIONNELS ET LITIGES**

## **I. FAITS EXCEPTIONNELS**

A la date de la présente note d'information, il n'existe pas de faits exceptionnels de nature à affecter de façon significative les résultats, la situation financière ou l'activité de la Société, à l'exception de ce qui suit :

Les déclarations fiscales des exercices 2000 à 2003 de la Société, ont fait l'objet d'un contrôle de la part de l'Administration Fiscale en matière d'Impôt sur les Sociétés, de Taxe sur la Valeur Ajoutée, de la Taxe sur les Produits des Actions ou Parts Sociales et Revenus Assimilés. La Société a contesté les chefs de redressement invoqués par l'Administration dont le montant d'impôts hors pénalités et majorations de retard s'élève à environ 14 millions de dirhams et a demandé le pourvoi devant la commission locale de recours fiscal.

## **II. LITIGES**

A la date de la présente note d'information, il n'existe pas de litiges de nature à affecter de façon significative les résultats, la situation financière ou l'activité de la Société.



**Partie X**

**ANNEXES**

## **I. PRINCIPES ET METHODES COMPTABLES**

### **I.1. PRINCIPES ET METHODES D’EVALUATION SPECIFIQUES A LA SOCIETE**

Les états de synthèse de la Société sont préparés conformément aux principes comptables généralement admis au Maroc, tels que prescrits dans le Code Général de Normalisation Comptable (CGNC).

#### **Immobilisations**

Les immobilisations en non valeurs 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, matériels et outillages ;
- Matériels de transport ;
- Mobiliers, matériels de bureau et aménagements divers.

#### **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. ETATS DE SYNTHESE**

### **II.1. BILANS**

#### **II.1.1. BILAN AU 30 JUIN 2008**

## Actif

Actif	Au 30 juin 2008			Au 30 juin 2007
	Brut	Amortissements et provisions	Net	Net
<b>IMMOBILISATIONS EN NON VALEURS (A)</b>	<b>621 883,92</b>	<b>611 095,52</b>	<b>10 778,40</b>	<b>435 165,24</b>
* Frais préliminaires	618 000,00	607 600,02	10 399,98	434 000,04
* Charges à répartir sur plusieurs exercices	3 883,92	3 495,50	388,42	1 165,20
* Primes de remboursement des obligations	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IMMOBILISATIONS INCORPORELLES (B)</b>	<b>564 217,00</b>	<b>286 196,01</b>	<b>278 020,99</b>	<b>399 270,72</b>
* Immobilisations en recherche et développement	0,00	0,00	0,00	0,00
* Brevets, marques, droit et valeurs similaires	564 217,00	286 196,01	278 020,99	399 270,72
* Fonds commercial	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres immobilisations incorporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IMMOBILISATIONS CORPORELLES (C)</b>	<b>496 550 468,38</b>	<b>358 512 022,53</b>	<b>138 038 445,85</b>	<b>153 539 808,68</b>
* Terrains	92 000 999,63	0,00	92 000 999,63	92 000 999,63
* Constructions	33 966 473,88	24 396 531,68	9 569 942,20	10 555 078,27
* Installations techniques, matériel et outillage	354 625 068,40	321 720 393,45	32 904 674,95	47 884 415,37
* Matériel de transport	3 608 354,88	3 449 253,73	159 101,15	195 583,32
* Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	9 464 893,10	8 277 083,67	1 187 809,43	817 181,08
* Autres immobilisations corporelles	668 760,00	668 760,00	0,00	0,00
* Immobilisations corporelles en cours	2 215 918,49		2 215 918,49	2 086 551,01
<b>IMMOBILISATIONS FINANCIERES (D)</b>	<b>8 944 748,77</b>	<b>8 670 000,00</b>	<b>274 748,77</b>	<b>144 748,77</b>
* Prêts immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres créances financières	274 748,77	0,00	274 748,77	144 748,77
* Titres de participation	8 670 000,00	8 670 000,00	0,00	0,00
* Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ECARTS DE CONVERSION ACTIF (E)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Diminution des créances immobilisées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Augmentation des dettes financières	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL I (A+B+C+D+E)</b>	<b>506 681 318,07</b>	<b>368 079 314,06</b>	<b>138 602 004,01</b>	<b>154 518 993,41</b>
<b>STOCKS (F)</b>	<b>74 100 219,52</b>	<b>107 106,00</b>	<b>73 993 113,52</b>	<b>75 962 840,47</b>
* Marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00
* Matières et fournitures consommables	28 648 772,07	0,00	28 648 772,07	32 287 188,22
* Produits en cours	8 608 277,14	0,00	8 608 277,14	12 561 223,25
* Produits intermédiaires et produits résiduels	0,00	0,00	0,00	0,00
* Produits finis	36 843 170,31	107 106,00	36 736 064,31	31 114 429,00
<b>CREANCES DE L'ACTIF CIRCULANT (G)</b>	<b>281 223 376,61</b>	<b>116 733 858,81</b>	<b>164 489 517,80</b>	<b>155 382 760,67</b>
* Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	0,00	0,00	0,00	53 907,08
* Clients et comptes rattachés	227 510 581,90	114 039 685,89	113 470 896,01	117 620 254,30
* Personnel	426 422,02	72 991,45	353 430,57	-3 483,90
* Etat	31 536 248,07	0,00	31 536 248,07	34 404 550,85
* Compte d'associés	0,00	0,00	0,00	1 251,70
* Autres débiteurs	19 898 330,93	2 621 181,47	17 277 149,46	258 659,97
* Comptes de régularisation Actif	1 851 793,69	0,00	1 851 793,69	3 047 620,67
<b>TITRES ET VALEURS DE PLACEMENT (H)</b>	<b>105 540,68</b>	<b>0,00</b>	<b>105 540,68</b>	<b>105 540,68</b>
<b>ECART DE CONVERSION - ACTIF (I)</b>	<b>0;00</b>	<b>0;00</b>	<b>0;00</b>	<b>0;00</b>
<b>TOTAL II (F+G+H+I)</b>	<b>355 429 136,81</b>	<b>0,00</b>	<b>105 540,68</b>	<b>105 540,68</b>
<b>TRESORERIE ACTIF</b>	<b>26 780 275,60</b>	<b>0,00</b>	<b>26 780 275,60</b>	<b>56 841 850,75</b>
* Chèques et valeurs à encaisser	7 365 124,76	0,00	7 365 124,76	40 681 797,35
* Banques, T.G et C.C.P.	19 406 587,86	0,00	19 406 587,86	16 140 142,37
* Caisse, Régies d'avances et accreditifs	8 562,98	0,00	8 562,98	19 911,03
<b>TOTAL III</b>	<b>26 780 275,60</b>	<b>0,00</b>	<b>26 780 275,60</b>	<b>56 841 850,75</b>
<b>TOTAL GENERAL I + II + III</b>	<b>888 890 730,48</b>	<b>484 920 278,87</b>	<b>403 970 451,61</b>	<b>442 811 985,98</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

**Passif**

<b>Passif</b>	<b>Au 30 juin 2008</b>	<b>Au 30 juin 2007</b>
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
* Capital social ou personnel	101 937 500,00	101 937 500,00
* moins : actionnaires, capital souscrit non appelé	0,00	0,00
* Primes d'émission, de fusion, d'apport	47 775 000,00	47 775 000,00
* Ecart de réévaluation	87 773 154,00	87 773 154,00
* Réserve légale	4 572 204,49	4 572 204,49
* Réserve d'investissement	31 800 186,90	31 800 186,90
* Réserve volontaire	10 781 008,07	10 781 008,07
* Report à nouveau	-286 493 194,29	-271 784 117,61
* Résultats nets en instance d'affectation	0,00	0,00
* Résultat net de l'exercice	-6 159 265,24	-9 228 486,64
<b>Total des capitaux propres (A)</b>	<b>-8 013 406,07</b>	<b>3 626 449,21</b>
<b><u>CAPITAUX PROPRES ASSIMILES (B)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Subventions d'investissement	0,00	0,00
* Autres dettes de financement	0,00	0,00
<b><u>DETTES DE FINANCEMENT (C)</u></b>	<b>236 297 244,99</b>	<b>234 545 523,00</b>
* Emprunt obligataires	0,00	0,00
* Autres dettes de financement	236 297 244,99	234 545 523,00
<b><u>PROVISIONS DURABLES POUR RISQUES ET CHARGES (D)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Provision pour risques	0,00	0,00
* Provision pour charges	0,00	0,00
<b><u>ECARTS DE CONVERSION PASSIF (E)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Augmentation des créances immobilisées	0,00	0,00
* Diminution des dettes de financement	0,00	0,00
<b>TOTAL I (A+B+C+D+E)</b>	<b>228 283 838,92</b>	<b>238 171 972,21</b>
<b><u>DETTES DU PASSIF CIRCULANT (F)</u></b>	<b>127 856 554,54</b>	<b>142 223 829,41</b>
* Fournisseurs et comptes rattachés	82 718 918,43	78 259 582,29
* Clients créditeurs, avances et acomptes	1 983 431,097	368 765,65
* Personnel	214 270,36	203 475,25
* Organismes sociaux	1 518 910,72	1 205 691,90
* Etat	30 487 315,45	35 938 427,69
* Comptes d'associés	5 757 381,59	9 083 272,72
* Autres créanciers	950 785,62	634 848,59
* Comptes de régularisation Passif	4 225 541,28	16 529 765,32
<b><u>AUTRES PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES (G)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>332 926,40</b>
<b><u>ECARTS DE CONVERSION - PASSIF (Eléments circulants) (H)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL II (F+G+H)</b>	<b>127 856 554,54</b>	<b>142 556 755,81</b>
<b><u>TRESORERIE - PASSIF</u></b>		
* Crédit d'escompte	0,00	27 885 444,79
* Crédit de trésorerie	22 000 000,00	28 037 114,08
* Banques de régularisation	0,00	6 160 698,85
<b>TOTAL III</b>	<b>47 830 057,98</b>	<b>62 083 257,72</b>
<b>TOTAL GENERAL I + II + III</b>	<b>403 970 451,61</b>	<b>442 811 985,98</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.1.2. BILAN DE L'EXERCICE CLOS LE 31 DECEMBRE 2007

### Actif

Actif	Exercice			Exercice précédent
	Brut	Amortissements et provisions	Net	Net
<b>IMMOBILISATIONS EN NON VALEURS (A)</b>	<b>871 883,92</b>	<b>523 907,12</b>	<b>347 976,80</b>	<b>522 353,58</b>
* Frais préliminaires	868 000,00	520 800,00	347 200,00	520 800,00
* Charges à répartir sur plusieurs exercices	3 883,92	3 107,12	776,80	1 553,58
* Primes de remboursement des obligations	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IMMOBILISATIONS INCORPORELLES (B)</b>	<b>564 217,00</b>	<b>233 804,67</b>	<b>330 412,33</b>	<b>242 123,00</b>
* Immobilisations en recherche et développement	0,00	0,00	0,00	0,00
* Brevets, marques, droit et valeurs similaires	564 217,00	233 804,67	330 412,33	242 123,00
* Fonds commercial	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres immobilisations incorporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IMMOBILISATIONS CORPORELLES (C)</b>	<b>495 364 635,90</b>	<b>348 909 324,81</b>	<b>146 455 311,09</b>	<b>160 583 091,43</b>
* Terrains	92 000 999,63	0,00	92 000 999,63	92 000 999,63
* Constructions	33 901 717,88	23 787 267,56	10 114 450,32	11 210 434,46
* Installations techniques, matériel et outillage	353 903 691,92	312 839 693,49	41 063 998,43	56 075 474,17
* Matériel de transport	3 608 354,88	3 428 117,29	180 237,59	202 510,48
* Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	9 065 193,10	8 185 486,47	879 706,63	855 777,68
* Autres immobilisations corporelles	668 760,00	668 760,00	0,00	0,00
* Immobilisations corporelles en cours	2 215 918,49	0,00	2 215 918,49	237 895,01
<b>IMMOBILISATIONS FINANCIERES (D)</b>	<b>8 944 748,77</b>	<b>8 670 000,00</b>	<b>274 748,77</b>	<b>144 748,77</b>
* Prêts immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres créances financières	274 748,77	0,00	274 748,77	144 748,77
* Titres de participation	8 670 000,00	8 670 000,00	0,00	0,00
* Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ECARTS DE CONVERSION ACTIF (E)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Diminution des créances immobilisées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Augmentation des dettes financières	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL I (A+B+C+D+E)</b>	<b>505 745 485,59</b>	<b>358 337 036,60</b>	<b>147 408 448,99</b>	<b>161 492 316,78</b>
<b>STOCKS (F)</b>	<b>62 137 857,65</b>	<b>107 106,00</b>	<b>62 030 751,65</b>	<b>63 176 186,69</b>
* Marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00
* Matières et fournitures consommables	26 071 138,93	0,00	26 071 138,93	23 917 808,03
* Produits en cours	6 913 859,00	0,00	6 913 859,00	14 833 719,83
* Produits intermédiaires et produits résiduels	0,00	0,00	0,00	0,00
* Produits finis	29 152 859,72	107 106,00	29 045 753,72	24 424 658,83
<b>CREANCES DE L'ACTIF CIRCULANT (G)</b>	<b>256 629 712,98</b>	<b>116 516 595,23</b>	<b>140 113 117,75</b>	<b>177 237 341,03</b>
* Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	100 669,00	0,00	100 669,00	3 378 157,57
* Clients et comptes rattachés	205 900 578,17	113 822 422,31	92 078 155,86	144 341 357,02
* Personnel	186 954,02	72 991,45	113 962,57	319 256,59
* Etat	31 015 429,86	0,00	31 015 429,86	26 845 662,55
* Compte d'associés	1 251,70	0,00	1 251,70	1 251,70
* Autres débiteurs	19 263 126,71	2 621 181,47	16 641 945,24	538 789,36
* Comptes de régularisation Actif	161 703,52	0,00	161 703,52	1 812 866,24
<b>TITRES ET VALEURS DE PLACEMENT (H)</b>	<b>105 540,68</b>	<b>0,00</b>	<b>105 540,68</b>	<b>105 540,68</b>
<b>ECART DE CONVERSION - ACTIF (I)</b>	<b>100 252,66</b>	<b>0,00</b>	<b>100 252,66</b>	<b>44 352,80</b>
<b>TOTAL II (F+G+H+I)</b>	<b>318 973 363,97</b>	<b>116 623 701,23</b>	<b>202 349 662,74</b>	<b>240 563 421,20</b>
<b>TRESORERIE ACTIE</b>	<b>46 210 244,04</b>	<b>0,00</b>	<b>46 210 244,04</b>	<b>21 717 744,25</b>
* Chèques et valeurs à encaisser	18 307 370,73	0,00	18 307 370,73	11 460 798,22
* Banques, T.G et C.C.P.	27 888 765,65	0,00	27 888 765,65	10 235 186,05
* Caisse, Régies d'avances et créditeurs	14 107,66	0,00	14 107,66	21 759,98
<b>TOTAL III</b>	<b>46 210 244,04</b>	<b>0,00</b>	<b>46 210 244,04</b>	<b>21 717 744,25</b>
<b>TOTAL GENERAL I + II + III</b>	<b>870 929 093,60</b>	<b>474 960 737,83</b>	<b>395 968 355,77</b>	<b>423 773 482,23</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## Passif

Passif	Exercice	Exercice précédent
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
* Capital social ou personnel	101 937 500,00	101 937 500,00
* moins : actionnaires, capital souscrit non appelé	0,00	0,00
* Primes d'émission, de fusion, d'apport	47 775 000,00	47 775 000,00
* Ecart de réévaluation	87 773 154,00	87 773 154,00
* Réserve légale	4 572 204,49	4 572 204,49
* Réserve d'investissement	31 800 186,90	31 800 186,90
* Réserve volontaire	10 781 008,07	10 781 008,07
* Report à nouveau	-271 784 117,61	-255 040 253,54
* Résultats nets en instance d'affectation	0,00	0,00
* Résultat net de l'exercice	-14 709 076,92	-16 743 864,07
<b>Total des capitaux propres (A)</b>	<b>-1 854 141,07</b>	<b>12 854 935,85</b>
<b><u>CAPITAUX PROPRES ASSIMILES (B)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Subventions d'investissement	0,00	0,00
* Autres dettes de financement	0,00	0,00
<b><u>DETTES DE FINANCEMENT (C)</u></b>	<b>241 992 769,68</b>	<b>222 052 193,32</b>
* Emprunt obligataires	0,00	0,00
* Autres dettes de financement	241 992 769,68	222 052 193,32
<b><u>PROVISIONS DURABLES POUR RISQUES ET CHARGES (D)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Provision pour risques	0,00	0,00
* Provision pour charges	0,00	0,00
<b><u>ECARTS DE CONVERSION PASSIF (E)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Augmentation des créances immobilisées	0,00	0,00
* Diminution des dettes de financement	0,00	0,00
<b>TOTAL I (A+B+C+D+E)</b>	<b>240 138 628,61</b>	<b>234 907 129,17</b>
<b><u>DETTES DU PASSIF CIRCULANT (F)</u></b>	<b>123 593 366,14</b>	<b>131 364 762,44</b>
* Fournisseurs et comptes rattachés	74 849 320,91	68 658 093,78
* Clients créditeurs, avances et acomptes	719 503,57	6 524 527,48
* Personnel	87 965,91	0,00
* Organismes sociaux	1 352 525,14	1 459 402,85
* Etat	32 511 430,04	33 070 628,42
* Comptes d'associés	5 657 043,60	7 076 761,23
* Autres créanciers	686 413,97	642 102,64
* Comptes de régularisation Passif	7 729 163,00	13 933 246,04
<b><u>AUTRES PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES (G)</u></b>	<b>100 252,66</b>	<b>377 279,20</b>
<b><u>ECARTS DE CONVERSION - PASSIF (Eléments circulants) (H)</u></b>	<b>30 284,14</b>	<b>15 764,98</b>
<b>TOTAL II (F+G+H)</b>	<b>123 723 902,94</b>	<b>131 757 806,62</b>
<b><u>TRESORERIE - PASSIF</u></b>		
* Crédit d'escompte	9 987 653,98	25 976 959,63
* Crédit de trésorerie	22 000 000,00	12 000 000,00
* Banques de régularisation	118 170,24	19 131 586,81
<b>TOTAL III</b>	<b>32 105 824,22</b>	<b>57 108 546,44</b>
<b>TOTAL GENERAL I + II + III</b>	<b>395 968 355,77</b>	<b>423 773 482,23</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.1.3. BILAN DE L'EXERCICE CLOS LE 31 DECEMBRE 2006

### Actif

Actif	Exercice			Exercice précédent
	Brut	Amortissements et provisions	Net	Net
<b><u>IMMOBILISATIONS EN NON VALEURS (A)</u></b>	<b>871 883,92</b>	<b>349 530,34</b>	<b>522 353,58</b>	<b>696 730,36</b>
* Frais préliminaires	868 000,00	347 200,00	520 800,00	694 400,00
* Charges à répartir sur plusieurs exercices	3 883,92	2 330,34	1 553,58	2 330,36
* Primes de remboursement des obligations	0,00	0,00	0,00	0,00
<b><u>IMMOBILISATIONS INCORPORELLES (B)</u></b>	<b>371 145,00</b>	<b>129 022,00</b>	<b>242 123,00</b>	<b>251 076,67</b>
* Immobilisations en recherche et développement	0,00	0,00	0,00	0,00
* Brevets, marques, droit et valeurs similaires	371 145,00	129 022,00	242 123,00	251 076,67
* Fonds commercial	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres immobilisations incorporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
<b><u>IMMOBILISATIONS CORPORELLES (C)</u></b>	<b>490 364 124,89</b>	<b>329 781 033,46</b>	<b>160 583 091,43</b>	<b>178 505 552,43</b>
* Terrains	92 000 999,63	0,00	92 000 999,63	92 000 999,63
* Constructions	33 779 173,88	22 568 739,42	11 210 434,46	12 547 217,91
* Installations techniques, matériel et outillage	351 153 767,77	295 078 293,60	56 075 474,17	73 093 669,24
* Matériel de transport	3 665 458,88	3 462 948,40	202 510,48	58 867,02
* Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	8 858 069,72	8 002 292,04	855 777,68	804 798,63
* Autres immobilisations corporelles	668 760,00	668 760,00	0,00	0,00
* Immobilisations corporelles en cours	237 895,01	0,00	237 895,01	0,00
<b><u>IMMOBILISATIONS FINANCIERES (D)</u></b>	<b>8 814 748,77</b>	<b>8 670 000,00</b>	<b>144 748,77</b>	<b>144 748,77</b>
* Prêts immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres créances financières	144 748,77	0,00	144 748,77	144 748,77
* Titres de participation	8 670 000,00	8 670 000,00	0,00	0,00
* Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
<b><u>ECARTS DE CONVERSION ACTIF (E)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Diminution des créances immobilisées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Augmentation des dettes financières	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL I (A+B+C+D+E)</b>	<b>500 421 902,58</b>	<b>338 929 585,80</b>	<b>161 492 316,78</b>	<b>179 598 108,23</b>
<b><u>STOCKS (F)</u></b>	<b>63 344 371,69</b>	<b>168 185,00</b>	<b>63 176 186,69</b>	<b>66 365 471,99</b>
* Marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00
* Matières et fournitures consommables	23 917 808,03	0,00	23 917 808,03	25 028 727,81
* Produits en cours	14 833 719,83	0,00	14 833 719,83	10 351 038,08
* Produits intermédiaires et produits résiduels	0,00	0,00	0,00	0,00
* Produits finis	24 592 843,83	168 185,00	24 424 658,83	30 985 706,10
<b><u>CREANCES DE L'ACTIF CIRCULANT (G)</u></b>	<b>291 338 353,26</b>	<b>114 101 012,23</b>	<b>177 237 341,03</b>	<b>107 936 990,98</b>
* Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	3 378 157,57	0,00	3 378 157,57	1 931 799,88
* Clients et comptes rattachés	256 048 196,33	111 706 839,31	144 341 357,02	80 975 827,99
* Personnel	392 248,04	72 991,45	319 256,59	164 205,78
* Etat	26 845 662,55	0,00	26 845 662,55	22 275 154,03
* Compte d'associés	1 251,70	0,00	1 251,70	1 251,70
* Autres débiteurs	2 859 970,83	2 321 181,47	538 789,36	235 309,93
* Comptes de régularisation Actif	1 812 866,24	0,00	1 812 866,24	2 353 441,67
<b><u>TITRES ET VALEURS DE PLACEMENT (H)</u></b>	<b>105 540,68</b>	<b>0,00</b>	<b>105 540,68</b>	<b>105 540,68</b>
<b><u>ECART DE CONVERSION - ACTIF (I)</u></b>	<b>44 352,80</b>	<b>0,00</b>	<b>44 352,80</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL II (F+G+H+I)</b>	<b>354 832 618,43</b>	<b>114 269 197,23</b>	<b>240 563 421,20</b>	<b>174 408 003,65</b>
<b><u>TRESORERIE ACTIF</u></b>	<b>21 717 744,25</b>	<b>0,00</b>	<b>21 717 744,25</b>	<b>2 169 997,71</b>
* Chèques et valeurs à encaisser	11 460 798,22	0,00	11 460 798,22	0,00
* Banques, T.G et C.C.P.	10 235 186,05	0,00	10 235 186,05	2 167 028,68
* Caisse, Régies d'avances et accreditifs	21 759,98	0,00	21 759,98	2 969,03
<b>TOTAL III</b>	<b>21 717 744,25</b>	<b>0,00</b>	<b>21 717 744,25</b>	<b>2 169 997,71</b>
<b>TOTAL GENERAL I + II + III</b>	<b>876 972 265,26</b>	<b>453 198 783,03</b>	<b>423 773 482,23</b>	<b>356 176 109,59</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## Passif

<b>Passif</b>	<b>Exercice</b>	<b>Exercice précédent</b>
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
* Capital social ou personnel	101 937 500,00	101 937 500,00
* moins : actionnaires, capital souscrit non appelé	0,00	0,00
* Primes d'émission, de fusion, d'apport	47 775 000,00	47 775 000,00
* Ecarts de réévaluation	87 773 154,00	87 773 154,00
* Réserve légale	4 572 204,49	4 572 204,49
* Réserve d'investissement	31 800 186,90	31 800 186,90
* Réserve volontaire	10 781 008,07	10 781 008,07
* Report à nouveau	-255 040 253,54	-240 084 541,15
* Résultats nets en instance d'affectation	0,00	0,00
* Résultat net de l'exercice	-16 743 864,07	-14 955 712,39
<b>Total des capitaux propres (A)</b>	<b>12 854 935,85</b>	<b>29 598 799,92</b>
<b><u>CAPITAUX PROPRES ASSIMILES (B)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Subventions d'investissement	0,00	0,00
* Autres dettes de financement	0,00	0,00
<b><u>DETTES DE FINANCEMENT (C)</u></b>	<b>222 052 193,32</b>	<b>221 385 050,30</b>
* Emprunt obligataires	0,00	0,00
* Autres dettes de financement	222 052 193,32	221 385 050,30
<b><u>PROVISIONS DURABLES POUR RISQUES ET CHARGES (D)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Provision pour risques	0,00	0,00
* Provision pour charges	0,00	0,00
<b><u>ECARTS DE CONVERSION PASSIF (E)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Augmentation des créances immobilisées	0,00	0,00
* Diminution des dettes de financement	0,00	0,00
<b>TOTAL I (A+B+C+D+E)</b>	<b>234 907 129,17</b>	<b>250 983 850,22</b>
<b><u>DETTES DU PASSIF CIRCULANT (F)</u></b>	<b>131 364 762,44</b>	<b>91 964 845,25</b>
* Fournisseurs et comptes rattachés	68 658 093,78	55 364 117,63
* Clients créditeurs, avances et acomptes	6 524 527,48	425 788,67
* Personnel	0,00	1 021 644,34
* Organismes sociaux	1 459 402,85	895 008,47
* Etat	33 070 628,42	27 399 439,64
* Comptes d'associés	7 076 761,23	3 490 860,76
* Autres créanciers	642 102,64	665 801,80
* Comptes de régularisation Passif	13 933 246,04	2 702 183,94
<b><u>AUTRES PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES (G)</u></b>	<b>377 279,20</b>	<b>332 926,40</b>
<b><u>ECARTS DE CONVERSION - PASSIF (Eléments circulants) (H)</u></b>	<b>15 764,98</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL II (F+G+H)</b>	<b>131 757 806,62</b>	<b>92 297 771,65</b>
<b><u>TRESORERIE - PASSIF</u></b>		
* Crédit d'escompte	25 976 959,63	0,00
* Crédit de trésorerie	12 000 000,00	0,00
* Banques de régularisation	19 131 586,81	12 894 484,72
<b>TOTAL III</b>	<b>57 108 546,44</b>	<b>12 894 484,72</b>
<b>TOTAL GENERAL I + II + III</b>	<b>423 773 482,23</b>	<b>356 176 106,59</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.1.4. BILAN DE L'EXERCICE CLOS LE 31 DECEMBRE 2005

### Actif

Actif	Exercice			Exercice précédent
	Brut	Amortissements et provisions	Net	Net
<b><u>IMMOBILISATIONS EN NON VALEURS (A)</u></b>	<b>871 883,92</b>	<b>175 153,56</b>	<b>696 730,36</b>	<b>3 107,14</b>
* Frais préliminaires	868 000,00	173 600,00	694 400,00	0,00
* Charges à répartir sur plusieurs exercices	3 883,92	1 553,56	2 330,36	3 107,14
* Primes de remboursement des obligations	0,00	0,00	0,00	0,00
<b><u>IMMOBILISATIONS INCORPORELLES (B)</u></b>	<b>308 250,00</b>	<b>57 173,33</b>	<b>251 076,67</b>	<b>34 751,67</b>
* Immobilisations en recherche et développement	0,00	0,00	0,00	0,00
* Brevets, marques, droit et valeurs similaires	308 250,00	57 173,33	251 076,67	34 751,67
* Fonds commercial	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres immobilisations incorporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
<b><u>IMMOBILISATIONS CORPORELLES (C)</u></b>	<b>488 421 962,94</b>	<b>309 916 410,51</b>	<b>178 505 552,43</b>	<b>197 613 936,60</b>
* Terrains	92 000 999,63	0,00	92 000 999,63	92 000 999,63
* Constructions	33 779 173,88	21 231 955,97	12 547 217,91	13 587 453,06
* Installations techniques, matériel et outillage	349 980 451,09	276 886 781,85	73 093 669,24	91 262 945,01
* Matériel de transport	3 467 961,08	3 409 094,06	58 867,02	94 653,66
* Mobilier, matériel de bureau et aménagements	8 524 617,26	7 719 818,63	804 798,63	667 885,24
* Divers				
* Autres immobilisations corporelles	668 760,00	668 760,00	0,00	0,00
* Immobilisations corporelles en cours	0,00	0,00	0,00	0,00
<b><u>IMMOBILISATIONS FINANCIERES (D)</u></b>	<b>8 814 748,77</b>	<b>8 670 000,00</b>	<b>144 748,77</b>	<b>146 682,70</b>
* Prêts immobilisés	130 017,77	0,00	130 017,77	131 951,70
* Autres créances financières	14 731,00	0,00	14 731,00	14 731,00
* Titres de participation	8 670 000,00	8 670 000,00	0,00	0,00
* Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
<b><u>ECARTS DE CONVERSION ACTIF (E)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Diminution des créances immobilisées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Augmentation des dettes financières	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL I (A+B+C+D+E)</b>	<b>498 416 845,63</b>	<b>318 818 737,40</b>	<b>179 598 108,23</b>	<b>197 798 478,11</b>
<b><u>STOCKS (F)</u></b>	<b>66 953 895,64</b>	<b>588 423,65</b>	<b>66 365 471,99</b>	<b>50 097 183,51</b>
* Marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00
* Matières et fournitures consommables	25 028 727,81	0,00	25 028 727,81	21 379 188,34
* Produits en cours	10 351 038,08	0,00	10 351 038,08	7 473 275,32
* Produits finis	31 574 129,75	588 423,65	30 985 706,10	21 244 719,85
<b><u>CREANCES DE L'ACTIF CIRCULANT (G)</u></b>	<b>222 225 733,93</b>	<b>114 288 745,95</b>	<b>107 936 987,98</b>	<b>39 471 609,28</b>
* Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	1 931 799,88	0,00	1 931 799,88	15 412,20
* Clients et comptes rattachés	192 870 401,02	111 894 573,03	80 975 827,99	23 191 080,27
* Personnel	237 197,23	72 991,45	164 205,78	231 362,97
* Etat	22 275 154,03	0,00	22 275 154,03	15 711 253,86
* Compte d'associés	1 251,70	0,00	1 251,70	1 251,70
* Autres débiteurs	2 556 488,40	2 321 181,47	235 306,93	209 109,05
* Comptes de régularisation Actif	2 353 441,67	0,00	2 353 441,67	112 139,23
<b><u>TITRES ET VALEURS DE PLACEMENT (H)</u></b>	<b>105 540,68</b>	<b>0,00</b>	<b>105 540,68</b>	<b>11 624 227,04</b>
<b><u>ECART DE CONVERSION - ACTIF (I)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL II (F+G+H+I)</b>	<b>289 285 170,25</b>	<b>114 877 169,60</b>	<b>174 408 000,65</b>	<b>101 193 019,83</b>
<b><u>TRESORERIE ACTIF</u></b>	<b>2 169 997,71</b>	<b>0,00</b>	<b>2 169 997,71</b>	<b>5 957 608,43</b>
* Chèques et valeurs à encaisser	0,00	0,00	0,00	0,00
* Banques, T.G et C.C.P.	2 167 028,68	0,00	2 167 028,68	5 952 528,10
* Caisse, Régies d'avances et accreditifs	2 969,03	0,00	2 969,03	5 080,33
<b>TOTAL III</b>	<b>2 169 997,71</b>	<b>0,00</b>	<b>2 169 997,71</b>	<b>5 957 608,43</b>
<b>TOTAL GENERAL I + II + III</b>	<b>789 872 013,59</b>	<b>433 695 907,00</b>	<b>356 176 106,59</b>	<b>304 949 106,37</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## Passif

Passif	Exercice	Exercice précédent
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
* Capital social ou personnel	101 937 500,00	91 875 000,00
* moins : actionnaires, capital souscrit non appelé	0,00	0,00
* Primes d'émission, de fusion, d'apport	47 775 000,00	47 775 000,00
* Ecarts de réévaluation	87 773 154,00	87 773 154,00
* Réserve légale	4 572 204,49	4 572 204,49
* Réserve d'investissement	31 800 186,90	31 800 186,90
* Réserve volontaire	10 781 008,07	10 781 008,07
* Report à nouveau	-240 084 541,15	-205 849 352,09
* Résultats nets en instance d'affectation	0,00	0,00
* Résultat net de l'exercice	-14 955 713,39	-136 172 689,06
<b>Total des capitaux propres (A)</b>	<b>29 598 798,92</b>	<b>-67 445 487,69</b>
<b><u>CAPITAUX PROPRES ASSIMILES (B)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Subventions d'investissement	0,00	0,00
* Autres dettes de financement	0,00	0,00
<b><u>DETTES DE FINANCEMENT (C)</u></b>	<b>221 385 050,30</b>	<b>121 916 668,00</b>
* Emprunt obligataires	0,00	0,00
* Autres dettes de financement	221 385 050,30	121 916 668,00
<b><u>PROVISIONS DURABLES POUR RISQUES ET CHARGES (D)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Provision pour risques	0,00	0,00
* Provision pour charges	0,00	0,00
<b><u>ECARTS DE CONVERSION PASSIF (E)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Augmentation des créances immobilisées	0,00	0,00
* Diminution des dettes de financement	0,00	0,00
<b>TOTAL I (A+B+C+D+E)</b>	<b>250 983 850,22</b>	<b>54 471 180,31</b>
<b><u>DETTES DU PASSIF CIRCULANT (F)</u></b>	<b>91 964 845,25</b>	<b>115 154 910,32</b>
* Fournisseurs et comptes rattachés	55 364 117,63	71 177 108,91
* Clients créditeurs, avances et acomptes	425 788,67	1 435 914,59
* Personnel	1 021 644,34	1 011 843,34
* Organismes sociaux	895 008,47	1 664 362,52
* Etat	27 399 439,64	28 324 708,10
* Comptes d'associés	3 490 860,76	253 959,00
* Autres créanciers	665 801,80	666 232,74
* Comptes de régularisation Passif	2 702 183,94	10 620 781,12
<b><u>AUTRES PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES (G)</u></b>	<b>332 926,40</b>	<b>349 203,03</b>
<b><u>ECARTS DE CONVERSION - PASSIF (Eléments circulants) (H)</u></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL II (F+G+H)</b>	<b>92 297 771,65</b>	<b>115 504 113,35</b>
<b><u>TRESORERIE - PASSIF</u></b>		
* Crédit d'escompte	0,00	279 584,70
* Crédit de trésorerie	0,00	84 000 000,00
* Banques de régularisation	12 894 484,72	50 694 228,01
<b>TOTAL III</b>	<b>12 894 484,72</b>	<b>134 973 812,71</b>
<b>TOTAL GENERAL I + II + III</b>	<b>356 176 106,59</b>	<b>304 949 106,37</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.2. COMPTES DE PRODUITS ET CHARGES

### II.2.1. COMPTES DE PRODUITS ET CHARGES AU 30 JUIN 2008

Nature	Opérations		Totaux de l'exercice	Totaux de l'exercice précédent
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
<b>I- PRODUITS D'EXPLOITATION</b>				
* Ventes de marchandises en l'état	0,00	0,00	0,00	409 370,50
* Ventes de biens et services produits/Chiffre d'affaires	104 289 357,19	0,00	104 289 357,19	112 944 152,80
* Variation de stocks de produits	9 384 728,73	0,00	9 384 728,73	4 417 273,59
* Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subventions d'exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres produits d'exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00
* Reprises d'exploitation, transferts de charges	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL I</b>	<b>113 674 085,92</b>	<b>0,00</b>	<b>113 674 085,92</b>	<b>117 770 796,89</b>
<b>II- CHARGES D'EXPLOITATION</b>				
* Achats revendus de marchandises	0,00	0,00	0,00	729 784,18
* Achats consommés de matières et fournitures	82 932 606,42	474 726,50	83 407 332,92	85 852 242,33
* Autres charges externes	6 818 674,55	390 566,34	7 209 240,89	8 765 281,60
* Impôts et taxes	1 204 567,82	0,00	1 204 567,82	1 356 185,31
* Charges de personnel	11 636 274,03	-8 491,16	11 627 782,87	11 790 162,54
* Autres charges d'exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00
* Dotations d'exploitation	9 959 541,04	0,00	9 959 541,04	10 357 991,45
<b>TOTAL II</b>	<b>112 551 663,86</b>	<b>856 801,68</b>	<b>113 408 465,54</b>	<b>118 851 647,41</b>
<b>III- RESULTAT D'EXPLOITATION (I-II)</b>	<b>1 122 422,10</b>	<b>-856 801,68</b>	<b>265 620,38</b>	<b>-1 080 850,52</b>
<b>IV- PRODUITS FINANCIERS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
* Produits des titres de participation et autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
* Gains de change	16 774,97	0,00	16 774,97	19 738,12
* Intérêts et autres produits financiers	0,00	0,00	0,00	50 000,00
* Reprises financières; transferts de charges	100 252,66	0,00	100 252,66	44 352,80
<b>TOTAL IV</b>	<b>117 027,63</b>	<b>0,00</b>	<b>117 027,63</b>	<b>114 090,92</b>
<b>V- CHARGES FINANCIERES</b>				
* Charges d'intérêts	6 093 466,02	-612 811,21	5 480 654,81	6 878 962,05
* Pertes de change	4 545,13	0,00	4 545,13	36 962,65
* Autres charges financières	0,00	0,00	0,00	0,00
* Dotations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL V</b>	<b>6 098 011,15</b>	<b>-612 811,21</b>	<b>5 485 199,94</b>	<b>6 915 924,70</b>
<b>VI- RESULTAT FINANCIER (IV-V)</b>	<b>-5 980 983,52</b>	<b>612 811,21</b>	<b>-5 368 172,31</b>	<b>-6 801 833,78</b>
<b>VII- RESULTAT COURANT (III+VI)</b>	<b>-4 858 561,42</b>	<b>-243 990,47</b>	<b>-5 102 551,93</b>	<b>-7 882 684,30</b>
<b>VIII- PRODUITS NON COURANTS</b>				
* Produits des cessions d'immobilisations	30 000,00	0,00	30 000,00	22 000,00
* Subvention d'équilibre	0,00	0,00	0,00	0,00
* Reprises sur subventions d'investissement	0,00	0,00	0,00	0,00

Nature	Opérations		Totaux de l'exercice	Totaux de l'exercice précédent
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
* Autres produits non courants	43,66	0,00	0,00	43,66
* Reprises non courantes; transfert de charges	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL VIII</b>	<b>30 043,66</b>	<b>0,00</b>	<b>30 043,66</b>	<b>88 276,18</b>
<b>IX- CHARGES NON COURANTES</b>				
* Valeurs nettes d'amortissements des immobilisations cédées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subventions accordées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres charges non courantes	580 403,63	0,00	580 403,63	814 014,42
* Dotations non courantes aux amortissements et aux provisions	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL IX</b>	<b>580 403,63</b>	<b>0,00</b>	<b>580 403,63</b>	<b>814 014,42</b>
<b>X- RESULTAT NON COURANT (VIII-IX)</b>	<b>-550 359,97</b>	<b>0,00</b>	<b>-550 359,97</b>	<b>-725 738,24</b>
<b>XI- RESULTAT AVANT IMPOTS (VII+X)</b>	<b>-5 408 921,39</b>	<b>-243 990,47</b>	<b>-5 652 911,90</b>	<b>-8 608 422,54</b>
<b>XII- IMPOTS SUR LE RESULTAT</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>506 353,34</b>	<b>620 064,10</b>
<b>XIII- RESULTAT NET (XI-XII)</b>	<b>-5 408 921,39</b>	<b>-243 990,47</b>	<b>-6 159 265,24</b>	<b>-9 228 486,64</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

**II.2.2. COMPTES DE PRODUITS ET CHARGES 2007**

Nature	Opérations		Totaux de l'exercice	Totaux de l'exercice précédent
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
<b>I- PRODUITS D'EXPLOITATION</b>				
* Ventes de marchandises en l'état	730 570,50	0,00	730 570,50	2 525 033,45
* Ventes de biens et services produits/Chiffre d'affaires	235 898 456,94	0,00	235 898 456,94	212 571 729,39
* Variation de stocks de produits	-3 359 844,94	0,00	-3 359 844,94	(2 498 604,17)
* Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subventions d'exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres produits d'exploitation	224 578,21	0,00	224 578,21	0,00
* Reprises d'exploitation, transferts de charges	398 473,00	0,00	398 473,00	3 492 948,37
<b>TOTAL I</b>	<b>233 892 233,71</b>	<b>0,00</b>	<b>233 892 233,71</b>	<b>216 091 107,04</b>
<b>II- CHARGES D'EXPLOITATION</b>				
* Achats revendus de marchandises	650 359,18	0,00	650 359,18	2 230 496,35
* Achats consommés de matières et fournitures	165 939 185,30	983 880,23	166 923 065,53	157 173 091,08
* Autres charges externes	17 297 940,50	377 241,01	17 675 181,51	15 082 584,80
* Impôts et taxes	2 601 648,10	6 178,53	2 607 826,63	2 461 682,43
* Charges de personnel	23 349 371,09	-236 549,55	23 112 821,54	20 221 954,88
* Autres charges d'exploitation		0,00	0,00	
* Dotations d'exploitation	22 237 531,80	0,00	22 237 531,80	22 995 824,40
<b>TOTAL II</b>	<b>232 076 035,97</b>	<b>1 130 750,22</b>	<b>233 206 786,19</b>	<b>220 165 633,94</b>
<b>III- RESULTAT D'EXPLOITATION (I-II)</b>	<b>1 816 197,74</b>	<b>-1 130 750,22</b>	<b>685 447,52</b>	<b>-4 074 526,90</b>
<b>IV- PRODUITS FINANCIERS</b>				
* Produits des titres de participation et autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
* Gains de change	46 388,96	1 331,06	47 720,02	124 740,24
* Intérêts et autres produits financiers	50 000,00	0,00	50 000,00	140 388,15
* Reprises financières; transferts de charges	44 352,80	0,00	44 352,80	0,00
<b>TOTAL IV</b>	<b>140 741,76</b>	<b>1 331,06</b>	<b>142 072,82</b>	<b>265 128,39</b>
<b>V- CHARGES FINANCIERES</b>				
* Charges d'intérêts	14 467 678,65	-1 171 046,99	13 296 631,66	11 362 959,02
* Pertes de change	77 326,12	15 882,32	93 208,44	415 403,58
* Autres charges financières	0,00	0,00	0,00	0,00
* Dotations financières	100 252,66	0,00	100 252,66	44 352,80
<b>TOTAL V</b>	<b>14 645 257,43</b>	<b>-1 155 164,67</b>	<b>13 490 092,76</b>	<b>11 822 715,40</b>
<b>VI- RESULTAT FINANCIER (IV-V)</b>	<b>-14 504 515,67</b>	<b>1 156 495,73</b>	<b>-13 348 019,94</b>	<b>-11 557 587,01</b>
<b>VII- RESULTAT COURANT (III+VI)</b>	<b>-12 688 317,93</b>	<b>25 745,51</b>	<b>-12 662 572,42</b>	<b>-15 632 113,91</b>
<b>VIII- PRODUITS NON COURANTS</b>				
* Produits des cessions d'immobilisations	47 000,00	0,00	47 000,00	185 650,00
* Subvention d'équilibre	0,00	0,00	0,00	0,00
* Reprises sur subventions d'investissement	0,00	0,00	0,00	0,00

Nature	Opérations		Totaux de l'exercice	Totaux de l'exercice précédent
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
* Autres produits non courants	426 721,59	0,00	426 721,59	5 495,70
* Reprises non courantes; transfert de charges	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL VIII</b>	<b>473 721,59</b>	<b>0,00</b>	<b>473 721,59</b>	<b>191 145,70</b>
<b>IX- CHARGES NON COURANTES</b>				
* Valeurs nettes d'amortissements des immobilisations cédées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subventions accordées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres charges non courantes	381 433,78	961 150,31	1 342 584,09	281 473,86
* Dotations non courantes aux amortissements et aux provisions	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL IX</b>	<b>381 433,78</b>	<b>961 150,31</b>	<b>1 342 584,09</b>	<b>281 473,86</b>
<b>X- RESULTAT NON COURANT (VIII-IX)</b>	<b>92 287,81</b>	<b>-961 150,31</b>	<b>-868 862,50</b>	<b>-90 328,16</b>
<b>XI- RESULTAT AVANT IMPOTS (VII+X)</b>	<b>-12 596 030,12</b>	<b>-935 404,80</b>	<b>-13 531 434,92</b>	<b>-15 722 442,07</b>
<b>XII- IMPOTS SUR LE RESULTAT</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1 177 642,00</b>	<b>1 021 422,00</b>
<b>XIII- RESULTAT NET (XI-XII)</b>	<b>-12 596 030,12</b>	<b>-935 404,80</b>	<b>-14 709 076,92</b>	<b>-16 743 864,07</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

**II.2.3. COMPTES DE PRODUITS ET CHARGES 2006**

Nature	Opérations		Totaux de l'exercice	Totaux de l'exercice précédent
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
<b>I- PRODUITS D'EXPLOITATION</b>				
* Ventes de marchandises en l'état	2 525 033,45	0,00	2 525 033,45	0,00
* Ventes de biens et services produits	211 137 133,39	1 434 596,00	212 571 729,39	132 029 703,71
Chiffre d'affaires				
* Variation de stocks de produits	-2 498 604,17	0,00	-2 498 604,17	4 363 742,02
* Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subventions d'exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres produits d'exploitation	0,00	0,00	0,00	926 257,73
* Reprises d'exploitation, transferts de charges	3 492 948,37	0,00	3 492 948,37	12 321 574,83
<b>TOTAL I</b>	<b>214 656 511,04</b>	<b>1 434 596,00</b>	<b>216 091 107,04</b>	<b>149 641 278,29</b>
<b>II- CHARGES D'EXPLOITATION</b>				
* Achats revendus de marchandises	2 230 496,35	0,00	2 230 496,35	0,00
* Achats consommés de matières et fournitures	159 236 288,13	-2 063 197,05	157 173 091,08	97 756 681,35
* Autres charges externes	16 099 205,00	-1 016 620,20	15 082 584,80	13 106 878,66
* Impôts et taxes	2 434 592,43	27 090,00	2 461 682,43	2 491 066,22
* Charges de personnel	19 695 703,80	526 251,08	20 221 954,88	17 393 684,46
* Autres charges d'exploitation	0,00	0,00	0,00	11 531,67
* Dotations d'exploitation	22 995 824,40	0,00	22 995 824,40	20 948 488,83
<b>TOTAL II</b>	<b>222 692 110,11</b>	<b>-2 526 476,17</b>	<b>220 165 633,94</b>	<b>151 708 331,19</b>
<b><u>III- RESULTAT D'EXPLOITATION (I-II)</u></b>	<b>-8 035 599,07</b>	<b>3 961 072,17</b>	<b>-4 074 526,90</b>	<b>-2 067 052,90</b>
<b>IV- PRODUITS FINANCIERS</b>				
* Produits des titres de participation et autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
* Gains de change	14 376,99	110 363,25	124 740,24	0,00
* Intérêts et autres produits financiers	53 173,13	87 215,02	140 388,15	384 339,76
* Reprises financières; transferts de charges	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL IV</b>	<b>67 550,12</b>	<b>197 578,27</b>	<b>265 128,39</b>	<b>384 339,76</b>
<b>V- CHARGES FINANCIERES</b>				
* Charges d'intérêts	13 447 659,86	-2 084 700,84	11 362 959,02	14 752 990,21
* Pertes de change	407 720,93	7 682,65	415 403,58	-65 581,30
* Autres charges financières	0,00	0,00	0,00	0,00
* Dotations financières	44 352,80	0,00	44 352,80	0,00
<b>TOTAL V</b>	<b>13 899 733,59</b>	<b>-2 077 018,19</b>	<b>11 822 715,40</b>	<b>14 687 408,91</b>
<b><u>VI- RESULTAT FINANCIER (IV-V)</u></b>	<b>-13 832 183,47</b>	<b>2 274 596,46</b>	<b>-11 557 587,01</b>	<b>-14 303 069,15</b>
<b><u>VII- RESULTAT COURANT (III+VI)</u></b>	<b>-21 867 782,54</b>	<b>6 235 668,63</b>	<b>-15 632 113,91</b>	<b>-16 370 122,05</b>
<b>VIII- PRODUITS NON COURANTS</b>				
* Produits des cessions d'immobilisations	185 650,00	0,00	185 650,00	0,00
* Subvention d'équilibre	0,00	0,00	0,00	0,00
* Reprises sur subventions d'investissements	0,00	0,00	0,00	0,00

Nature	Opérations		Totaux de l'exercice	Totaux de l'exercice précédent
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
* Autres produits non courants	5 495,70	0,00	5 495,70	586 646,11
* Reprises non courantes; transfert de charges	0,00	0,00	0,00	16 276,63
<b>TOTAL VIII</b>	<b>191 145,70</b>	<b>0,00</b>	<b>191 145,70</b>	<b>602 922,74</b>
<b>IX- CHARGES NON COURANTES</b>				
* Valeurs nettes d'amortissements des immobilisations cédées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subventions accordées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres charges non courantes	232 794,44	48 679,42	281 473,86	-1 439 786,92
* Dotations non courantes aux amortissements et aux provisions	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL IX</b>	<b>232 794,44</b>	<b>48 679,42</b>	<b>281 473,86</b>	<b>-1 439 786,92</b>
<b><u>X- RESULTAT NON COURANT (VIII-IX)</u></b>	<b>-41 648,74</b>	<b>-48 679,42</b>	<b>-90 328,16</b>	<b>2 042 709,66</b>
<b><u>XI- RESULTAT AVANT IMPOTS (VII+X)</u></b>	<b>-21 909 431,28</b>	<b>6 186 989,21</b>	<b>-15 722 442,07</b>	<b>-14 327 412,39</b>
<b>XII- IMPOTS SUR LE RESULTAT</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1 021 422,00</b>	<b>628 300,00</b>
<b><u>XIII- RESULTAT NET (XI-XII)</u></b>	<b>-21 909 431,28</b>	<b>6 186 989,21</b>	<b>-16 743 864,07</b>	<b>-14 955 712,39</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

**II.2.4. COMPTES DE PRODUITS ET CHARGES 2005**

Nature	Opérations		Totaux de l'exercice	Totaux de l'exercice précédent
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
<b>I- PRODUITS D'EXPLOITATION</b>				
* Ventes de marchandises en l'état	0,00	0,00	0,00	0,00
* Ventes de biens et services produits	132 029 703,71	0,00	132 029 703,71	26 696 615,71
Chiffre d'affaires				
* Variation de stocks de produits	4 363 742,02	0,00	4 363 742,02	-2 738 124,52
* Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subventions d'exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres produits d'exploitation	926 257,73	0,00	926 257,73	0,00
* Reprises d'exploitation, transferts de charges	12 321 574,83		12 321 574,83	291 666,67
<b>TOTAL I</b>	<b>149 641 278,29</b>	<b>0,00</b>	<b>149 641 278,29</b>	<b>24 250 157,86</b>
<b>II- CHARGES D'EXPLOITATION</b>				
* Achats revendus de marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00
* Achats consommés de matières et fournitures	97 483 781,54	272 899,81	97 756 681,35	15 844 127,42
* Autres charges externes	12 390 910,18	715 968,48	13 106 878,66	6 529 074,67
* Impôts et taxes	2 491 066,22	0,00	2 491 066,22	2 522 728,37
* Charges de personnel	17 434 955,03	-41 270,57	17 393 684,46	35 116 616,69
* Autres charges d'exploitation	11 531,67	0,00	11 531,67	1 667,80
* Dotations d'exploitation	20 948 488,83	0,00	20 948 488,83	81 226 321,13
<b>TOTAL II</b>	<b>150 760 733,47</b>	<b>947 597,72</b>	<b>151 708 331,19</b>	<b>141 240 536,08</b>
<b>III- RESULTAT D'EXPLOITATION (I-II)</b>	<b>-1 119 455,18</b>	<b>-947 597,72</b>	<b>-2 067 052,90</b>	<b>-116 990 378,22</b>
<b>IV- PRODUITS FINANCIERS</b>				
* Produits des titres de participation et autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
* Gains de change	0,00	0,00	0,00	0,00
* Intérêts et autres produits financiers	384 339,76	0,00	384 339,76	68 832,19
* Reprises financières; transferts de charges	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL IV</b>	<b>384 339,76</b>	<b>0,00</b>	<b>384 339,76</b>	<b>68 832,19</b>
<b>V- CHARGES FINANCIERES</b>				
* Charges d'intérêts	3 074 867,67	-550 088,64	2 524 779,03	17 437 104,25
* Pertes de change	3 661,44	-69 242,74	-65 581,30	4 100,18
* Autres charges financières	12 228 211,18	0,00	12 228 211,18	0,00
* Dotations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL V</b>	<b>15 306 740,29</b>	<b>-619 331,38</b>	<b>14 687 408,91</b>	<b>17 441 204,43</b>
<b>VI- RESULTAT FINANCIER (IV-V)</b>	<b>-14 922 400,53</b>	<b>619 331,38</b>	<b>-14 303 069,15</b>	<b>-17 372 372,24</b>
<b>VII- RESULTAT COURANT (III+VI)</b>	<b>-16 041 855,71</b>	<b>-328 266,34</b>	<b>-16 370 122,05</b>	<b>-134 362 750,46</b>
<b>VIII- PRODUITS NON COURANTS</b>				
* Produits des cessions d'immobilisations	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subvention d'équilibre	0,00	0,00	0,00	0,00
* Reprises sur subventions d'investissement	0,00	0,00	0,00	0,00

Nature	Opérations		Totaux de l'exercice	Totaux de l'exercice précédent
	Propres à l'exercice	Concernant les exercices précédents		
* Autres produits non courants	586 646,11	0,00	586 646,11	0,00
* Reprises non courantes; transfert de charges	16 276,63	0,00	16 276,63	0,00
<b>TOTAL VIII</b>	<b>602 922,74</b>	<b>0,00</b>	<b>602 922,74</b>	<b>0,00</b>
<b>IX- CHARGES NON COURANTES</b>				
* Valeurs nettes d'amortissements des immobilisations cédées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Subventions accordées	0,00	0,00	0,00	0,00
* Autres charges non courantes	30 352,73	-1 470 139,65	-1 439 786,92	1 644 994,61
* Dotations non courantes aux amortissements et aux provisions	0,00	0,00	0,00	31 115,99
<b>TOTAL IX</b>	<b>30 352,73</b>	<b>-1 470 139,65</b>	<b>-1 439 786,92</b>	<b>1 676 110,60</b>
<b><u>X- RESULTAT NON COURANT (VIII-IX)</u></b>	<b>572 570,01</b>	<b>1 470 139,65</b>	<b>2 042 709,66</b>	<b>-1 676 110,60</b>
<b><u>XI- RESULTAT AVANT IMPOTS (VII+X)</u></b>	<b>-15 469 285,70</b>	<b>1 141 873,31</b>	<b>-14 327 412,39</b>	<b>-136 038 861,06</b>
<b>XII- IMPOTS SUR LE RESULTAT</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>628 300,00</b>	<b>133 828,00</b>
<b><u>XIII- RESULTAT NET (XI-XII)</u></b>	<b>-15 469 285,70</b>	<b>1 141 873,31</b>	<b>-14 955 712,39</b>	<b>-136 172 689,06</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.3. TABLEAUX DE FINANCEMENT

### II.3.1. TABLEAU DE FINANCEMENT DE L'EXERCICE 2007

#### Synthèse des masses du bilan

Masses	Exercice 2007	Exercice 2006	Variation (a - b)	
	a	b	Emplois	Ressources
+ Financement permanent	240 138 628,61	234 907 129,17	0,00	5 231 499,44
- Actif immobilisé	147 408 448,99	161 492 316,78	0,00	14 083 867,79
<b>= Fonds de roulement fonctionnel (A)</b>	<b>92 730 179,62</b>	<b>73 414 812,39</b>	<b>0,00</b>	<b>19 315 367,23</b>
+ Actif circulant	202 349 662,74	240 563 421,20	0,00	38 213 758,46
- Passif circulant	123 723 902,94	131 757 806,62	8 033 903,68	0,00
<b>= Besoin de financement global (B)</b>	<b>78 625 759,80</b>	<b>108 805 614,58</b>	<b>0,00</b>	<b>30 179 854,78</b>
<b>Trésorerie nette (A) - (B)</b>	<b>14 104 419,82</b>	<b>-35 390 802,19</b>	<b>49 495 222,01</b>	<b>0,00</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

#### Emplois et ressources

Rubriques	Exercice 2007		Exercice 2006	
	Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
<b>I - Ressources stables</b>				
Autofinancement	0,00	4 728 477,88	0,00	3 181 334,33
Cession et réduction d'immobilisations	0,00	47 000,00	0,00	185 650,00
Augmentation des capitaux propres et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentations des dettes de financement	0,00	28 862 507,01	0,00	667 143,02
<b>Total ressources stables</b>	<b>0,00</b>	<b>33 637 984,89</b>	<b>0,00</b>	<b>4 034 127,35</b>
<b>II - Emplois stables</b>				
Acquisitions et augmentations d'immobilisations	5 400 687,01	0,00	2 005 056,95	0,00
Remboursement des capitaux propres	0,00	0,00	0,00	0,00
Remboursements des dettes de financement	8 921 930,65	0,00	0,00	0,00
Emplois en non valeurs	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total emplois stables</b>	<b>14 322 617,66</b>	<b>0,00</b>	<b>2 005 056,95</b>	<b>0,00</b>
<b>III - Variation du besoin de financement global</b>	<b>0,00</b>	<b>30 179 854,78</b>	<b>26 695 385,58</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Variation de la trésorerie</b>	<b>49 495 222,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>24 666 315,18</b>
<b>Total général</b>	<b>63 817 839,67</b>	<b>63 817 839,67</b>	<b>28 700 442,53</b>	<b>28 700 442,53</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.3.2. TABLEAU DE FINANCEMENT DE L'EXERCICE 2006

### Synthèse des masses du bilan

Masses	Exercice 2006	Exercice 2005	Variation (a - b)	
	a	b	Emplois	Ressources
+ Financement permanent	234 907 129,17	250 983 850,22	16 076 721,05	0,00
- Actif immobilisé	161 492 316,78	179 598 108,23	0,00	18 105 791,45
<b>= Fonds de roulement fonctionnel (A)</b>	<b>73 414 812,39</b>	<b>71 385 741,99</b>	<b>0,00</b>	<b>2 029 070,40</b>
+ Actif circulant	240 563 421,20	174 408 000,65	66 155 420,55	0,00
- Passif circulant	131 757 806,62	92 297 771,65	0,00	39 460 034,97
<b>= Besoin de financement global (B)</b>	<b>108 805 614,58</b>	<b>82 110 229,00</b>	<b>26 695 385,58</b>	<b>0,00</b>
<b>Trésorerie nette (A) - (B)</b>	<b>-35 390 802,19</b>	<b>-10 724 487,01</b>	<b>0,00</b>	<b>24 666 315,18</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

### Emplois et ressources

Rubriques	Exercice 2006		Exercice 2005	
	Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
<b>I - Ressources stables</b>				
Autofinancement	0,00	3 181 334,33	0,00	5 103 791,37
Cession et réduction d'immobilisations	0,00	185 650,00	0,00	1 933,93
Augmentation des capitaux propres et assimilés	0,00	0,00	0,00	112 000 000,00
Augmentations des dettes de financement	0,00	667 143,02	0,00	154 095 048,00
<b>Total ressources stables</b>	<b>0,00</b>	<b>4 034 127,35</b>	<b>0,00</b>	<b>271 200 773,30</b>
<b>II - Emplois stables</b>				
Acquisitions et augmentations d'immobilisations	2 005 056,95	0,00	993 067,81	0,00
Remboursement des capitaux propres	0,00	0,00	0,00	0,00
Remboursements des dettes de financement	0,00	0,00	54 626 666,00	0,00
Emplois en non valeurs	0,00	0,00	868 000,00	0,00
<b>Total emplois stables</b>	<b>2 005 056,95</b>	<b>0,00</b>	<b>56 487 733,81</b>	<b>0,00</b>
<b>III - Variation du besoin de financement global</b>	<b>26 695 385,58</b>	<b>0,00</b>	<b>96 421 322,53</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Variation de la trésorerie</b>	<b>0,00</b>	<b>24 666 315,18</b>	<b>118 291 717,26</b>	<b>0,00</b>
<b>Total général</b>	<b>28 700 442,53</b>	<b>28 700 442,53</b>	<b>271 200 773,60</b>	<b>271 200 773,30</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

### II.3.3. TABLEAU DE FINANCEMENT DE L'EXERCICE 2005

#### Synthèse des masses du bilan

Masses	Exercice 2005	Exercice 2004	Variation (a - b)	
	a	b	Emplois	Ressources
+ Financement permanent	250 983 850,22	54 471 180,31	0,00	196 512 669,91
- Actif immobilisé	179 598 108,23	197 798 478,11	0,00	18 200 369,88
<b>= Fonds de roulement fonctionnel (A)</b>	<b>71 385 741,99</b>	<b>-143 327 297,80</b>	<b>0,00</b>	<b>18 200 369,88</b>
+ Actif circulant	174 408 000,65	101 193 019,83	73 214 980,82	0,00
- Passif circulant	92 297 771,65	115 504 113,35	23 206 341,70	0,00
<b>= Besoin de financement global (B)</b>	<b>82 110 229,00</b>	<b>-14 311 093,52</b>	<b>96 421 322,52</b>	<b>0,00</b>
<b>Trésorerie nette (A) - (B)</b>	<b>-10 724 487,01</b>	<b>-129 016 204,28</b>	<b>118 291 717,27</b>	<b>0,00</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

#### Emplois et ressources

Rubriques	Exercice 2005		Exercice 2004	
	Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
<b>I - Ressources stables</b>				
Autofinancement	0,00	5 103 791,37	0,00	-115 764 088,00
Cession et réduction d'immobilisations	0,00	1 933,93	0,00	0,00
Augmentation des capitaux propres et assimilés	0,00	112 000 000,00	0,00	0,00
Augmentations des dettes de financement	0,00	154 095 048,00	0,00	53 400 000,00
<b>Total ressources stables</b>	<b>0,00</b>	<b>271 200 773,30</b>	<b>0,00</b>	<b>-62 364 088,00</b>
<b>II - Emplois stables</b>				
Acquisitions et augmentations d'immobilisations	993 067,81	0,00	397 513,33	0,00
Remboursement des capitaux propres	0,00	0,00	0,00	0,00
Remboursements des dettes de financement	54 626 666,00	0,00	2 933 332,00	0,00
Emplois en non valeurs	868 000,00	0,00	3 883,92	0,00
<b>Total emplois stables</b>	<b>56 487 733,81</b>	<b>0,00</b>	<b>3 334 729,25</b>	<b>0,00</b>
<b>III - Variation du besoin de financement global</b>	<b>96 421 322,53</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>68 819 535,68</b>
<b>IV - Variation de la trésorerie</b>	<b>118 291 717,26</b>	<b>0,00</b>	<b>3 120 718,43</b>	
<b>Total général</b>	<b>271 200 773,60</b>	<b>271 200 773,30</b>	<b>6 455 447,68</b>	<b>6 455 447,68</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.4. ETAT DES SOLDES DE GESTION

### II.4.1. ETAT DES SOLDES DE GESTION DE L'EXERCICE 2007

I - Tableau de formation du résultat (TFR)		Exercice	Exercice précédent
1	Ventes de marchandises (en l'état)	730 570,50	2 525 033,45
2	- Achats revendus de marchandises	650 359,18	2 230 496,35
	= <b>MARGE BRUTE SUR VENTES EN L'ETAT : (1-2)</b>	<b>80 211,32</b>	<b>294 537,10</b>
	+ <b>PRODUCTION DE L'EXERCICE : (3+4+5)</b>	<b>232 538 612,00</b>	<b>210 073 125,22</b>
3	* Ventes de biens et services produits	235 898 456,94	212 571 729,39
4	* Variation stocks de produits	-3 359 844,94	-2 498 604,17
5	* Immobilisations produites par l'entreprise pour elle même	0,00	0,00
	- <b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE : (6+7)</b>	<b>184 598 247,04</b>	<b>172 255 675,88</b>
6	* Achats consommés de matière et fournitures	166 923 065,53	157 173 091,08
7	* Autres charges externes	17 675 181,51	15 082 584,80
	= <b>VALEUR AJOUTEE (I+II-III)</b>	<b>48 020 576,28</b>	<b>38 111 986,44</b>
8	+ Subventions d'exploitation	0,00	0,00
9	- Impôts et taxes	2 607 826,63	2 461 682,43
10	- Charges de personnel	23 112 821,54	20 221 954,88
	= <b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE) OU INSUFFISANCE BRUTE D'EXPLOITATION (IBE)</b>	<b>22 299 928,11</b>	<b>15 428 349,13</b>
11	+ Autres produits d'exploitation	224 578,21	0,00
12	- Autres charges d'exploitation	0,00	0,00
13	+ Reprise d'exploitation : transferts de charges	398 473,00	3 492 948,37
14	- Dotations d'exploitation	22 237 531,80	22 995 824,40
	= <b>RESULTAT D'EXPLOITATION (+ ou -)</b>	<b>685 447,52</b>	<b>-4 074 526,90</b>
	± <b>RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-13 348 019,94</b>	<b>-11 557 587,01</b>
	= <b>RESULTAT COURANT (+ ou -)</b>	<b>-12 662 572,42</b>	<b>-15 632 113,91</b>
	± <b>RESULTAT NON COURANT</b>	<b>-868 862,50</b>	<b>-90 328,16</b>
15	- <b>Impôts sur les résultats</b>	<b>1 177 642,00</b>	<b>1 021 422,00</b>
	= <b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE (+ ou -)</b>	<b>-14 709 076,92</b>	<b>-16 743 864,07</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

II - Capacité d'autofinancement (CAF) - Autofinancement		Exercice	Exercice précédent
1	Résultat net de l'exercice Bénéfice + Perte -	-14 709 076,92	-16 743 864,07
2	+ Dotations d'exploitation	19 484 554,80	20 110 848,40
3	+ Dotations financières	0,00	0,00
4	+ Dotations non courantes	0,00	0,00
5	- Reprises d'exploitation	0,00	0,00
6	- Reprises financières	0,00	0,00
7	- Reprises non courantes	0,00	0,00
8	- Produits des cessions immobilisés	47 000,00	185 650,00
9	+ Valeurs nettes d'amortissement des immobilisations cédées	0,00	0,00
	= <b>CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF)</b>	<b>4 728 477,88</b>	<b>3 181 334,33</b>
10	- Distributions de bénéfices	0,00	0,00
	= <b>AUTOFINANCEMENT</b>	<b>4 728 477,88</b>	<b>3 181 334,33</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.4.2. ETAT DES SOLDES DE GESTION DE L'EXERCICE 2006

I - Tableau de formation du résultat (TFR)		Exercice	Exercice précédent
1	Ventes de marchandises (en l'état)	2 525 033,45	0,00
2	- Achats revendus de marchandises	2 230 496,35	0,00
	<b>= MARGE BRUTE SUR VENTES EN L'ETAT : (1-2)</b>	<b>294 537,10</b>	<b>0,00</b>
	<b>+ PRODUCTION DE L'EXERCICE : (3+4+5)</b>	<b>210 073 125,22</b>	<b>136 393 445,73</b>
3	* Ventes de biens et services produits	212 571 729,39	132 029 703,71
4	* Variation stocks de produits	-2 498 604,17	4 363 742,02
5	* Immobilisations produites par l'entreprise pour elle même	0,00	0,00
	<b>- CONSOMMATION DE L'EXERCICE : (6+7)</b>	<b>172 255 675,88</b>	<b>110 863 560,01</b>
6	* Achats consommés de matière et fournitures	157 173 091,08	97 756 681,35
7	* Autres charges externes	15 082 584,80	13 106 878,66
	<b>= VALEUR AJOUTEE (I+II-III)</b>	<b>38 111 986,44</b>	<b>25 529 885,72</b>
8	+ Subventions d'exploitation	0,00	0,00
9	- Impôts et taxes	2 461 682,43	2 491 066,22
10	- Charges de personnel	20 221 954,88	17 393 684,46
	<b>= EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE) OU INSUFFISANCE BRUTE D'EXPLOITATION (IBE)</b>	<b>15 428 349,13</b>	<b>5 645 135,04</b>
11	+ Autres produits d'exploitation	0,00	926 257,73
12	- Autres charges d'exploitation	0,00	11 531,67
13	+ Reprise d'exploitation : transferts de charges	3 492 948,37	12 321 574,83
14	- Dotations d'exploitation	22 995 824,40	20 948 488,83
	<b>= RESULTAT D'EXPLOITATION (+ ou -)</b>	<b>-4 074 526,90</b>	<b>-2 067 052,90</b>
	<b>± RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-11 557 587,01</b>	<b>-14 303 069,15</b>
	<b>= RESULTAT COURANT (+ ou -)</b>	<b>-15 632 113,91</b>	<b>-16 370 122,05</b>
	<b>± RESULTAT NON COURANT</b>	<b>-90 328,16</b>	<b>2 042 709,66</b>
15	- Impôts sur les résultats	1 021 422,00	628 300,00
	<b>= RESULTAT NET DE L'EXERCICE (+ ou -)</b>	<b>-16 743 864,07</b>	<b>-14 955 712,39</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

II - Capacité d'autofinancement (CAF) - Autofinancement		Exercice	Exercice précédent
1	Résultat net de l'exercice		
	Bénéfice +	-16 743 864,07	-14 955 712,39
	Perte -		
2	+ Dotations d'exploitation	20 110 848,40	20 059 503,76
3	+ Dotations financières	0,00	0,00
4	+ Dotations non courantes	0,00	0,00
5	- Reprises d'exploitation	0,00	0,00
6	- Reprises financières	0,00	0,00
7	- Reprises non courantes	0,00	0,00
8	- Produits des cessions immobilisés	185 650,00	0,00
9	+ Valeurs nettes d'amortissement des immobilisations cédées	0,00	0,00
	<b>CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF)</b>	<b>3 181 334,33</b>	<b>5 103 791,37</b>
10	- Distributions de bénéfices	0,00	0,00
	<b>AUTOFINANCEMENT</b>	<b>3 181 334,33</b>	<b>5 103 791,37</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

#### II.4.3. ETAT DES SOLDES DE GESTION DE L'EXERCICE 2005

I - Tableau de formation du résultat (TFR)		Exercice	Exercice précédent
1	Ventes de marchandises (en l'état)	0,00	0,00
2	- Achats revendus de marchandises	0,0	0,00
	= <b>MARGE BRUTE SUR VENTES EN L'ETAT : (1-2)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
	+ <b>PRODUCTION DE L'EXERCICE : (3+4+5)</b>	<b>136 393 445,73</b>	<b>23 958 491,19</b>
3	* Ventes de biens et services produits	132 029 703,71	26 696 615,71
4	* Variation stocks de produits	4 363 742,02	-2 738 124,52
5	* Immobilisations produites par l'entreprise pour elle même	0,00	0,00
	- <b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE : (6+7)</b>	<b>110 863 560,01</b>	<b>22 373 202,09</b>
6	* Achats consommés de matière et fournitures	97 756 681,35	15 844 127,42
7	* Autres charges externes	13 106 878,66	6 529 074,67
	= <b>VALEUR AJOUTEE (I+II-III)</b>	<b>25 529 885,72</b>	<b>1 585 289,10</b>
8	+ Subventions d'exploitation	0,00	0,00
9	- Impôts et taxes	2 491 066,22	2 522 728,37
10	- Charges de personnel	17 393 684,46	35 116 616,69
	= <b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE) OU INSUFFISANCE BRUTE D'EXPLOITATION (IBE)</b>	<b>5 645 135,04</b>	<b>-36 054 055,96</b>
11	+ Autres produits d'exploitation	926 257,73	0,00
12	- Autres charges d'exploitation	11 531,67	1 667,80
13	+ Reprise d'exploitation : transferts de charges	12 321 574,83	291 666,67
14	- Dotations d'exploitation	20 948 488,83	81 226 321,13
	= <b>RESULTAT D'EXPLOITATION (+ ou -)</b>	<b>-2 067 052,90</b>	<b>-116 990 378,22</b>
	± <b>RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-14 303 069,15</b>	<b>-17 372 372,24</b>
	= <b>RESULTAT COURANT (+ ou -)</b>	<b>-16 370 122,05</b>	<b>-134 362 750,46</b>
	± <b>RESULTAT NON COURANT</b>	<b>2 042 709,66</b>	<b>-1 676 110,60</b>
15	- Impôts sur les résultats	628 300,00	133 828,00
	= <b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE (+ ou -)</b>	<b>-14 955 712,39</b>	<b>-136 172 689,06</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

II - Capacité d'autofinancement (CAF) - Autofinancement		Exercice	Exercice précédent
1	Résultat net de l'exercice Bénéfice + Perte -	<b>-14 955 712,39</b>	<b>-136 172 689,06</b>
2	+ Dotations d'exploitation	20 059 503,76	20 408 601,06
3	+ Dotations financières	0,00	0,00
4	+ Dotations non courantes	0,00	0,00
5	- Reprises d'exploitation	0,00	0,00
6	- Reprises financières	0,00	0,00
7	- Reprises non courantes	0,00	0,00
8	- Produits des cessions immobilisés	0,00	0,00
9	+ Valeurs nettes d'amortissement des immobilisations cédées	0,00	0,00
	<b>CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (CAF)</b>	<b>5 103 791,37</b>	<b>-115 764 088,00</b>
10	- Distributions de bénéfices	0,00	0,00
	<b>AUTOFINANCEMENT</b>	<b>5 103 791,37</b>	<b>-115 764 088,00</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.5. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES

### II.5.1. ETAT DES DEROGATIONS (31/12/2007)

Indication des dérogations	Justification des dérogations	Influence des dérogations sur le patrimoine, la situation financière et les résultats
Dérogations aux principes comptables fondamentaux		Néant
Dérogations aux méthodes d'évaluation		Néant
Dérogations aux règles d'établissement et de présentation des états de synthèse		Néant

Source : *Papelera de Tetuan SA*

### II.5.2. ETAT DES CHANGEMENTS DES METHODES (31/12/2007)

Nature des changements	Justification des changements	Influence sur le patrimoine, la situation financière et les résultats
Changements affectant les méthodes d'évaluation		Néant
Dérogations aux règles d'établissement et de présentation des états de synthèse		Néant

Source : *Papelera de Tetuan SA*

**II.5.3. TABLEAU DES IMMOBILISATIONS AUTRES QUE FINANCIERES (31/12/2007)**

Nature	Montant début exercice	Augmentation				Diminution		Montant fin exercice
		Acquisition	Production par la Société pour elle même	Virement	Cession	Retrait	Virement	
<b>IMMOBILISATION EN NON-VALEURS</b>	<b>871 883,92</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>871 883,92</b>
Frais préliminaires	868 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	868 000,00
Charges à répartir sur plusieurs exercices	3 883,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3 883,92
Primes de remboursement obligations	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IMMOBILISATIONS INCORPORELLES</b>	<b>371 145,00</b>	<b>102 372,00</b>	<b>0,00</b>	<b>90 700,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>564 217,00</b>
Immobilisations en recherche et développement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Brevets, marques, droits et valeurs similaires	371 145,00	102 372,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	564 217,00
Fonds commercial	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IMMOBILISATIONS CORPORELLES</b>	<b>490 364 124,89</b>	<b>5 168 315,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>77 104,00</b>	<b>0,00</b>	<b>90 700,00</b>	<b>495 364 635,90</b>
Terrains	92 000 999,63	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	92 000 999,63
Constructions	33 779 173,88	122 544,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	33 901 717,88
Installations techniques, matériel et outillage	351 153 767,77	2 749 924,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	353 903 691,92
Matériel de transport	3 665 458,88	20 000,00	0,00	0,00	77 104,00	0,00	0,00	3 608 354,88
Mobilier, matériel de bureau et aménagement	8 858 069,72	297 823,38	0,00	0,00	0,00	0,00	90 700,00	9 065 193,10
Autres immobilisations corporelles	668 760,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	668 760,00
Immobilisations corporelles en cours	237 895,01	1 978 023,48	0,00	0,00	0,00	0,00	90 700,00	2 215 918,49
<b>TOTAL</b>	<b>491 607 153,81</b>	<b>5 270 687,01</b>	<b>0,00</b>	<b>90 700,00</b>	<b>77 104,00</b>	<b>0,00</b>	<b>90 700,00</b>	<b>496 800 736,82</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

**II.5.4. TABLEAU DES AMORTISSEMENTS (31/12/2007)**

Nature	Cumul début exercice	Dotation de l'exercice	Amortissements sur	Cumul d'amortissement fin d'exercice
			immobilisations sorties	
<b>IMMOBILISATION EN NON-VALEURS</b>	<b>349 530,35</b>	<b>174 376,78</b>	<b>0,00</b>	<b>523 907,13</b>
Frais préliminaires	347 200,00	173 600,00	0,00	520 800,00
Charges à répartir sur plusieurs exercices	2 330,35	776,78	0,00	3 107,13
Primes de remboursement des obligations	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IMMOBILISATIONS INCORPORELLES</b>	<b>129 022,00</b>	<b>104 782,67</b>	<b>0,00</b>	<b>233 804,66</b>
Immobilisation en recherche et développement	0,00	0,00	0,00	0,00
Brevet, marques, droits et valeurs similaires	129 022,00	104 782,67	0,00	233 804,66
Fonds commercial	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IMMOBILISATIONS CORPORELLES</b>	<b>329 781 033,45</b>	<b>19 205 395,35</b>	<b>77 104,00</b>	<b>348 909 324,79</b>
Terrains	0,00	0,00	0,00	0,00
Constructions	22 568 739,40	1 218 528,14	0,00	23 787 267,53
Installations techniques, matériel et outillage	295 078 293,61	17 761 399,89	0,00	312 839 693,50
Matériel de transport	3 462 948,40	42 272,89	77 104,00	3 428 117,30
Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	8 002 292,04	183 194,43	0,00	8 185 486,47
Autres immobilisations corporelles	668 760,00	0,00	0,00	668 760,00
Immobilisations corporelles en cours	0,00	0,00	0,00	0,00

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

## II.5.5. TABLEAU DES PLUS OU MOINS VALUES SUR CESSIONS OU RETRAITS D'IMMOBILISATIONS (31/12/2007)

Date de cession ou de retrait	Compte principal	Montant brut	Amortissements cumulés	Valeur nette d'amortissements	Produits de cession	Plus values	Moins values
30 juin 2007	2 340 000	77 104,00	77 104,00	0,00	25 000,00	25 000,00	0,00
<b>Total</b>		<b>77 104,00</b>	<b>77 104,00</b>	<b>0,00</b>	<b>25 000,00</b>	<b>25 000,00</b>	<b>0,00</b>

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

## II.5.6. TABLEAUX DES TITRES DE PARTICIPATION DES TROIS DERNIERS EXERCICES

### Tableau des titres de participation de l'exercice 2007

Raison sociale de la société émettrice	Secteur d'activité	Capital social	Participation au capital en %	Prix d'acquisition global	Valeur comptable nette	Extrait des derniers états de synthèse de la société émettrice			Produits inscrits au CPC de l'exercice
						Date de clôture 6	Situation nette 7	Résultat net 8	
	1	2	3	4	5				9
Aiglemer Paper	Secteur papier	17 000 000,00	51%	8 670 000,00	-62 283 138,02	31/12/07	Négative	Déficit	Néant
<b>TOTAL</b>				<b>8 670 000,00</b>					

En Dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

### Tableau des titres de participation de l'exercice 2006

Raison sociale de la société émettrice	Secteur d'activité	Capital social	Participation au capital en %	Prix d'acquisition global	Valeur comptable nette	Extrait des derniers états de synthèse de la société émettrice			Produits inscrits au CPC de l'exercice
						Date de clôture 6	Situation nette 7	Résultat net 8	
	1	2	3	4	5				9
Aiglemer Paper	Secteur papier	17 000 000,00	51%	8 670 000,00	-	31/12/06	Négative	Déficit	Néant
<b>TOTAL</b>				<b>8 670 000,00</b>					

En Dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

### Tableau des titres de participation de l'exercice 2005

Raison sociale de la société émettrice	Secteur d'activité	Capital social	Participation au capital en %	Prix d'acquisition global	Valeur comptable nette	Extrait des derniers états de synthèse de la société émettrice			Produits inscrits au CPC de l'exercice
						Date de clôture 6	Situation nette 7	Résultat net 8	
	1	2	3	4	5				9
Aiglemer Paper	Secteur papier	17 000 000,00	51%	8 670 000,00	-	31/12/05	Négative	Déficit	Néant
<b>TOTAL</b>				<b>8 670 000,00</b>					

En Dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.5.7. TABLEAUX DES PROVISIONS DES TROIS DERNIERS EXERCICES

### Tableau des provisions de l'exercice 2007

Nature	Montant en début d'exercice	Dotations			Reprises			Montant en fin d'exercice
		D'exploitation	Financières	Non courantes	D'exploitation	Financières	Non courantes	
1. Provisions pour dépréciation de l'actif immobilisé	8 670 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	8 670 000,00
2. Provisions réglementées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Provisions durables pour risques et charges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>SOUS-TOTAL (A)</b>	<b>8 670 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>8 670 000,00</b>
4. Provisions pour dépréciation de l'actif circulant (hors trésorerie)	114 269 197,23	2 752 977,00	0,00	0,00	398 473,00	0,00	0,00	116 623 701,23
5. Autres provisions pour risques et charges	377 279,20	0,00	100 252,66	0,00	0,00	44 352,80	332 926,40	100 252,66
6. Provisions pour dépréciation des comptes de trésorerie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>SOUS-TOTAL (B)</b>	<b>114 646 476,43</b>	<b>2 752 977,00</b>	<b>100 252,66</b>	<b>0,00</b>	<b>398 473,00</b>	<b>44 352,80</b>	<b>332 926,40</b>	<b>116 723 953,89</b>
<b>TOTAL (A + B)</b>	<b>123 316 476,43</b>	<b>2 752 977,00</b>	<b>100 252,66</b>	<b>0,00</b>	<b>398 473,00</b>	<b>44 352,80</b>	<b>332 926,40</b>	<b>125 393 953,89</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

### Tableau des provisions de l'exercice 2006

Nature	Montant en début d'exercice	Dotations			Reprises			Montant en fin d'exercice
		D'exploitation	Financières	Non courantes	D'exploitation	Financières	Non courantes	
1. Provisions pour dépréciation de l'actif immobilisé	8 670 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	8 670 000,00
2. Provisions réglementées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Provisions durables pour risques et charges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>SOUS-TOTAL (A)</b>	<b>8 670 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>8 670 000,00</b>
4. Provisions pour dépréciation de l'actif circulant (hors trésorerie)	114 877 169,60	2 884 976,00	0,00	0,00	3 492 948,37	0,00	0,00	114 269 197,23
5. Autres provisions pour risques et charges	332 926,40	0,00	44 352,80	0,00	0,00	0,00	0,00	377 279,20
6. Provisions pour dépréciation des comptes de trésorerie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>SOUS-TOTAL (B)</b>	<b>115 210 096,00</b>	<b>2 884 976,00</b>	<b>44 352,80</b>	<b>0,00</b>	<b>3 492 948,37</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>114 646 476,43</b>
<b>TOTAL (A + B)</b>	<b>123 880 096,00</b>	<b>2 884 976,00</b>	<b>44 352,80</b>	<b>0,00</b>	<b>3 492 948,37</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>123 316 476,43</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

**Tableau des provisions de l'exercice 2005**

Nature	Montant en début d'exercice	Dotations			Reprises			Montant en fin d'exercice
		D'exploitation	Financières	Non courantes	D'exploitation	Financières	Non courantes	
1. Provisions pour dépréciation de l'actif immobilisé	8 670 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	8 670 000,00
2. Provisions réglementées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Provisions durables pour risques et charges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>SOUS-TOTAL (A)</b>	<b>8 670 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>8 670 000,00</b>
4. Provisions pour dépréciation de l'actif circulant (hors trésorerie)	126 309 759,37	888 985,06	0,00	0,00	12 321 574,83	0,00	0,00	114 877 169,60
5. Autres provisions pour risques et charges	349 203,03	0,00	0,00	0,00	16 276,63	0,00	0,00	332 926,40
6. Provisions pour dépréciation des comptes de trésorerie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>SOUS-TOTAL (B)</b>	<b>126 658 962,40</b>	<b>888 985,06</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>12 337 851,46</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>115 210 096,00</b>
<b>TOTAL (A + B)</b>	<b>126 658 962,40</b>	<b>888 985,06</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>12 337 851,46</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>123 880 096,00</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

**II.5.8. TABLEAUX DES CREANCES DES TROIS DERNIERS EXERCICES**
**Tableau des créances de l'exercice 2007**

Créances	Total	Analyse par échéance			Autres analyses			
		Plus d'un an	Moins d'un an	Echues et non recouvrées	Montant en devises	Montants sur l'Etat et organismes publics	Montants sur les entreprises liées	Montants représentés par effets
<b>DE L'ACTIF IMMOBILISE</b>	<b>274 748,77</b>	<b>274 748,77</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Prêts immobilisés	130 017,77	130 017,77	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres créances financières	144 731,00	144 731,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>DE L'ACTIF CIRCULANT</b>	<b>256 629 712,98</b>	<b>0,00</b>	<b>80 490 192,99</b>	<b>176 139 519,99</b>	<b>383 994,63</b>	<b>31 015 429,86</b>	<b>70 537 771,06</b>	<b>28 922 373,89</b>
Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	100 669,00	0,00	100 669,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients et comptes rattachés	205 900 578,17	0,00	29 761 058,18	176 139 519,99	383 994,63	0,00	51 985 867,93	28 922 373,89
Personnel	186 954,02	0,00	186 954,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Etat	31 015 429,86	0,00	31 015 429,86	0,00	0,00	31 015 429,86	0,00	0,00
Comptes d'associés	1 251,70	0,00	1 251,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres débiteurs	19 263 126,71	0,00	19 263 126,71	0,00	0,00	0,00	18 551 903,13	0,00
Comptes de régularisation - Actif	161 703,52	0,00	161 703,52	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

**Tableau des créances de l'exercice 2006**

Créances	Total	Analyse par échéance			Autres analyses			
		Plus d'un an	Moins d'un an	Echues et non recouvrées	Montant en devises	Montants sur l'Etat et organismes publics	Montants sur les entreprises liées	Montants représentés par effets
<b>DE L'ACTIF IMMOBILISE</b>	<b>144 748,77</b>	<b>144 748,77</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Prêts immobilisés	130 017,77	130 017,77	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres créances financières	14 731,00	14 731,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>DE L'ACTIF CIRCULANT</b>	<b>291 338 353,26</b>	<b>0,00</b>	<b>130 495 740,74</b>	<b>160 841 360,82</b>	<b>5 055 991,43</b>	<b>26 845 662,55</b>	<b>51 573 407,73</b>	<b>72 686 181,71</b>
Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	3 378 157,57	0,00	3 378 157,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients et comptes rattachés	256 048 196,33	0,00	95 206 835,51	160 841 360,82	5 055 991,43	0,00	51 573 407,73	72 686 181,71
Personnel	392 248,04	0,00	392 248,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Etat	26 845 662,55	0,00	26 845 662,55	0,00	0,00	26 845 662,55	0,00	0,00
Comptes d'associés	1 251,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres débiteurs	2 859 970,83	0,00	2 859 970,83	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes de régularisation - Actif	1 812 866,24	0,00	1 812 866,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

**Tableau des créances de l'exercice 2005**

Créances	Total	Analyse par échéance			Autres analyses			
		Plus d'un an	Moins d'un an	Echues et non recouvrées	Montant en devises	Montants sur l'Etat et organismes publics	Montants sur les entreprises liées	Montants représentés par effets
<b>DE L'ACTIF IMMOBILISE</b>	<b>144 748,77</b>	<b>144 748,77</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Prêts immobilisés	130 017,77	130 017,77	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres créances financières	14 731,00	14 731,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>DE L'ACTIF CIRCULANT</b>	<b>222 225 733,93</b>	<b>0,00</b>	<b>83 841 646,91</b>	<b>138 382 835,32</b>	<b>7 071 798,31</b>	<b>22 275 154,03</b>	<b>51 726 776,57</b>	<b>19 885 172,33</b>
Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	1 931 799,88	0,00	1 931 799,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients et comptes rattachés	192 870 401,02	0,00	54 487 565,70	138 382 835,32	7 071 798,31	0,00	51 726 776,57	19 885 172,33
Personnel	237 197,23	0,00	237 197,23	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Etat	22 275 154,03	0,00	22 275 154,03	0,00	0,00	22 275 154,03	0,00	0,00
Comptes d'associés	1 251,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres débiteurs	2 556 488,40	0,00	2 556 488,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes de régularisation - Actif	2 353 441,67	0,00	2 353 441,67	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

## II.5.9. TABLEAUX DES DETTES DES TROIS DERNIERS EXERCICES

### **Tableau des dettes de l'exercice 2007**

Dettes	Total	Analyse par échéance			Autres analyses			
		Plus d'un an	Moins d'un an	Echues et non recouvrées	Montant en devises	Montants vis-à-vis de l'Etat et organismes publics	Montants vis-à-vis des entreprises liées	Montants représentés par effets
<b>DE FINANCEMENT</b>	<b>241 992 769,68</b>	<b>241 992 769,68</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Emprunts obligataires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres dettes de financement	241 992 769,68	241 992 769,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>DE PASSIF CIRCULANT</b>	<b>123 593 366,14</b>	<b>0,00</b>	<b>101 992 742,94</b>	<b>21 600 623,20</b>	<b>2 022 582,22</b>	<b>33 863 955,18</b>	<b>51 659 378,56</b>	<b>20 669 266,59</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	74 849 320,91	0,00	53 248 697,71	21 600 623,20	2 022 582,22	0,00	46 002 334,96	20 669 266,59
Clients créditeurs, avances et acomptes	719 503,57	0,00	719 503,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Personnel	87 965,91	0,00	87 965,91	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Organismes sociaux	1 352 525,14	0,00	1 352 525,14	0,00	0,00	1 352 525,14	0,00	0,00
Etat	32 511 430,04	0,00	32 511 430,04	0,00	0,00	32 511 430,04	0,00	0,00
Comptes d'associés	5 657 043,60	0,00	5 657 043,60	0,00	0,00	0,00	5 657 043,60	0,00
Autres créanciers	686 413,97	0,00	686 413,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes de régularisation - Passif	7 729 163,00	0,00	7 729 163,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

**Tableau des dettes de l'exercice 2006**

Dettes	Total	Analyse par échéance			Autres analyses			
		Plus d'un an	Moins d'un an	Echues et non recouvrées	Montant en devises	Montants vis-à-vis de l'Etat et organismes publics	Montants vis-à-vis des entreprises liées	Montants représentés par effets
<b>DE FINANCEMENT</b>	<b>222 052 193,32</b>	<b>222 052 193,32</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Emprunts obligataires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres dettes de financement	222 052 193,32	222 052 193,32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>DE PASSIF CIRCULANT</b>	<b>131 364 762,44</b>	<b>0,00</b>	<b>109 862 080,78</b>	<b>21 502 681,66</b>	<b>5 698 692,82</b>	<b>33 070 628,42</b>	<b>43 155 390,86</b>	<b>29 521 072,03</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	68 658 093,78	0,00	47 155 412,12	21 502 681,66	5 698 692,82	0,00	36 078 629,63	29 521 072,03
Clients créditeurs, avances et acomptes	6 524 527,48	0,00	6 524 527,48	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Personnel	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Organismes sociaux	1 459 402,85	0,00	1 459 402,85	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Etat	33 070 628,42	0,00	33 070 628,42	0,00	0,00	33 070 628,42	0,00	0,00
Comptes d'associés	7 076 761,23	0,00	7 076 761,23	0,00	0,00	0,00	7 076 761,23	0,00
Autres créanciers	642 102,64	0,00	642 102,64	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes de régularisation - Passif	13 933 246,04	0,00	13 933 246,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

**Tableau des dettes de l'exercice 2005**

Dettes	Total	Analyse par échéance			Autres analyses			
		Plus d'un an	Moins d'un an	Echues et non recouvrées	Montant en devises	Montants vis-à-vis de l'Etat et organismes publics	Montants vis-à-vis des entreprises liées	Montants représentés par effets
<b>DE FINANCEMENT</b>	<b>221 385 050,30</b>	<b>221 385 050,30</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Emprunts obligataires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres dettes de financement	221 385 050,30	221 385 050,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>DE PASSIF CIRCULANT</b>	<b>91 964 845,25</b>	<b>0,00</b>	<b>91 964 845,25</b>	<b>0,00</b>	<b>9 140 235,12</b>	<b>0,00</b>	<b>26 981 051,65</b>	<b>869 874,23</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	55 364 117,63	0,00	55 364 117,63	0,00	9 140 235,12	0,00	23 490 190,89	869 874,23
Clients créditeurs, avances et acomptes	425 788,67	0,00	425 788,67	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Personnel	1 021 644,34	0,00	1 021 644,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Organismes sociaux	895 008,47	0,00	895 008,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Etat	27 399 439,64	0,00	27 399 439,64	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes d'associés	3 490 860,76	0,00	3 490 860,76	0,00	0,00	0,00	3 490 860,76	0,00
Autres créanciers	665 801,80	0,00	665 801,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes de régularisation - Passif	2 702 183,94	0,00	2 702 183,94	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

## II.5.10. TABLEAU DES SURETES REELLES DONNEES OU REÇUES

Tiers créditeurs ou tiers débiteurs	Montant couvert par la sûreté	Nature	Date et lieu d'inscription	Objet	Valeur comptable nette de la sûreté donnée à la date de clôture
<b>Sûretés données</b>					
BMCI	35 000 000	Nantissement	28/09/04	Matériel et outillage	
BCM - BMCE - SGMB	40 000 000	Nantissement	05/03/01	Fonds de commerce	
<b>Sûretés reçues</b>					
Aiglemer (Filiale)	70 000 000,00	Saisie Conservatoire	28/06/06	Titre foncier	

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

**II.5.11. TABLEAU DES ENGAGEMENTS FINANCIERS REÇUS OU DONNES HORS OPERATIONS DE CREDIT BAIL**

<b>Engagements donnés</b>	<b>Montant exercice</b>	<b>Montant exercice précédent</b>
<b>Avals et cautions</b>	<b>3 341 049,47</b>	<b>11 270 752,00</b>
<b>Engagements en matière de pensions de retraites et obligations similaires</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Autres engagements donnés</b>	<b>75 000 000,00</b>	<b>75 000 000,00</b>
Nantissement du fonds de commerce BMCI	35 000 000,00	35 000 000,00
Nantissement du fonds de commerce BCM – BMCE - SGMB	40 000 000,00	40 000 000,00
Garantie de réalisation de l'actif circulant Unipapel	0,00	0,00
<b>TOTAL</b>	<b>78 341 049,47</b>	<b>86 270 752,00</b>

<b>Engagements reçus</b>	<b>Montant exercice</b>	<b>Montant exercice précédent</b>
<b>Avals et cautions</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Autres engagements reçus</b>	<b>70 000 000,00</b>	<b>70 000 000,00</b>
Garantie de réalisation de l'actif circulant Unipapel	0,00	0,00
Saisie Conservatoire Aiglemer	70 000 000	70 000 000,00
<b>TOTAL</b>	<b>70 000 000,00</b>	<b>70 000 000,00</b>

*En dirhams - Papelerera de Tetuan SA*

**II.5.12. TABLEAU DE REPARTITION DU CAPITAL SOCIAL**

Nom, prénom ou raison sociale des principaux associés	Adresse	Nombre de titres		Valeur nominale de chaque action ou part sociale	Montant du capital		
		Exercice précédent	Exercice actuel		Souscrit	Appelé	Libéré
Cellulose du Maroc	16 rue Inane Rabat	642 644	642 644	100,00	64 264 400,00	64 264 400,00	64 264 400,00
CDG	Place MY Hassan IMM Dalil BP 408 Rabat	1	1	100,00	100,00	100,00	100,00
TAIC	BP n° 4009 Ryad Arabie Saoudite	1	1	100,00	100,00	100,00	100,00
Youness RAISSOUNI	Route de Sebta Tetuan	13	13	100,00	1 300,00	1 300,00	1 300,00
Flottant en Bourse	Actions cotées en Bourse	91 875	91 875	100,00	9 187 500,00	9 187 500,00	9 187 500,00
CDG Développement	Rabat	265 505	265 505	100,00	26 550 500,00	26 550 500,00	26 550 500,00
CDG Actions	Rabat	19 309	19 309	100,00	1 930 900,00	1 930 900,00	1 930 900,00
Abdelaziz BENJELLOUN		26	26	100,00	2 600,00	2 600,00	2 600,00
Abderrahim LHASSANI		1	1	100,00	100,00	100,00	100,00
<b>TOTAL</b>		<b>1 019 375</b>	<b>1 019 375</b>		<b>101 937 500,00</b>	<b>101 937 500,00</b>	<b>101 937 500,00</b>

*En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA*

## II.5.13. TABLEAUX D'AFFECTATION DES RESULTATS INTERVENUE AU COURS DES TROIS DERNIERS EXERCICES

### **Tableau d'affectation des résultats intervenue au cours de l'exercice 2007**

A. Origine des résultats à affecter	Montant	B. Affectation des résultats	Montant
Report à nouveau	-255 040 253,54	Réserve légale	0,00
Résultats nets en instance d'affectation	0,00	Autres réserves	0,00
Résultat net de l'exercice 2006	-16 743 864,07	Tantièmes	0,00
Prélèvements sur les réserves	0,00	Dividendes	0,00
Autres Prélèvements	0,00	Autres affectations	0,00
		Report à nouveau	-271 184 117,61
<b>TOTAL</b>	<b>-271 784 117,61</b>	<b>TOTAL B</b>	<b>-271 184 117,61</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

### **Tableau d'affectation des résultats intervenue au cours de l'exercice 2006**

A. Origine des résultats à affecter	Montant	B. Affectation des résultats	Montant
Report à nouveau	-240 084 541,15	Réserve légale	0,00
Résultats nets en instance d'affectation	0,00	Autres réserves	0,00
Résultat net de l'exercice 2005	-14 955 712,39	Tantièmes	0,00
Prélèvements sur les réserves	0,00	Dividendes	0,00
Autres Prélèvements	0,00	Autres affectations	0,00
		Report à nouveau	-255 040 253,54
<b>TOTAL</b>	<b>-255 040 253,54</b>	<b>TOTAL B</b>	<b>-255 040 253,54</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

### **Tableau d'affectation des résultats intervenue au cours de l'exercice 2005**

A. Origine des résultats à affecter	Montant	B. Affectation des résultats	Montant
Report à nouveau	-205 849 352,09	Réserve légale	0,00
Résultats nets en instance d'affectation	0,00	Autres réserves	0,00
Résultat net de l'exercice 2004	-136 172 689,06	Tantièmes	0,00
Prélèvements sur les réserves	0,00	Dividendes	0,00
Autres Prélèvements	0,00	Autres affectations	0,00
		Report à nouveau	-342 022 041,15
<b>TOTAL</b>	<b>-342 022 041,15</b>	<b>TOTAL B</b>	<b>-342 022 041,15</b>

En dirhams - Source : Papelera de Tetuan SA

## II.5.14. DATATION ET EVENEMENTS POSTERIEURS A L'EXERCICE 2007

### Datation

Date de clôture (1)	31/12/2007
Date d'établissement des états de synthèse (2)	31/01/2008
(1) Justification en cas de changement de la date de clôture de l'exercice	
(2) Justification en cas de dépassement du délai réglementaire de trois mois prévus pour l'élaboration des états de synthèse	

Source : *Papelera de Tetuan SA*

### Evénements nés postérieurement à la clôture de l'exercice 2007

Dates	Indication des événements
	- Favorables Néant
	- Défavorables Néant

Source : *Papelera de Tetuan SA*

### **III. RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX COMPTES DANS LE CADRE DE LA FUSION ABSORPTION PAR LA SOCIETE DE SAFRIPAC SA**

En notre qualité de Commissaires aux Comptes de votre Société et conformément aux dispositions de l'article 233 alinéa 3 de la loi 17-95 relative aux sociétés anonymes telle que modifiée par la loi 20-05, nous vous présentons notre rapport sur le projet de fusion-absorption par la société Papelera de Tetuan (l'absorbante) de la société Safripac (l'absorbée); opération de fusion-absorption sur laquelle vous êtes appelés à vous prononcer.

Votre Conseil d'Administration est chargé selon ladite loi notamment d'arrêter le projet de fusion et d'en justifier les motifs, et les modalités dans un rapport écrit qui est mis à votre disposition. Notre mission consiste à vérifier que la valeur relative attribuée aux actions des sociétés par votre Conseil d'Administration est pertinente et que le rapport d'échange est équitable. Nous avons effectué notre mission conformément aux diligences requises en la matière.

Ainsi, nous avons examiné les procès-verbaux des Conseils d'Administration de Papelera de Tetuan en date du 22 et 29 juillet 2008 et, 31 octobre 2008 ayant proposé l'opération de fusion-absorption sus-mentionnée ainsi que le rapport du Conseil d'Administration de Papelera de Tetuan destiné à votre Assemblée Générale Extraordinaire laquelle aura pour objet de valider ladite opération de fusion-absorption. Nous avons également examiné le traité de fusion et l'avenant y afférent signés par les deux sociétés respectivement en dates du 24 septembre 2008 et du 31 octobre 2008 au terme desquels la société Safripac fera apport à la société Papelera de Tetuan de l'universalité de son patrimoine tel que décrit et énuméré en annexe au traité de fusion.

La fusion-absorption sera réalisée sur la base des comptes du dernier exercice social clos de chaque société, soit le 31 décembre 2007 pour la société Papelera de Tetuan et le 31 mars 2008 pour la société Safripac, avec pour date d'effet le 1<sup>er</sup> avril 2008 et sera conclue sous les conditions suspensives énoncées au niveau du traité de fusion qui sont les suivantes :

- L'obtention de l'ensemble des autorisations légales et réglementaires requises pour la réalisation de la dite opération de la part des autorités marocaines ;
- L'obtention des accords de tiers (banques, etc.) requis pour la réalisation de la dite opération et des mainlevées sur les actifs à transférer par la société Safripac ;
- L'obtention des mainlevées de tous les cautionnements personnels consentis par la famille SEFRIQUI en garantie des dettes de la société Safripac ; et
- L'accord des organes sociaux compétents de chacune des deux sociétés.

Nous avons également revu les méthodes d'évaluation des deux sociétés et leurs valorisations par des experts évaluateurs indépendants mandatés à cet effet par votre Société ainsi que le rapport d'échange qui en découle lesquels sont décrits dans le rapport de votre Conseil d'Administration. Il ressort de ce rapport notamment ce qui suit :

- La valeur de l'action de la société Papelera de Tetuan a été évaluée à 165,5 dirhams et celle de l'action de la société Safripac à 940,72 dirhams soit un rapport d'échange de 19 actions Safripac pour 108 actions Papelera de Tetuan ;
- Les éléments d'actif et de passif de la société Safripac seront apportés pour leur valeur nette comptable au 31 mars 2008, à l'exception de certains éléments qui ont fait l'objet d'une réévaluation et du fonds de commerce qui a fait l'objet d'une évaluation conventionnelle. Le montant total de l'actif et du passif de la société Safripac dont la transmission est prévue à la société Papelera de Tetuan s'élève ainsi respectivement à 481 165 309 dirhams et à 222 446 202 dirhams, soit un montant d'actif net apporté par la société Safripac de 258 699 107 dirhams ;
- En rémunération de la transmission par la société Safripac de l'ensemble de son patrimoine évalué à 258 699 107 dirhams, la société Papelera de Tetuan créera 1 563 180 actions nouvelles d'une valeur nominale de 100 dirhams chacune, à attribuer aux actionnaires de la société Safripac, suivant le rapport d'échange sus-mentionné ;
- En conséquence, la différence entre le montant de l'augmentation de capital de la société Papelera de Tetuan et le montant de l'apport d'actif net fait par la société Safripac sus-mentionnés, soit 102 381 107 dirhams, représentera le montant de la prime de fusion.



En conclusion, les vérifications auxquelles nous avons procédé nous ont permis de constater que la valeur attribuée aux actions des deux sociétés participant à cette opération de fusion-absorption est pertinente et que le rapport d'échange est équitable. Nous avons également vérifié que le montant de l'actif net apporté par la société Safripac est au moins égal au montant de l'augmentation de capital prévu par la société Papelera de Tetuan.

**Les Commissaires aux Comptes**  
**PricewaterhouseCoopers et KPMG**