Secteur : Distribution

Cours au 17/08/2010 : 133,400D

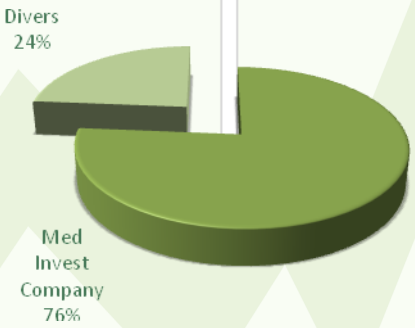
Nominal : 5D

Nombre de titres : 2 296 250 titres

Capital social : 11 481 250D

Capitalisation boursière : 306,3 MD

Structure du capital



Chiffres clés :

ROE $_{2009}$: -3,7%

PE $_{2009/2010}$: NS / 38,2

P/BV $_{2009}$: 7,5

Div Yield = 0%

Points clés :

- Doyen du secteur de la distribution avec plus de 80 ans d'expérience ;
- Actionnariat de référence avec une bonne assise financière ;
- Secteur fortement concurrentiel avec des marges en constante compression ;
- Un programme de restructuration entamé depuis la privatisation et qui commence à porter ses fruits ;
- Une offre enrichie grâce au rachat du groupe BHM Promogro visant à faire du groupe le 3ème pôle de distribution ;
- Un plan de gestion des ressources humaines très efficace ;
- Une structure financière caractérisée par un fort endettement ayant financé la croissance du groupe;
- Renouement avec les bénéfices pour la société mère après 3 années déficitaires ;
- De nombreuses opportunités de développement grâce à l'ouverture prévue d'un hypermarché en 2012 et des investissements ciblés qui devraient faire passer au groupe un nouveau cap ;

Opinion : **Renforcer sa position pour un investissement à moyen et long terme.**

Contact : « Analyse & Ingénierie Financières »
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 860 189
E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

Présentation générale :

La chaîne des grandes surfaces Magasin Général (SMG) qui existe en Tunisie depuis le début des années 20, s'est développée suite à la fusion avec les Magasins Modernes en 1988.

En 2007, elle a été privatisée suite à la cession des entreprises publiques (OCT, BNA et STEG) de leurs participations dans le capital de la société au profit de la société MED INVEST COMPANY, consortium détenu par les groupes Bayahi (51%) et Poulina (49%). Ainsi, la nouvelle direction a adopté une stratégie de développement visant à faire de SMG le troisième pôle de la grande distribution en Tunisie disposant d'un réseau performant et d'une offre commerciale compétitive.

Pour réaliser cet objectif, SMG a mis en place un programme de développement s'articulant autour des axes suivants :

- Rénovation des magasins existants et création de nouveaux points de vente ;
- Modernisation des modes de gestion et d'exploitation ;
- Perfectionnement des compétences internes et recrutement de professionnels de haut niveau.

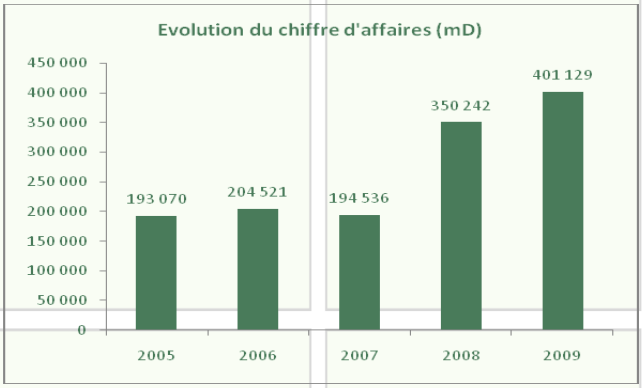
En 2008, la direction de SMG a pris la décision stratégique d'acquérir 100% du capital de la société BHM Promogro moyennant un coût global de 83MD. Le financement de cette acquisition s'est effectué moyennant une augmentation de capital de 37,5MD, un crédit bancaire à raison de 37MD et le reliquat (8,5MD) par autofinancement.

L'acquisition de BHM Promogro permettra à SMG de disposer d'un véritable concept destiné aux professionnels qui viendra compléter l'offre existante sous l'enseigne Magro. L'apport additionnel en chiffre d'affaires viendra consolider les objectifs de SMG et lui permettra de se replacer parmi les sociétés leaders de la distribution organisée.

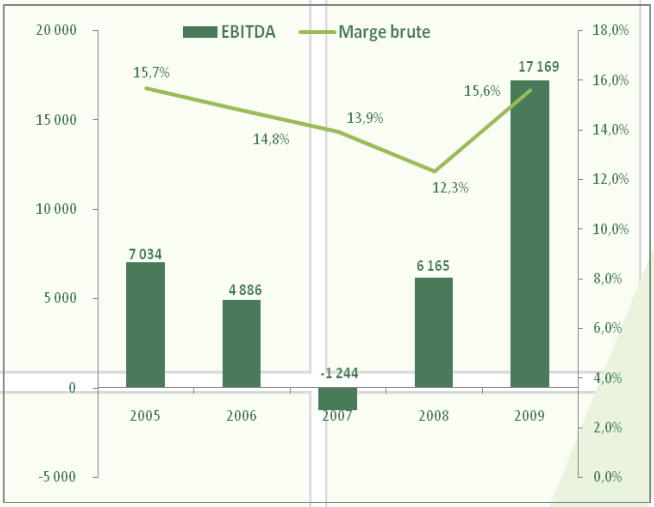
SMG est également la société mère d'un groupe incluant 7 sociétés :

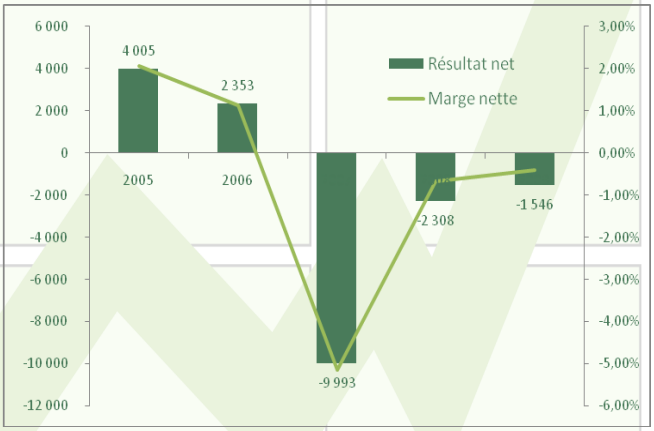
- La société Immobilière Magasin Général (IMG) spécialisée dans la promotion immobilière et qui, outre la réalisation des projets immobiliers à usage d'habitation, commercial ou administratif, a pu contribuer à l'extension du réseau des points de vente de SMG et de CMG ;
- La société Immobilière Hafedh, spécialisée dans la promotion immobilière ;
- Le groupe BHM Promogro qui comprend les sociétés BHM Promogro, BHM distribution, BHM Immobilière et SS Auto.

Activité du groupe :



Le groupe Magasin Général a vu son chiffre d'affaires augmenter de près de 107% entre 2005 et 2009 passant ainsi de 193MD à plus de 401MD au 31/12/2009 grâce notamment à l'accroissement de l'activité de Magasin Général et du rachat du groupe BHM Promogro, permettant au groupe Magasin Général de se positionner davantage sur le marché du gros. Un petit creux a néanmoins été enregistré en 2007, année qui s'est caractérisée par un climat social perturbé ayant engendré une baisse du chiffre d'affaires de 4,8%.





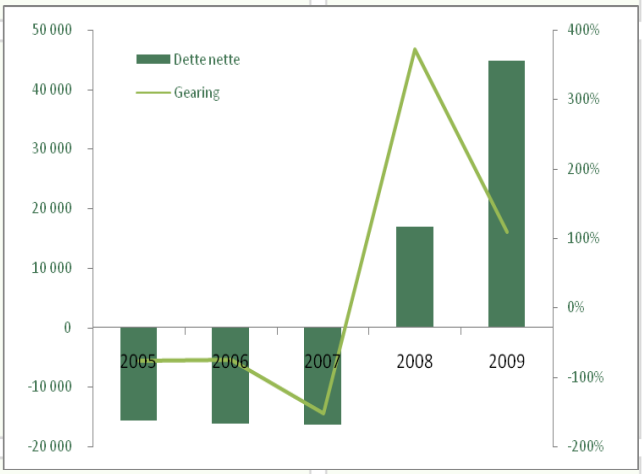
Le taux de marge brute a subi une détérioration durant les cinq dernières années, affichant seulement 12,3% en 2008 avant de se ressaisir en 2009 où il a atteint 15,6% soit le même niveau que celui enregistré en 2005. Cette nette amélioration en 2009 présage des résultats encore meilleurs pour les années à venir qui devraient se répercuter sur les taux de marge d'exploitation et de marge nette.

En ce qui concerne les charges du personnel, celles qui représentent l'un des principaux chantiers de la chaîne de distribution ont affiché une progression moyenne de 13,3% durant les dernières années. Un grand effort a été réalisé afin de faire baisser la masse salariale qui ne représente désormais plus que 7,2% du chiffre d'affaires du groupe contre 11% en 2007. Un niveau qui se rapproche de près du niveau de son concurrent direct, Monoprix (6%).

Pour sa part, l'EBITDA du groupe s'est inscrit en nette amélioration pour s'établir à 17,2MD en 2009 alors qu'il était en territoire négatif il y a de cela juste deux années. Cet exploit est le fruit de la restructuration du groupe entamée en 2007 et qui commence à générer ses fruits.

Le résultat net du groupe s'établit en 2009 à -1,5MD en raison de l'amortissement de l'écart d'acquisition du groupe BHM Promogro. On notera toutefois la progression du résultat depuis 2007 de +8,4 MD.

Situation financière du groupe :



En 2009, les capitaux propres du groupe Magasin Général ont augmenté considérablement suite à l'augmentation de capital de la société mère de 3,1MD avec une prime d'émission de 34MD. Les capitaux propres s'établissent désormais à 41MD, ce qui représente 17,2% du total bilan. Par contre, le groupe affiche une dette nette positive de 44,7MD qui a pratiquement doublé en 2009 suite à l'octroi d'un crédit bancaire pour financer l'acquisition de la chaine Promogro.

Le groupe affiche désormais un gearing de 109% contre une capacité d'endettement quasiment vierge il y a tout juste deux ans. Ce taux d'endettement risque de s'alourdir davantage les prochaines années surtout après l'autorisation de l'assemblée générale d'émettre des emprunts obligataires pour un montant total de 40MD et ce dans le but de financier les projets d'investissements futurs du groupe.

La structure financière du groupe se caractérise toujours par un fond de roulement négatif de -41MD mais en nette amélioration en 2009. Par contre, et étant donné la spécificité du secteur (la grande distribution), le groupe affiche un BFR négatif à -37 MD.
La situation s'est donc considérablement améliorée durant l'année 2009 grâce aux investissements effectués, mais elle est restée tout de même fragile. Ceci étant, grâce à une politique d'investissement ciblée et une gestion rigoureuse, le groupe devrait renouer dès les prochaines années avec une trésorerie positive et des exercices bénéficiaires.

Activité des principales sociétés du groupe :

Nous détaillerons ci-après l'activité des principales sociétés du groupe durant l'année 2009.

Société Magasin Général :

La société a réalisé un chiffre d'affaires hors taxes en 2009 de 219MD en augmentation de 21,5% par rapport à l'exercice 2008 où il n'était que de 180MD, mais cette augmentation de revenus n'a pas été la seule bonne nouvelle puisqu'elle a été accompagnée d'un regain dans la marge brute avec une marge de 16.1%, en augmentation de 1.2 points par rapport à l'année précédente. Tout ceci a permis à l'entreprise de renouer avec les bénéfices avec un résultat d'exploitation de 4,4MD en 2009 alors qu'il était de -4,4MD, une année auparavant. Le résultat net, quant à lui, a réussi à franchir la barre des 3MD soit une variation de +6,5MD par rapport à l'exercice 2008. La société affiche ainsi une rentabilité financière de 7,6%

Société Centrale Magasin Général :

Le chiffre d'affaires de l'entreprise a connu une hausse de 9,1% entre l'année 2008 et 2009 passant ainsi de 32,1MD au 31/12/2008 à 34,9MD au 31/12/2009. La marge brute a, elle aussi, enregistré une augmentation, passant de 11.1% en 2008 à 12,9% en 2009 soit une variation de +1,75 points. Par contre, l'augmentation des charges du personnel et autres dotations aux amortissements ont réduit le résultat d'exploitation qui passe ainsi de 170mD en 2008 à 70mD. Ceci étant, la société affiche quand même un résultat net de 1,3MD, en progression de 182% par rapport à l'année 2008 grâce aux produits financiers ainsi que de la plus value réalisée sur les titres SMG.

Société Immobilière Magasin Général :

L'activité technique de cette société a permis au groupe de mener à bien sa politique de rénovation de ses différents magasins. En effet, elle s'est occupée du remodeling light de 16 magasins et celui lourd de 7 autres. Elle garde quand même un résultat net d'exploitation positif de 80mD en nette progression par rapport à 2008 où il était de -144mD.

BHM PROMOGRO :

Avec un chiffre d'affaires consolidé de 151,9MD au 31/12/2009 en progression de 9,1% par rapport à 2008, la société confirme la bonne stratégie du groupe. Ainsi, bien que le résultat brut d'exploitation consolidé ait subi une légère baisse passant de 3,6MD en 2008 à 3,3MD en 2009, le résultat net consolidé a augmenté de 11,2% à 2,3MD grâce à une bonne maîtrise des charges.

Année 2010 et Perspectives d'avenir :

Durant le premier semestre 2010, la société mère SMG a vu son chiffre d'affaires H.T augmenter de 51,3% passant ainsi de 95,5MD au 30/06/2009 à plus de 144,5MD à la même date en 2010. De même, et grâce à l'ouverture des nouveaux points de vente d'El Kef et d'Ezzahra 2, la surface totale des points de vente a augmenté de 4,5% à 48 268m², soit 47 magasins répartis sur tout le territoire tunisien.

Pour l'année 2010 dans son ensemble, le management table sur un chiffre d'affaires de 288,7MD et un bénéfice net de 10,6MD pour la société mère : des chiffres que nous estimons très accessibles surtout au vu des réalisations du premier semestre 2010.

Au-delà de 2010, le management est très confiant quant aux résultats futurs surtout avec la hausse de la fréquentation des magasins ainsi que le panier moyen, ainsi que la politique d'investissement et d'expansion continue avec l'ouverture de nouveaux magasins et d'une nouvelle surface de stockage.

Le business plan de la société mère publié en 2009 lors de la dernière augmentation de capital devrait être respecté voir même dépassé au vu des résultats.

On notera aussi l'évolution importante du chiffre d'affaires en 2012 qui s'explique par l'ouverture d'un hypermarché.

Nous rappelons ci-dessous les principaux indicateurs :

(MD)	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
Chiffre d'affaires	219	288,7	378	567	672
Marge brute	16,1%	16,0%	16,2%	15,8%	15,3%
Résultat d'exploitation	4,4	11,9	20,5	32,4	42,8
Marge opérationnelle	2%	4,1%	5,4%	5,7%	6,4%
Résultat net	3,6	10,6	15,4	24,4	32,1
Marge nette	1,6%	3,7%	4,1%	4,3%	4,8%

En terme consolidé, nous estimons un bénéfice meilleur que les années précédentes et qui va certainement être boosté par l'activité de BHM PROMOGRO surtout après la nouvelle stratégie mise en place par le management visant à faire du groupe Magasin Général, le troisième pôle de distribution alimentaire en Tunisie (après Carrefour – Groupe CHAIBI et Monoprix – Groupe MABROUK). Ainsi, le groupe devrait voir ses revenus augmenter de 24% en moyenne durant les quatre prochaines années passant de 401MD en 2009 à environ 498MD en 2010 où on estime un bénéfice consolidé de 8 MD. De même, on prévoit une compression de la marge brute à cause d'un environnement toujours plus concurrentiel. Le groupe devrait atteindre toutefois son objectif de marge nette à 3,5% d'ici 2013.

Aspect boursier :

Avec plus de 448 mille titres traités durant l'année 2009 et plus de 90 mille durant le premier semestre 2010 sur un total de 2 296 000 titres que compte la société, l'action Magasin Général est une valeur assez liquide malgré un prix d'achat qui pourrait rebuter plus d'un petit porteur. Le total des capitaux échangés a atteint les 36,7MD durant l'année écoulée soit 1,7% du total des capitaux échangées sur la place durant l'année.

Ce signe de bonne santé a permis à la valeur de continuer son trend haussier débuté en 2008. Alors qu'il ne valait que 20 dinars courant janvier 2006, le titre a commencé à engranger les performances à la hausse suite à des rumeurs concernant la privatisation de la société. Une fois la privatisation achevée, le cours n'a cessé de bondir de seuil en seuil atteignant les 58 dinars à l'orée de 2009 et les 130 dinars début 2010.

Au 17/08/2010	Quantités échangées	Capitaux échangés (mD)	Performance
1 mois	10 402	1 380	+1,4%
6 mois	71 796	9 177	+1,8%
1 an	296 219	37 121	+47,9%

On notera aussi les bonnes performances de l'entreprise, qui, après trois exercices déficitaires, devrait enfin renouer avec les bénéfices dès 2010. Ainsi, le titre est valorisé actuellement à 38x ses bénéfices de l'année 2010 ce qui le rapproche davantage de son concurrent direct, Monoprix (32,4x) et qui devrait susciter un intérêt pour le titre.

De ce fait, et grâce à une croissance soutenue et de meilleurs résultats, la situation du groupe devrait s'assainir considérablement dans les prochaines années redonnant ainsi confiance aux investisseurs désireux d'accompagner le développement de l'entreprise. Ceci reste tout de même tributaire de l'ouverture d'un hypermarché en 2012 : une stratégie de croissance indéniable afin d'être présent sur la sphère de la distribution alimentaire.

En prenant compte de toutes ces remarques, **nous recommandons de renforcer la position sur le titre pour un horizon d'investissement à moyen et long terme.**