New Body Line sur le marché alternatif

11/04/2013

Secteur : Industrie textile

Nombre d'actions offertes: 1 575 000 actions

Prix : 8,500 Dinars (Nominal = 1 Dinar)

Jouissance des actions : 1er Janvier 2012

Capitalisation boursière après OPF : 32,1MD

Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Famille REJEB	100%	58,3%
Public	-	41,7%
Total	**100%**	**100%**

Chiffres clés :

ROE $_{2012e/2013e}$**:** 63,7% / 25,9%

PE $_{2012e/2013e}$: 15,4x / 12,9x

P/BV $_{2012e/2013e}$: 6,0x / 2,6x

Div Yield = 3,2%

Opinion: Souscrire à l'OPF

But de l'introduction en bourse :

- Financer le programme d'investissement axant sur l'élargissement de la gamme des produits et la diversification du portefeuille clients
- Accroitre la notoriété de la société ;
- Accéder à de nouvelles sources de financement.

Points clés :

- Unique entreprise en Afrique du Nord produisant des vêtements sans couture selon la technologie SANTONI ;
- Savoir faire technologique maîtrisé et outil de production performant et à la pointe du progrès ;
- Dépendance envers le client LYTESS accaparant à lui plus de 80% du volume d'activité ;
- Une capacité d'endettement quasiment vierge permettant de financer les investissements futurs ;
- Une forte expansion de l'activité durant ces dernières années générant une marge nette de 29% et une rentabilité financière de 66% ;
- Des perspectives de développement très prometteuses et une stratégie future centrée sur le lancement de nouveaux produits à forte technicité et valeur ajoutée plus élevée ;
- Une valorisation représentant 15,4 fois les bénéfices estimés pour 2012 et 12,9 fois ceux projetés pour 2013 jugée attrayante par l'ensemble du marché ;
- Un rendement en dividende de 3,2% contre 2,2% pour l'ensemble de la place

Contact : « Analyse & Ingénierie Financières »
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 656 299
E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

1- Caractéristiques de l'offre

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 945 000 actions anciennes qui seront cédées par les actionnaires actuels, représentant 25% du capital après réalisation de l'introduction et 630 000 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 16,7% du capital après augmentation. Au total, l'offre porte sur 1 575 000 actions soit 41,7% du capital après réalisation de l'opération.

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles et anciennes : 8,500 dinars, soit une valeur nominale de 1 dinar et une prime d'émission de 7,500 dinars

Montant de l'opération : 13 387 500 dinars

Période de souscription : du 8 au 22 avril 2013 inclus

Jouissance des actions : Les actions nouvelles et anciennes porteront jouissance à partir du 1er janvier 2012

Offre proposée : Les 1 575 000 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

Offre à prix ferme

Une Offre à Prix Ferme qui s'effectuera en termes de quotités d'actions composées chacune de deux actions nouvelles à souscrire en numéraire et de trois actions anciennes, soit un total de 165 000 quotités offertes réparties comme suit :

Catégories	Part d'allocation	Nombre de quotités	Nombre d'actions allouées		Montant (en dinars)
			Nombre d'actions anciennes	Nombre d'actions nouvelles	
Catégorie A : OPCVM sollicitant au minimum 500 quotités et au maximum 37 800 quotités tout en respectant les dispositions légales notamment celles concernant les ratios prudentiels.	30%	49 500	148 500	99 000	2 103 750
Catégorie B : Institutionnels autres que les OPCVM sollicitant au minimum 500 quotités et au maximum 37 800 quotités.	15%	24 750	74 250	49 500	1 051 875
Catégorie C : Personnes physiques ou morales, Tunisiennes ou étrangères autres qu'institutionnels sollicitant au minimum 251 quotités et au maximum 3 780 quotités.	25%	41 250	123 750	82 500	1 753 125
Catégorie D : Personnes physiques ou morales, Tunisiennes ou étrangères sollicitant au minimum 25 quotités et au maximum 250 quotités	30%	49 500	148 500	99 000	2 103 750
Total	**100%**	**165 000**	**495 000**	**330 000**	**7 012 500**

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre de quotités qui ne peut être inférieur à 25 quotités correspondant à 50 actions nouvelles et à 75 actions anciennes, ni supérieur à :

- 0,5% du capital social après augmentation, soit 3 780 quotités pour les non institutionnels ;
- 5% du capital social, soit 37 800 quotités pour les institutionnels.

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

Pour les catégories A, B et C: Les demandes d'acquisition seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation de chaque catégorie, déterminé par le rapport quantité offerte/ quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement;

Pour la catégorie D : Les demandes d'acquisition seront satisfaites égalitairement par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie D puis à la catégorie C, puis à la catégorie B, puis la catégorie A.

Placement garanti

essentiellement auprès d'institutionnels tunisiens et/ou étrangers et portant sur 150 000 quotités correspondant à 450 000 actions anciennes et 300 000 actions nouvelles à émettre en numéraire et représentant 47,6% du total des actions à émettre et 19,8% du capital après augmentation.

Les souscripteurs au placement garanti s'engagent à ne pas céder 75% de leurs titres en bourse pendant une période d'une année à partir de la date de la première cotation en bourse .

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 5% du capital social après augmentation correspondant à 37 800 quotités.

Les souscripteurs dans le placement garanti n'auront pas le droit de souscrire dans le cadre de l'OPF.

Les souscriptions dans le cadre du placement garanti sont centralisées auprès syndicat de placement composé de TSI et Attijari Intermédiation et dirigé par TSI come étant chef de file.

Contrat de liquidité : Portant sur 1 000 000 dinars et 175 000 actions pour une période de 6 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions New Body Line.

Avantage fiscal :

Les souscripteurs à la présente augmentation de capital bénéficient de la déduction des revenus ou bénéfices réinvestis ou bénéfices nets à l'IRPP ou l'IS, tout en respectant le minimum d'impôt prévu par les articles 12 et 12bis de la loi 89-114 du 30/12/1989.

2- Présentation de la société New Body Line :

La société New Body Line a été créée en Septembre 2000 à l'initiative de M. Karim REJEB aux côtés de SPPI SICAR et FOPRODI et dont leur participation a été rachetée par le promoteur en 2009.

Elle se positionne sur plusieurs branches du secteur textile habillement, à savoir le finissage, la confection et la bonneterie avec une spécialisation dans la production d'articles sans couture grâce à la technologie de tricotage numérique.

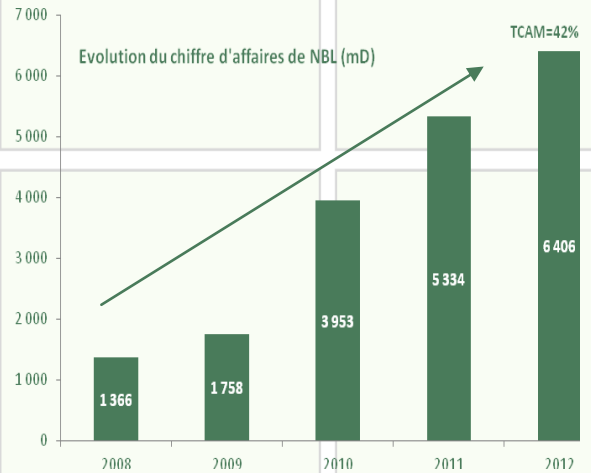
Durant les dernières années, New Body Line s'est engagée dans la production de vêtement intelligents qui accaparent actuellement plus de 80% du volume d'activité et dont le principal donneur d'ordre est la firme multinationale LYTESS à travers sa filiale tunisienne WAT (Worthwear Active Technology).

New Body Line est l'unique entreprise en Afrique du Nord produisant des vêtements sans couture selon la technologie SANTONI. Elle n'a pas de concurrents à l'échelle nationale mais les principaux industriels européens concurrents à NBL étant : le français EM BIOTECH, l'espagnol JOVI TEXTIL SL, et les trois italiens VARTES SRL, PLUS SRL UNIPERSONALE et CAZIFICIO SAN BA.

New Body Line dispose d'un savoir faire technologique très bien maîtrisé et d'un outil de production performant et à la pointe du progrès. elle est certifiée OEKO-TEX Standard 100 Classe II par l'organisme de contrôle européen CITEV.

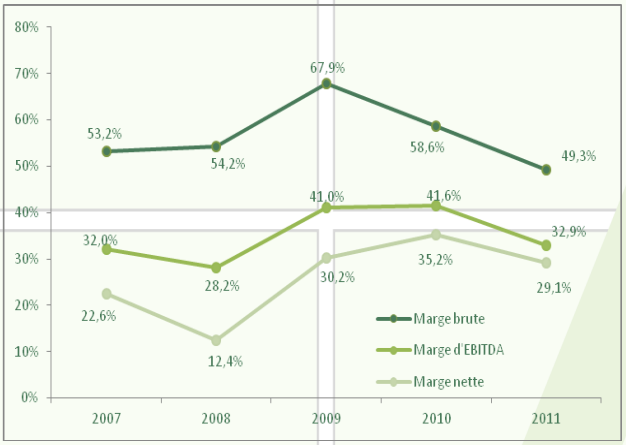
New Body Line dispose d'une équipe de 186 employés avec une capacité nominale de production de deux millions de pièces par an.

3- Activité de New Body Line :



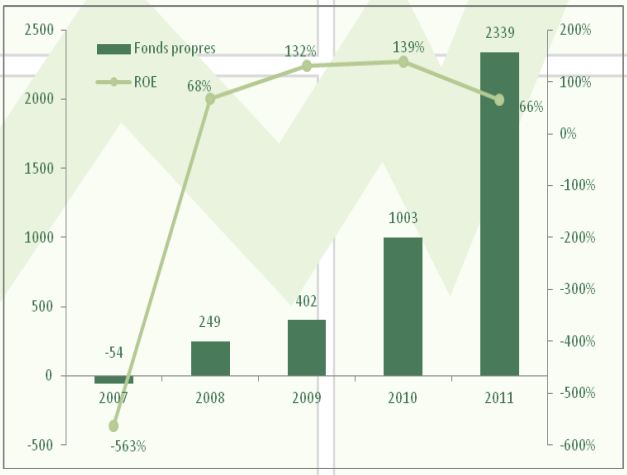
Durant les 5 dernières années, le chiffre d'affaires de la société a affiché une croissance annuelle moyenne de 42% pour s'établir à 6,4MD en 2012 contre seulement 1,3MD en 2007. L'essentiel des revenus de la société provient de la gamme « Lingerie intelligente » dont la part de représentativité au niveau du chiffre d'affaires est de 86%.
La majorité des ventes de la société est destinée au marché local (95%), mais la société est autorisée en vertu de la réglementation fiscale à écouler une partie de sa production sur le marché local.

Etant une entreprise industrielle, la société s'approvisionne essentiellement de fil de coton dont le prix a quintuplé durant la période 2009-2011 et ce en raison d'une demande excédant largement l'offre. Ceci a fortement impacté la marge brute de la société qui s'est dépréciée de 180pb à 49,3% en 2011 contre 67,9% en 2009.
Consciente de cet impact négatif et afin d'être plus compétitive et de fidéliser sa clientèle, la société n'a répercuté la hausse des intrants que sur le prix de vente des produits nouvellement lancés en 2011.



Par ailleurs, la masse salariale a cru en moyenne de 34% durant la période 2008-2011 et ce en raison du renforcement de l'effectif pour l'unité de teinture ainsi que l'atelier de confection. Toutefois, l'évolution plus forte des revenus a permis de maîtriser le ratio FP/CA qui s'est stabilisé à 13% : ceci dénote d'une meilleure productivité de la société.

Suivant le même rythme que la croissance de l'activité, l'EBITDA a affiché un taux de croissance annuel moyen de 53% sur la période 2007-2011. Le bénéfice net de New Body Line s'établit désormais à 1,5MD en 2011 alors qu'il était à seulement 0,3MD en 2007 affichant ainsi une marge nette très appréciable de 29,1%.



Au niveau de l'équilibre financier, la société se caractérise par une structure financière très saine, une trésorerie largement excédentaire et une rentabilité financière très confortable de l'ordre de 66%. De plus, la société dispose d'une capacité d'endettement vierge qui lui permet de financer ses futurs programmes d'investissement.

4- Stratégie de développement :

Les orientations stratégiques de New Body Line s'articulent autour des axes suivants:

→ Développement de nouvelles gammes de produits à forte technicité et à forte valeur ajoutée ;

→ Diversification du portefeuille clientèle afin de ne plus être dépendante d'un seul client et ce à travers la mise en place d'une nouvelle structure commerciale capable de prospecter une nouvelle clientèle. L'objectif étant de multiplier les clients de la société dans des produits différents pour atteindre une part de 35% du chiffre d'affaires d'ici 2017 ;

Afin d'accompagner sa stratégie de développement, un plan d'investissement a été prévu pour la période 2013-2014, portant sur une enveloppe de 6,2MD et qui consiste essentiellement en l'acquisition d'un brevet

pour la production des produits micro capsules (2MD), ainsi que l'extension de l'atelier tricotage pour 1,9MD.

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

→ ***Compte de résultat :***

	Historique			Prévisionnel						
(en mD)	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	TCAM 2013-2017
Chiffre d'affaires	**1 758**	**3 953**	**5 334**	**5 650**	**6 700**	**8 618**	**10 774**	**13 093**	**13 396**	
Evolution	*28,7%*	*124,9%*	*35,0%*	*5,9%*	*18,6%*	*28,6%*	*25,0%*	*21,5%*	*2,3%*	*19,2%*
-Achats consommés	564	1 635	2 704	2 010	2 500	2 624	3 483	4 516	4 842	
= Marge Brute	**1 194**	**2 318**	**2 630**	**3 640**	**4 200**	**5 994**	**7 292**	**8 577**	**8 553**	
Evolution		*94,2%*	*13,5%*	*38,4%*	*15,4%*	*42,7%*	*21,7%*	*17,6%*	*-0,3%*	*19,4%*
Taux de marge brute	**67,9%**	**58,6%**	**49,3%**	**64,4%**	**62,7%**	**69,5%**	**67,7%**	**65,5%**		
- Autres charges d'exploitation	129	188	215	366	428	536	657	788	820	
- Charges de personnel	370	518	696	906	1 058	1 337	1 652	1 999	2 070	
+ Autres produits d'exploitation	26	33	35							
= EBITDA	**721**	**1 645**	**1 755**	**2 368**	**2 714**	**4 121**	**4 982**	**5 790**	**5 663**	
Evolution		*128,1%*	*6,7%*	*34,9%*	*14,6%*	*51,8%*	*20,9%*	*16,2%*	*-2,2%*	*20,3%*
Marge d'EBITDA	**41,0%**	**41,6%**	**32,9%**	**41,9%**	**40,5%**	**47,8%**	**46,2%**	**44,2%**	**42,3%**	
Frais de personnel / CA	**21,0%**	**13,1%**	**13,0%**	**16,0%**	**15,8%**	**15,5%**	**15,3%**	**15,3%**	**15,5%**	
-Dot. Amort. et Prov.	159	221	186	207	206	863	936	929	881	
= Résultat d'exploitation	**562**	**1 423**	**1 569**	**2 161**	**2 508**	**3 258**	**4 046**	**4 861**	**4 782**	
Evolution		*153,4%*	*10,2%*	*37,8%*	*16,0%*	*29,9%*	*24,2%*	*20,1%*	*-1,6%*	*17,7%*
Marge opérationnelle	**32,0%**	**36,0%**	**29,4%**	**38,2%**	**37,4%**	**37,8%**	**37,6%**	**37,1%**	**35,7%**	
- Charges financières nettes	19	31	27	57	67	86	108	131	134	
+/- Autres Eléments ordinaires	1	17	26		80	150	200	320	440	
= Résultat courant avant impôt	**543**	**1 409**	**1 568**	**2 105**	**2 521**	**3 322**	**4 138**	**5 050**	**5 088**	
Evolution		*159,5%*	*11,2%*	*34,2%*	*19,8%*	*31,8%*	*24,6%*	*22,0%*	*0,7%*	*19,8%*
- Impôts sur les bénéfices	13	19	14	21	26	43	56	83	107	
= Résultat net	**531**	**1 390**	**1 554**	**2 083**	**2 495**	**3 279**	**4 083**	**4 967**	**4 981**	
Evolution		*162,0%*	*11,8%*	*34,1%*	*19,7%*	*31,4%*	*24,5%*	*21,7%*	*0,3%*	*19,5%*
Marge nette	**30,2%**	**35,2%**	**29,1%**	**36,9%**	**37,2%**	**38,0%**	**37,9%**	**37,9%**	**37,2%**	

→ *Structure financière :*

	Historique			Prévisionnel					
(en mD)	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p
Endettement net	361	-4	-1 627	-2 642	-1 729	-5 555	-8 348	-11 576	-14 858
Gearing	38,7%	-0,2%	-41,8%	-49,4%	-14,2%	-39,3%	-50,4%	-59,5%	-67,7%
ROE	131,8%	138,6%	66,4%	63,7%	25,9%	30,2%	32,7%	34,3%	29,4%
FR	524	1 577	2 693	4 034	7 364	7 649	10 962	14 747	18 102
BFR	549	1 343	896	1 376	5 631	2 094	2 614	3 171	3 244
TN	-25	234	1 797	2 659	1 733	5 555	8 348	11 576	14 858

Partant de ce qui précède :

- Le business plan de la société nous paraît très réalisable. La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires pour les cinq prochaines années s'établit à 19,2% contre une évolution moyenne durant les dernières années de 63%. Le chiffre d'affaires de la société devra doubler d'ici 2015 à 10,8MD.
  Il est important de signaler qu'en 2012, la société a largement respecté ses objectifs escomptés puisque le chiffre d'affaires effectivement réalisé s'établit à 6,4MD contre 5,7MD projeté, soit +13,4%.
  Sur la période du business plan, nous demeurons optimises quant à la croissance projetée et nous estimons que la société serait en mesure de réaliser ses objectifs voir même les dépasser et ce en vertu du savoir technique très bien maitrisé ainsi que la forte demande à l'échelle internationale pour les produits intelligents ;

- La marge brute devrait se situer aux alentours de 65% durant la période prévisionnelle ;

- L'accroissement du volume d'activité couplé avec une amélioration de la marge d'EBITDA permettra à la société d'afficher un bénéfice net de 2,5MD en 2013 contre 1,5MD en 2011. New Body Line devra afficher une marge nette de 37,2% en 2017 contre seulement 11,8% actuellement. Nous demeurons très optimistes quant à l'évolution de ces marges et le respect du business plan que le management considère très conservateur ;

- Le cash généré de l'augmentation de capital permettra de recapitaliser la structure financière de la société. la rentabilité financière va être diluée à 26% en 2013 contre 66% en 2011, mais un niveau qui demeure tout de même très confortable.

6- Evaluation

L'évaluation de la société New Body Line a été réalisée par le cabinet BDO Tunisie sur la base du business plan pour une période allant de 2012 à 2017.

L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :
- La méthode d'actualisation des Cash Flow Futurs (DCF) ;
- La méthode de Goodwill ;
- La méthode de la capitalisation de la capacité bénéficiaire.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :
- Un taux sans risque de 6,2% ;
- Un taux de rendement moyen du marché de 12% ;
- Un béta désendetté de 1.

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

(mD)	Valeur des fonds propres
DCF	27 588
Goodwill	35 879
Actualisation des bénéfices futurs	35 451
Moyenne	**32 973**
Prix par action	10,467
Décote	-18,8%

7- Prix proposé et recommandation

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une capitalisation de 33MD soit une valeur par action de 10,467 dinars, offrant ainsi une décote de 19% par rapport au prix d'émission.

Avec un prix d'introduction de 8,500D (1D de nominal et 7,500D de prime d'émission), le titre est valorisé à 15,4fois les bénéfices estimés pour 2012 et 12,9 ceux projetés pour 2013 : une valorisation que nous jugeons attractive par rapport à l'ensemble du marché qui se traite actuellement à xxx pour 2012 et xxx pour 2013.

Le titre offre un rendement en dividende de 3,2%. Il y a lieu de signaler que les nouvelles actions émises dans le cadre de cette augmentation de capital auront droit au dividende distribué au titre de l'exercice 2012. Le dividende prévu est de 0,275D par action, soit un pay out de 50%.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF.