

Acheter

Investir en « bon père de famille »

Référence nationale dans l'industrie du bois, MPBS a continué à croître et à améliorer ses marges malgré la crise qui touche le secteur du bâtiment. Le groupe tire profit d'un bon mix produit, d'une politique de contrôle des charges et d'une diversification 'métier' qui commence à se faire ressentir sur les résultats.

Adossé à un bilan solide, le groupe MPBS s'arme pour devancer ses concurrents; il finalise ses investissements et s'organise pour trouver des niches de rentabilité.

En Bourse, le titre MPBS a été exemplaire avec un respect minutieux du Business Plan, ce qui lui a permis de gagner la confiance des investisseurs et de progresser de 21% depuis son introduction.

Géré en bon père de famille, MPBS constitue une opportunité de placement à faible profil de risque et aux perspectives intéressantes. La valorisation est attrayante (P/E_{2015e} de 10.7x) comparativement à la moyenne du marché (12.6x). **Nous recommandons l'achat du titre.**

• Prix : 6.850 DT

• Capitalisation Boursière :

42 MDT

	MPBS / Marché	
PER _{2015e}	10,7	12,6
PER _{2016e}	9,8	12,3
P/B ₂₀₁₄	1,5	2,0
Yield _{2015e}	3,8%	3,2%
Performance _{YTD}	-3%	12%
ROE ₂₀₁₄	17%	

■ Présentation du Groupe MPBS:

Spécialisée dans la production de panneaux de bois, la société MPBS a connu un développement soutenu et régulier depuis sa création en 1980 pour devenir l'un des plus importants acteurs tunisiens (part de marché de 30%).

Le panneau de bois est destiné aux industriels du bois et plus généralement au secteur du bâtiment et de l'ameublement (pour la fabrication de portes, de meubles, de cuisines, de dressings, d'habillage de murs, etc...).

A côté de son métier de base, MPBS est présent dans deux autres activités connexes, liés au secteur du bâtiment, et qui contribuent en moyenne à hauteur de 20% du CA et du résultat net :

- Le commerce de portes et parquets, en représentation de marques étrangères;
- L'installation et le commerce de panneaux photovoltaïques.

■ Analyse financière du Groupe MPBS

Malgré le contexte difficile de la période post Révolution, MPBS a poursuivi sa croissance avec une évolution moyenne de 17% par an du chiffre d'affaires. Cette performance est d'autant plus louable que le groupe écoule la quasi intégralité de sa production sur le marché local et ne bénéficie pas d'un effet change en conséquence.

Sans vouloir négliger les marchés à l'export, le management a historiquement fait le choix de combler en priorité le marché local, moins volatile et où les marges sont plus élevées.

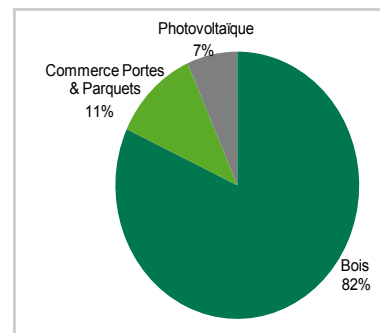
A l'image de la plupart des industriels, MPBS a fait face ces dernières années à un contexte pénalisant en matière d'approvisionnement avec la dépréciation du Dinar. Le taux de marge brute du groupe n'a pas décliné pour autant, bien au contraire. Et les explications sont triple : (1) le recentrage de l'activité sur les panneaux plaqués, plus rémunérateurs, (2) l'augmentation des prix de vente et (3) la plus forte contribution des filiales dont les marges sont supérieures de 7 points de taux par rapport à l'activité de bois.

Actionnariat :

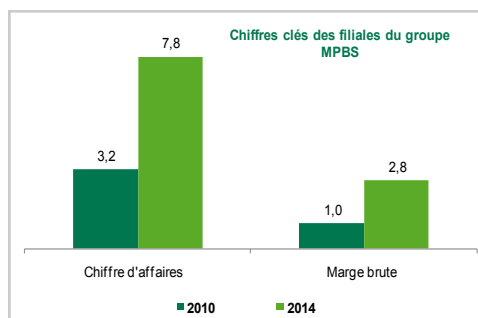
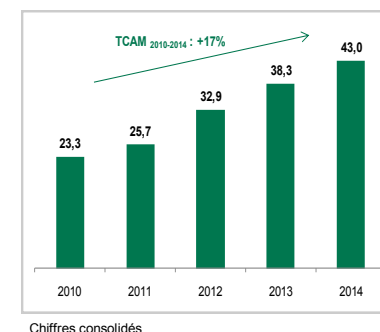
Famille Sellami : 66%

Public : 34%

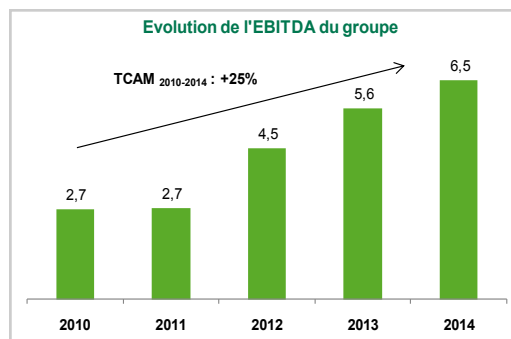
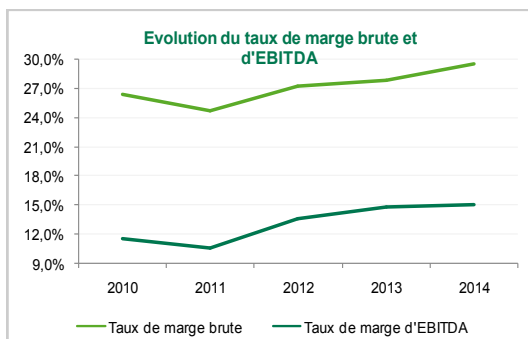
Structure du CA du groupe MPBS



Une croissance soutenue du chiffre d'affaires malgré la crise



Ces éléments, couplés à une bonne maîtrise des charges - dans un contexte pourtant marqué par les sollicitations salariales - a permis au groupe de **plus que doubler son EBITDA en quatre ans!** Peu d'investisseurs auraient parié sur de telles performances au lendemain de la Révolution.



En s'introduisant en bourse en 2013, MPBS s'est doté des moyens pour consolider sa croissance. La levée de 11 MDT sur le marché était destinée à financer un plan d'investissement et à rééquilibrer le bilan.

Le plan d'investissement n'étant déployé qu'à hauteur de 75%, le groupe se retrouve aujourd'hui avec un matelas confortable de trésorerie. Cette situation avantageuse a permis d'accorder des facilités de paiement aux clients, un argument de vente non négligeable en ces temps difficiles.

Si de prime abord, la croissance du résultat net a été importante en 2014, elle l'est d'autant plus si l'on retrace l'exercice d'avant de la plus value de restructuration. L'activité « intrinsèque » du groupe MPBS a ainsi progressé de 55% entre 2013 et 2014!

La rentabilité financière du groupe est momentanément diluée sous l'effet de l'augmentation de capital (ROE de 17% en 2014) et devrait retrouver de meilleurs niveaux d'ici deux ans à trois ans (≈ 20%).

■ Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

Très lié à la conjoncture économique et au pouvoir d'achat des ménages, le secteur du bâtiment traverse une période difficile où les acteurs du marché se livrent une guerre des prix pour écouler leur production.

Dans ce climat tendu, MPBS devrait afficher une croissance de 'seulement' 6% de son chiffre d'affaires en 2015, contre 13% budgétisés. La rentabilité devrait décliner par rapport à l'année faste de 2014 mais tout en restant à des niveaux supérieurs à l'année d'avant. Nos estimations, très prudentes, tablent sur un **résultat net aux alentours de 4 MDT pour 2015**, quasiment stable par rapport à l'exercice écoulé.

Au-delà de ces turbulences conjoncturelles, les perspectives du groupe sont favorables sur le moyen terme. MPBS devrait tirer profit de la reprise - tôt ou tard - du secteur du bâtiment. Le panneau de bois est en effet de plus en plus plébiscité pour ses vertus esthétiques et son rapport « qualité - prix » attrayant comparativement au bois. Ciblant aussi bien le **bâtiment neuf que celui de la rénovation; ce produit devrait continuer à croître plus rapidement que son marché.**

En anticipation au rebond du secteur, et adossé à un bilan solide, le groupe MPBS s'arme pour devancer ses concurrents : il finalise ses investissements et s'organise pour trouver des niches de rentabilité (nouveaux produits, nouveaux débouchés...).

■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Bon élève, MPBS est l'unique société à avoir respecté son business plan d'introduction pour **deux exercices successifs (2013 et 2014)**; des performances qui ont nul doute permis de gagner la confiance des investisseurs. En réaction, le titre a gagné 21% en dix huit mois de cotation.

Géré en bon père de famille, MPBS constitue une opportunité de placement à faible profil de risque et aux perspectives intéressantes. La valorisation est très attrayante (P/E_{2015e} de 10.7x) par rapport au marché (12.6x) en général et aux valeurs industrielles en particulier (17.2x). **Nous recommandons le titre à l'achat.**

Prévisions de Tunisie Valeurs

Chiffres consolidés (mDT)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Chiffre d'affaires	32 910	38 338	43 030	45 607	49 016
Progression		16%	12%	6%	7%
Marge Brute	8 958	10 680	12 718	13 089	14 166
Taux de marge brute	27,2%	27,9%	29,6%	28,7%	28,9%
Salaires	2 770	3 073	3 811	4 080	4 488
Autres charges d'exploitation	1 725	1 972	2 443	2 600	2 834
EBITDA	4 472	5 639	6 478	6 409	6 844
Marge d'EBITDA	13,6%	14,7%	15,1%	14,1%	14,0%
Amortissements	1 449	1 304	1 113	1 141	1 200
Charges financières nettes	815	1 124	380	250	180
Impôts	577	761	1 097	1 004	1 093
Résultat net part du groupe*	1 710	2 504*	3 914	3 943	4 299
Progression		46%	56%	1%	9%

Résultat net 2013 retraité de la plus value de restructuration.

Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU
Lilia KAMOUN TURKI
Aicha MOKADDEM
Hamza BEN TAARIT

Tel : 71 189 600

www.tunisievaleurs.com