

## Acheter

## La diversification en ligne de mire

Bien positionnée dans un secteur en pleine croissance, New Body Line a de nombreux atouts pour évoluer avec un bon rythme de croisière. Forte d'une expérience de 15 ans dans le domaine des cosméto-textiles, la société affiche une situation financière solide et des niveaux de rentabilité qui se comparent favorablement à l'industrie.

Longtemps sanctionnée par sa dépendance vis-à-vis d'un seul client, la société s'est engagée dans un processus de recherche de nouveaux clients qui semble porter ses fruits. Ce tournant stratégique vers la diversification de sa clientèle lui permettrait de maintenir le cap d'une croissance pérenne.

Compte tenu de cette nouvelle orientation, **nous réitérons notre opinion à l'« Achat » sur le titre New Body Line**. La valorisation attrayante de la valeur et son rendement généreux en dividendes en font une valeur de fonds de portefeuille.

■ **Prix** : 8.630 DT  
■ **Capitalisation Boursière** : 33 MDT

### Ratios Boursiers New Body Line / Marché

PER <sub>2015e</sub>	14.5x	12.8x
PER <sub>2016e</sub>	13.4x	12.4x
P/B <sub>2014</sub>	2.6x	2.2x
Yield <sub>2015e</sub>	5.5%	3.2%
Performance <sub>YTD</sub>	+21.9%	+11.4%
ROE <sub>2014</sub>	5.1%	-

### ■ Présentation de la société :

Fondée en 2000 par Monsieur Karim REJEB SFAR aux côtés de la SPPI SICAR\*, New Body Line est une société totalement exportatrice opérant dans le secteur du textile habillement. L'entreprise est spécialisée dans la production d'articles de lingerie « intelligents ».

Nouvelle génération de produits innovants, cette gamme est composée de produits à forte composante technologique, ayant des vertus cosmétiques comme la compression, la correction de la silhouette, le micro massage et thermorégulation...

Concentrant plus de 80% des ventes de la société, cette gamme représente un véritable gisement de croissance et de valeur ajoutée.

Grâce à son « *know-how* » unique dans la région et à son expertise confirmée dans le domaine des cosméto-textiles, New Body Line se positionne actuellement en tant que monopole sur toute l'Afrique du Nord en matière de production de textiles intelligents et des vêtements sans couture.

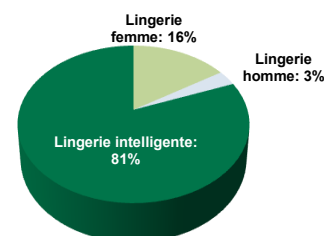
Depuis 2003, La société a initié un partenariat technique avec la société Lytess pour l'approvisionner en articles de lingerie intelligente, via sa filiale tunisienne Wat. Arme à double tranchant, ce partenariat a permis à New Body Line de se lancer progressivement à la conquête des produits techniques tout en en s'exposant au risque de dépendance vis-à-vis d'un seul client.

Consciente de sa dépendance commerciale, New Body Line s'est orientée vers la recherche de nouveaux clients permettant de diluer la quote-part de son client historique. Désormais, NBL détient à son actif un portefeuille de cinq principaux clients, aux côtés de Lytess.

### Actionnariat : (Juin 2014)

Famille REJEB : 65%  
Public: 34%

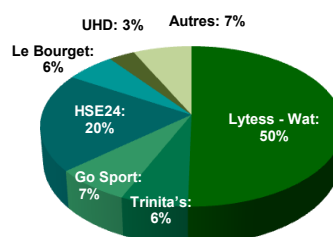
### Répartition des ventes par famille de produits en 2014



Le partenariat avec Lytess a permis à la société de se lancer à la conquête des produits techniques en s'exposant au risque de dépendance vis-à-vis d'un seul client

Présentement, la société détient à son actif un portefeuille de client comptant cinq acteurs

### Répartition des ventes par client en 2014



(\*) La participation de la SPPI SICAR a été rachetée en 2009 par les fondateurs.

Cette dynamique de diversification a également, ciblé l'élargissement « géographique » de ses marchés. Avec la montée en puissance du marché allemand, la France ne concentre que 69% du total des ventes de NBL.

## ■ Analyse financière de la société

Sur les quatre dernières années New Body Line a affiché une croissance annuelle modeste de 8%, un rythme qui aurait pu être bien plus soutenu si la société n'était pas exposée à un seul client.

Après une année 2012 de franc succès au terme de laquelle la société a pu dépasser son Business plan d'introduction, le bilan de l'année 2013 s'est avéré décevant. La société a essuyé une chute de son chiffre d'affaires de 22% à 5MDt suite au fléchissement des commandes émanant de son client historique « Lytess ». Une baisse qui résulte de l'arrivée des articles destinés à ce client à la fin de leur cycle de vente.

La dégringolade du chiffre d'affaires n'aura pas duré longtemps, l'activité de la société a retrouvé, en 2014, le chemin de la croissance. Grâce à la reprise des commandes émanant de Lytess et aux efforts entrepris pour diversifier sa base de clientèle, NBL a pu réaliser un bond de ses revenus de 34% pour atteindre un niveau record de 6.8MDt. Une performance qui reste tout de même bien en deçà des prévisions annoncées lors de l'introduction en Bourse.

Grâce à son positionnement « forte valeur ajoutée », la société New Body Line a affiché des niveaux de marges très appréciables par rapport aux normes du secteur avec une marge brute moyenne de 61% sur les quatre dernières années. Par ailleurs, son exposition aux marchés européens lui a permis de bénéficier d'un effet change nettement favorable.

Jouissant d'une structure de charges allégée, la société a enregistré une progression notable de son Bottom Line de 10% sur l'intervalle 2011-2014 dépassant la barre des 2MDt. Ce faisant et malgré l'imposition, pour la première fois, en 2014, des bénéfices provenant de l'export, la marge nette moyenne de NBL s'est établie, sur le même intervalle, à 34%; la plaçant au rang des sociétés les plus profitables de la Cote.

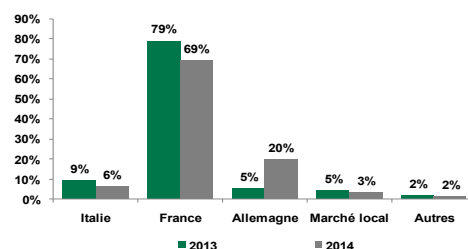
Forte de cash flow récurrents, New Body Line jouit d'une situation financière solide avec un bilan zéro dette. Cette situation a été davantage consolidée suite à l'augmentation de capital réalisée en 2013 dans le cadre de l'introduction en Bourse (levée de 5.4MDt) et qui n'a pas été, encore, mise à contribution dans son plan de développement.

En effet, durant ces dernières années, la politique d'investissement de New Body Line s'est caractérisée par une certaine inertie. Le vaste plan d'investissement initialement prévu de 5MDt, au moment de l'introduction, n'a pas été engagé et les investissements réalisés se sont limités à l'élargissement du parc de machines existant. L'enveloppe des investissements engagés représente à peine 12% du budget initial.

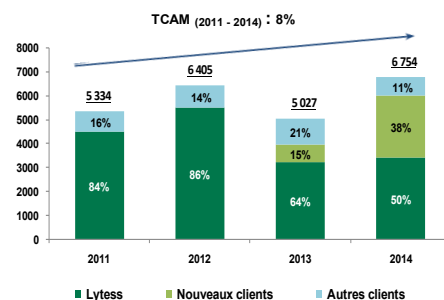
Dans l'attente de la concrétisation des investissements annoncés, les free cash flow demeurent principalement destinés aux actionnaires. Avec un payout moyen de 64% sur le dernier quadriennat, NBL se classe parmi les titres les plus rémunérateurs de la Place.

Si l'opération d'augmentation de capital réalisée en 2013 a sensiblement dilué le ROE de la société (qui a passé de 78%, en 2012, à 21%, en 2014), il n'en demeure pas moins qu'il demeure à des niveaux attractifs.

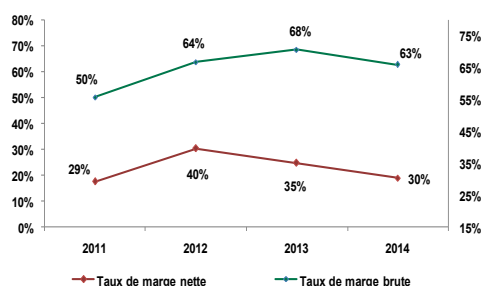
Évolution des ventes par destination géographique



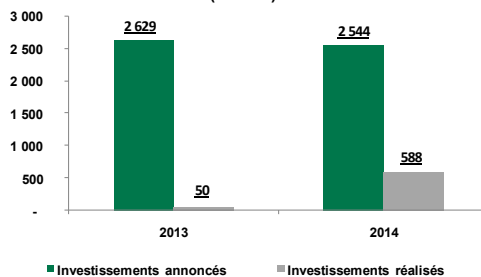
Évolution du chiffre d'affaires de NBL sur la période 2011 - 2014 (en KDt)



Évolution de la marge brute et de la marge nette de NBL sur l'intervalle 2011 - 2014



Investissements réalisés Vs investissements annoncés (en KDt)



## ■ Prévisions et Perspectives d'avenir :

Comptant rattraper les retards dans son programme d'investissement, le management de la société prévoit d'investir 0.6MDt dans l'extension des capacités de production et dans les activités de recherche et de développement.

Avec un positionnement de niche sur un marché européen très vaste, la société NBL dispose des atouts nécessaires pour réaliser une croissance moyenne de son chiffre d'affaires de 12% sur les trois prochaines années. Une performance qui résulterait de la diversification de la gamme des produits intelligents et de l'élargissement du portefeuille de clients.

Vu sa forte exposition à l'export, la faible volatilité de ses intrants et son positionnement « high tech », New Body Line pourrait réaliser une progression moyenne de sa marge brute de 13% sur l'intervalle 2014-2017 en la maintenant aux alentours de 63% de son chiffre d'affaires.

Au final, nous tablons sur une croissance du résultat net de 8%, sur le triennat à venir, pour atteindre 2.6MDt d'ici 2017, soit une marge nette de 27%. Un niveau de rentabilité enviable par bon nombre de sociétés de la cote mais qui demeure bien loin des objectifs annoncés dans le BP d'introduction.

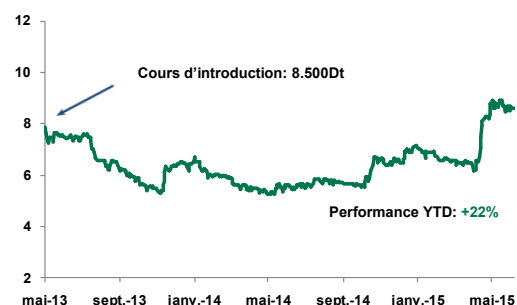
## ■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Introduit au cours de 8.500Dt, le titre New Body Line a connu un parcours boursier mitigé évoluant au rythme des performances réalisées. Après avoir résisté au cours des deux premiers mois suivant son introduction, la valeur a entamé un trend baissier qui s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année 2013 (baisse de 13%). Le titre s'est largement rattrapé, par la suite, pour cumuler un gain net de 16% depuis son introduction en Bourse.

Actuellement et avec une capitalisation de 33MDt, le titre New Body Line se traite à des multiples de valorisation intéressants: un PER 2015<sup>e</sup> de 14.5x et de yield 2015<sup>e</sup> de 5.5%.

Blue chip du marché alternatif, la société NBL constitue un choix d'investissement opportun et à profil de risque modéré. Néanmoins, il convient de souligner que la pérennité de l'entreprise restera tributaire de sa capacité à élargir de manière durable et structurelle son portefeuille de clients et à appliquer le programme d'investissement de son Business Plan d'introduction. **Nous recommandons l'achat du titre.**

Évolution du cours de New Body Line depuis son introduction en Bourse



## Prévisions de Tunisie Valeurs

Chiffres en KDt	2012	2013	2014	2015e	2016 p	2017 p
<b>Chiffre d'affaires</b>	6 405	5 027	6 754	7 767	8 699	9 569
<i>Variation</i>	20%	-22%	34%	15%	12%	10%
<b>Marge brute</b>	4 070	3 430	4 224	4 904	5 486	6 031
<i>Variation</i>	53%	-16%	23%	16%	12%	10%
<b>Taux de marge brute</b>	64%	68%	63%	63%	63%	63%
<b>EBITDA</b>	2 591	1 569	2 431	2 952	3 374	3 754
<i>Variation</i>	48%	-39%	55%	21%	14%	11%
<b>Marge d'EBITDA</b>	40%	31%	36%	38%	39%	39%
<b>Résultat net</b>	2 535	1 763	2 046	2 256	2 438	2 580
<i>Variation</i>	63%	-30%	16%	10%	8%	6%
<b>Marge nette</b>	40%	35%	30%	29%	28%	27%

### Département Recherches & Etudes

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

Tel : 71 189 600

www.tunisievaleurs.com