

Souscrire (Sc)

« Intérieurs » consolide sa notoriété par la bourse

Première Offre Publique de Vente de l'année 2017, le groupe « Intérieurs » s'introduit sur le marché principal de la Cote de la Bourse via une cession de titres portant sur 36.1% du capital.

Forte d'une bonne notoriété, « Intérieurs » est un acteur de référence dans le secteur du mobilier de bureaux. Les fondamentaux du groupe sont globalement bons, la situation financière est saine avec une trésorerie excédentaire et une bonne génération de cash flow.

Le groupe présente un Business Plan ambitieux qui allie la consolidation de la croissance et l'amélioration des marges: un challenge que le management devra relever dans un contexte économique encore précaire.

La valorisation proposée reflète convenablement les bons fondamentaux du groupe. Nous recommandons de **souscrire à l'OPF** tout en veillant au respect du Business Plan.

Prix: 5.200Dt

Capitalisation Boursière post IPO :
21.9MDt

Période de souscription:

Du 20 Février 2017 au 6 Mars 2017 inclus

	SAM/Marché	
PER 2016	12,6	11,2x
PER 2017e	12,8	11,8x
Yield 2016e	2,8%	3,6%
ROE 2016e	18,9%	-

■ Présentation de la société :

Fondée en 1988 par M. Hatem BEN SLIMANE, « Intérieurs » est le leader en Tunisie du mobilier de bureau (moyen et haut de gamme) avec une part de marché estimée à 19%, suivie de près par son premier concurrent « Meubles Mezghani » (16% de part de marché).

Courant 2011, la société a ouvert son capital aux fonds d'investissement MPEF II (gérés par AfricInvest) à hauteur de 35%, via une cession d'actions. Durant l'année 2015, ces fonds ont porté leur participation dans le capital à 40%, suite à la conversion en capital d'un « compte courant associé ».

La société « Intérieurs » détient des participations dans deux filiales de distribution, dont une en Côte d'Ivoire créée en 2015. Elle détient également une participation majoritaire dans une société de montage d'éléments de rangement, Société « Bureau + », située à Béja. Cette dernière envisage de céder ses actifs courant 2017 en vue d'internaliser son activité chez la société mère. Le management prévoit de réaliser une plus value de 0.8 MDT au titre de cette cession.

Le groupe « Intérieurs » dispose, dans l'ensemble, de neuf points de vente (showrooms et magasins d'usine): six en Tunisie (Tunis, Sousse, Sfax et Béja) et trois à l'étranger (Tripoli, Alger et Abidjan).

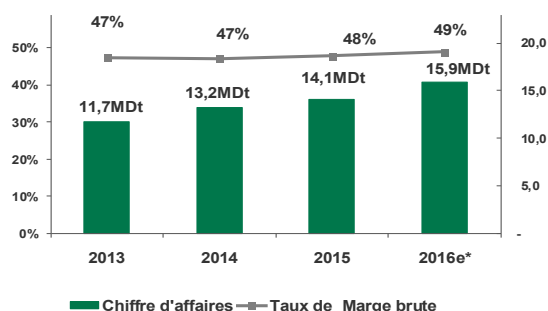
■ Analyse financière historique

Malgré un contexte économique difficile, marqué par une morosité du climat des affaires, le groupe « Intérieurs » s'est démarqué par une croissance appréciable de son chiffre d'affaires (+11%) sur la période 2013-2016. Cette dynamique a été possible grâce aux efforts d'expansion commerciale (extension du showroom de la Soukra en 2013 et ouverture de 3 nouveaux showrooms à Sousse, Sfax et Béja) permettant à la marque d'ancrer son positionnement sur le marché.

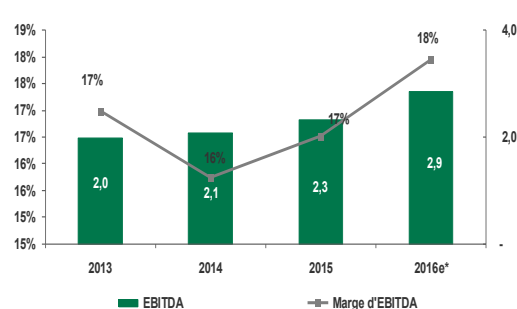
Les ventes du groupe sont substantiellement orientées vers le marché local, la part de l'export reste marginale (1% du CA).

Du côté de la rentabilité, le groupe a pu globalement stabiliser ses marges dans un contexte d'approvisionnement assez hostile (dépréciation du dinar, absence de « couverture » par les exportations). Sur les dernières années, la marge brute a oscillé entre 47% et 48%, et dans son sillage, la marge d'EBITDA a varié entre 16% et 17%. Des améliorations notables au sont attendues pour 2016, profitant substantiellement d'un effet « prix ».

Evolution du chiffre d'affaires et de la marge brute



Evolution de l'EBITDA



* Les estimations d'atterrissage pour 2016 devraient dépasser les prévisions publiées dans le Business Plan (+4% au niveau du CA; +12% au niveau de l'EBITDA et +30% au niveau du RN)

Sur le plan financier, la situation du groupe est saine. Avec une maîtrise de son BFR (en moyenne 17% du CA), l'activité d'exploitation dégage une liquidité excédentaire qui permet de financer substantiellement les investissements. Ceci explique le bilan financier solide du groupe (une dette nette négative de près de -0.7MDt correspondant à un gearing de -9% à fin 2015). La trésorerie confortable du groupe permet, de surcroît, de maintenir une enveloppe de dividendes généreuse (une distribution moyenne de 60% des résultats sur la période écoulée).

■ Perspectives de développement :

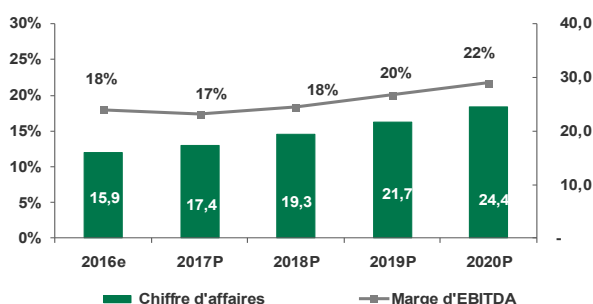
Sur la période à venir, le groupe envisage d'investir près de 5 MDT principalement dans la construction d'un nouveau site de production, sur un terrain mitoyen à l'usine actuelle, afin d'augmenter la capacité de production (actuelle saturée) et de répondre de manière plus fluide aux besoins du marché. Les cash flow du groupe seront mis à contribution dans le financement de ces investissements et seront complétés par un crédit bancaire (de 2.5 MDT), la situation financière du groupe le permettant aisément.

En termes chiffrés, ces investissements permettront de soutenir la croissance des prochaines années; le groupe table sur une évolution de 11% de son chiffre d'affaires pour atteindre 24.4 MDT en 2020.

Globalement le taux de marge brute atteindra 49.4% en 2020, profitant d'une optimisation de la politique d'approvisionnement et d'un effet prix avec une augmentation annuelle moyenne des prix de vente de l'ordre de 6% sur la période prévisionnelle.

C'est au niveau de la marge d'EBITDA que l'évolution sera plus prononcée puisque le management table sur un taux de 21.7% en 2020 (contre une moyenne historique de 16%-18%), grâce à un effet taille (économies d'échelle) et à une optimisation des coûts logistiques avec la nouvelle usine à proximité.

Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA



En termes de rentabilité nette, les prévisions initiales du groupe tablaient sur un bénéfice de 1.3 MDT en 2016 mais qui ont été dépassées pour atteindre 1.7 MDT. Par ailleurs, l'exercice 2017 affiché est bonifié par une plus value de cession de l'ordre de 0.8MDT suite à la cession du site de Béjà.

■ Valorisation et opinion de Tunisie Valeurs :

La valorisation du groupe Intérieurs a été réalisée sur la base de 3 méthodes d'évaluation. Après décote, les travaux d'évaluation ont abouti à une valorisation de 21.9 MDT, correspondant à un prix unitaire de 5,200 dinars. Les niveaux de valorisation du groupe (PER_{2016e} de 12,6 et un PER_{2017e*} de 12,8x) reflètent convenablement les fondamentaux du groupe et son profil de risque. Nous recommandons de souscrire à l'OPF tout en veillant au respect du Business Plan.

■ Répartition de l'offre :

L'introduction en Bourse du groupe Intérieurs se fera via la mise sur le marché principal de 1 521 023 actions, représentant 36% du capital et un **montant global de 7.9 MDT**. Les fonds MPEF céderont 32% de leur position et le reliquat sera cédé par la famille Ben Slimane.

L'offre sera répartie comme suit :

- Une Offre à Prix Ferme de 304 205 actions (1.5 MDT), représentant 20% de l'Offre Globale;
- Un Placement Global de 964 017 actions auprès d'institutionnels (5 MDT), représentant 63% de l'Offre Globale;
- Un Placement Privé de 252 801 actions (1.4 MDT) représentant 17% de l'Offre Globale.

Par ailleurs, un contrat de liquidité pour une durée de six mois renouvelables, portant sur un montant de 0.5 MDT et 92 593 actions, sera mis en place.

Répartition de l'offre au public

Placement auprès du public	Nombre d'actions	Montant
Catégorie A: Institutionnels tunisiens et/ou étrangers et personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, sollicitant au minimum 50 actions (260Dt) et au maximum 21 066 actions (110 mDT) pour les non institutionnels et 210 668 actions (1 MDT) pour les institutionnels	285 686	1 485 567
Catégorie B: Personnel du groupe Intérieurs sollicitant au minimum 50 actions (260 Dt) et au maximum 18 519 actions (96 mDT).	18 519	96 299

Business plan du groupe Ateliers du Meubles Intérieurs (en DT)

	2015	2016e	2017P	2018P	2019P	2020P
Revenus	14 113 955	15 900 000	17 382 000	19 336 000	21 697 000	24 408 000
<i>Progression</i>	7%	13%	9%	11%	12%	12%
Marge brute	6 755 780	7 781 000	8 360 000	9 381 001	10 626 000	12 049 000
Taux de marge brute	47,9%	48,9%	48,1%	48,5%	49,0%	49,4%
Charges de personnel	2 554 281	2 809 709	3 026 000	3 338 000	3 580 000	3 835 000
Autres charges d'exploitation	1 870 406	2 118 000	2 328 000	2 498 000	2 693 000	2 909 000
EBITDA	2 331 093	2 855 291	3 008 000	3 545 001	4 353 000	5 305 000
Marge d'EBITDA	16,5%	18,0%	17,3%	18,3%	20,1%	21,7%
Dotations aux amortissements et provisions	838 271	789 000	1 142 000	934 000	825 000	655 000
Charges financières nettes	80 735	56 000	156 000	135 000	115 000	94 000
Autres gains /pertes	- 6 657	-	832 000	-	-	-
Impôt	277 386	275 000	577 000	534 000	730 000	970 000
Résultat Net	1 131 357	1 735 291	1 965 000	1 942 001	2 683 000	3 586 000
<i>Progression</i>	-11%	53%	13%	-1%	38%	34%
Marge nette	8,0%	10,9%	11,3%	10,0%	12,4%	14,7%

Source : Management & Prospectus d'introduction