

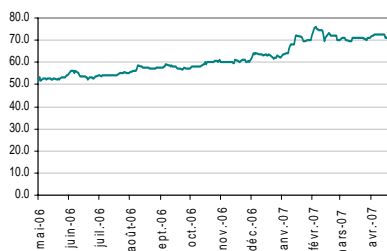
+

Acheter

AGO et Résultats 2006

Une année de consolidation et de bons niveaux de marges!

Évolution du cours depuis mars 2006



Recommandation boursière

Malgré le parcours récent du titre et le niveau de valorisation atteint, nous maintenons notre opinion d'achat sur le titre. Notre opinion sur les valeurs de la distribution organisée en général s'appuie sur le caractère défensif du secteur et le fort potentiel qu'il présente en Tunisie. De plus, intrinsèquement, l'enseigne Monoprix affiche pas mal d'atouts: un bon contrôle des marges, un positionnement stratégique rentable et un bon rendement en dividendes.

Actionnariat:

Groupe Mabrouk 77.1%

Exis: 59%

Maghreb Invest: 8.4%

Monogros: 5.9%

S.I.M.: 3.8%

Flottant: 22.9%

Cours : 73.5Df

● **Haut sur l'année 2007:** 76Df

● **Bas sur l'année 2007:** 69.5Df

Capitalisation Boursière: 136MDt

Valeur d'Entreprise: 170MDt

Performance :

(Monoprix / Marché)

YTD : +16.7% / +11.1%

Ratios de Valorisation:

(Monoprix/ Marché)

PER: 17.3x / 16.0x

P/B: 4.7x / 1.69x

Yield: 4.08% / 2.66%

ROE: 29%

■ Présentation du Groupe:

Le Groupe Monoprix appartient à la famille Mabrouk, un des groupes privés tunisiens les plus diversifiés, présent dans le secteur automobile (Société LE MOTEUR, concessionnaire des marques Mercedes et Fiat), dans l'industrie agroalimentaire (biscuits et fromages Président) dans le secteur financier (plus de 20% du capital de la BIAT: plus grande banque privée tunisienne), et bien évidemment, dans la distribution, avec les deux enseignes Géant et **Monoprix**.

Monoprix est composé de six sociétés opérant pour la plupart dans le secteur de la distribution avec **(1)** SNMVT, la société de distribution connue sous le nom de Monoprix; **(2)** SGS Touta, spécialisée dans le commerce de détail à rayons multiples; **(3)** Monogros société de semi-gros chargée d'approvisionner les points de vente Monoprix; **(4)** SIM, société de promotion immobilière ayant pour vocation la rénovation et le développement du réseau; **(5)** SODEA chargée de l'approvisionnement en produits agricoles et **(6)** GEMO société de négoce pour le compte de Monoprix.

Monoprix est un acteur majeur de la distribution organisée en Tunisie avec une part de marché qui avoisine les 25%. La société exploite aujourd'hui 40 points de vente dont 8 en gérance libre (il s'agit des huit points de vente Touta dont le rachat a eu lieu en 2003) et 2 magasins spécialisés (Monoprix Maison et Monoprix Kids).

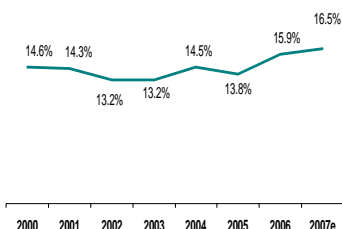
Réaménagement des points de vente historiques, expansion et développement d'un réseau commercial dense et de qualité, stratégie managériale dynamique, telle a été la politique 'gagnante' de l'enseigne qui a permis de réaliser une progression moyenne des ventes de 23% par an depuis 2000.

En kDf	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Chiffre d'affaires	57 103	68 209	88 617	117 725	146 147	178 940	200 740
Croissance des ventes		+21.2%	+19.4%	+29.9%	+32.8%	+24.1%	+22.4%

■ Faits et éléments saillants de l'exercice 2006 :

Contrairement aux années précédentes, 2006 a été une année de consolidation des performances : une croissance des ventes de 'seulement' 12% dépassant le cap des 200MDt.

Marge Commerciale de
SNMVT - Monoprix



Fait majeur à saluer pour cette année 2006: l'amélioration des marges, et ce dans un contexte de concurrence indéniable du paysage de la distribution. Cet état des faits est le fruit de la disposition d'une centrale d'achat commune avec l'hypermarché 'Géant' qui permet à Monoprix de bénéficier de synergies et de réaliser d'importantes économies d'échelles sur ses factures d'approvisionnement. Cette forme de partenariat est un élément clé de succès dans la stratégie actuelle du distributeur (une plus grande marge de manœuvre). Ainsi, la marge commerciale a atteint un record de 15.9% après avoir oscillé entre une fourchette de 13.2% à 14.5% sur les 5 dernières années.

Cette 'sur performance', conjuguée à un bon contrôle des charges courantes d'exploitation, a permis de dégager un résultat opérationnel de 9.165MDt (contre 6.2MDt en 2005, soit une hausse de 50%). Le résultat net a suivi dans le même sens de la hausse (9MDt contre 7.3MDt), même si ce dernier inclut près de 2MDt de produits de participations.

Il convient tout de même de relever que contrairement aux sociétés de distribution, Monoprix ne semble pas profiter d'intérêts créditeurs (le BFR étant négatif dans ce type d'activité, il constitue une source considérable de revenus financiers). Les surliquidités de la société serviraient à priori aux besoins d'expansion du Groupe.

Pour ce qui est des réalisations du Groupe (les comptes consolidés ont été publiés pour la première fois cette année), le chiffre d'affaires s'est inscrit dans le même rythme (+10% à 201MDt). Plus de 99% de ces revenus sont issus de l'activité distribution, le groupe profite donc de la bonne tenue de l'activité distribution.

Le résultat net part du groupe a été de 7.8MDt en 2006 (contre 6.3MDt en 2005).

Les comptes consolidés, même si le manque de recul rend leur appréciation limitée, laissent entrevoir une rentabilité opérationnelle supérieure. La stratégie d'intégration verticale adoptée par le Groupe conforte davantage les niveaux de marges.

	Monoprix	Groupe Monoprix
Croissance du CA	+12%	+10%
Marge brute	15.9%	20.6%
Marge d'EBITDA	6.4%	9.3%
Marge opérationnelle	4.6%	5.6%
Marge nette	4.5%	3.9%

L'intégration verticale du groupe améliore le profil opérationnel de l'enseigne

■ Prévisions 2007 et perspectives d'avenir:

L'année 2007 sera marquée par la reprise des investissements. L'enseigne prévoit en effet l'ouverture de nouveaux points de vente et la rénovation des magasins déjà existants. Le projet 'phare' sera probablement la réhabilitation du magasin « Charles de Gaulles » dont les travaux devraient doubler la superficie et en faire un « mini-hypermarché », en plein centre ville de la capitale. A moyen et long terme, ce point de vente pourrait être le magasin pilote de l'enseigne.

Nous ne disposons pas d'une idée précise de l'enveloppe des investissements mais leur importance se laisse deviner par les ressources mobilisées au niveau des comptes du Groupe. Un nouvel emprunt à MLT de 17.950MDt a été contracté pour répondre aux besoins d'expansion de l'enseigne. De plus, forte de sa capacité à

Un faible gearing de 21% pour Monoprix mais un niveau 5 fois plus élevé pour le groupe : 106% !

Des marges appelées à s'améliorer davantage par un positionnement 'récent' sur de nouveaux concepts : Monoprix Maison et Monoprix Kids !

2007 : des niveaux de croissance équilibrés et poursuite de l'amélioration des marges

Encore dans la course pour la privatisation de Magasin Général, mais...

Une industrie encore 'jeune' et des niveaux de valorisation favorables: Acheter !

générer des Free Cash Flow (estimés, avant investissements, à 18MDt en 2006), la société conforte ses ambitions de croissance.

Le réaménagement de quelques points de vente et l'exploitation sur un exercice plein des points de vente Monoprix Maison et Monoprix Kids (ouverts fin 2006) devraient permettre, selon nos estimations, de maintenir une croissance à deux chiffres (+15%) et d'atteindre un chiffre d'affaires de 230MDt. Nous continuons par ailleurs d'anticiper une amélioration des marges. En effet, outre la disposition de la centrale d'achat, le positionnement du distributeur sur les nouveaux concepts lancés en 2006 (Maison et Kids) pourrait être un bon relais de croissance pour les marges (plus forte valeur ajoutée) dans un secteur de distribution où la concurrence exerce une pression de plus en plus forte sur les prix. Cependant, deux facteurs pourraient, selon nous, constituer des sources de risque pour l'enseigne:

- Le rachat par 'Champion' des points de vente 'Bonprix'. Cette nouvelle consolidation dans le secteur devrait permettre au second acteur du secteur (Groupe Chaïbi, détenant déjà Carrefour) d'exploiter un patrimoine existant et bien situé;

- La privatisation de Magasin Général. Il est clair que le groupe Mabrouk ne voudrait pas laisser échapper une telle occasion de sécuriser sa position sur le segment des supermarchés. Cette intention a été exprimée lors de la dernière réunion d'actionnaires (17 avril 2007) mais il est moins sûr que les autorités publiques optent pour cette éventuelle 'polarisation'.

■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Notre opinion sur les valeurs de la distribution en général reste appuyée par le caractère défensif du secteur et le fort potentiel qu'il présente en Tunisie. Depuis cinq ans, la distribution moderne bénéficie d'un statut de valeur de croissance (+15% par an) et tout laisse croire que ce statut sera maintenu durant les années à venir.

Sur la Bourse, les valeurs de la distribution ont gagné 65% en 2006 (+30% pour Monoprix) et poursuivi leur trend haussier sur les premiers mois de 2007 (+16%). Le parcours de l'enseigne privée (+16.7% depuis le début de l'année) a été en ligne avec l'indice sectoriel et ramené le niveau de valorisation à des niveaux comparables à ceux du marché.

Les comparaisons boursières internationales dans le secteur de la distribution font apparaître des fourchettes de valorisation larges et très hétérogènes. Sur un large spectre de 150 entreprises, nous avons retenu un échantillon de 10 sociétés comparables à notre enseigne. Notre analyse a révélé qu'à ses ratios boursiers actuels, Monoprix est relativement sous-évaluée. Cette décote est d'autant plus attrayante que l'industrie tunisienne est encore 'jeune' et que son potentiel est loin d'avoir été exploité (au vu des marges encore confortables appliquées par le distributeur tunisien).

	Pays	VE/EBIT	PER	Marge nette	Marge d'EBITDA
Thorntons	Grande Bretagne	15.4	26.2	n.s	10.6%
Morrison Wm Supermk	Grande Bretagne	20.9	35.2	1.7%	5.1%
Sligro Food Group	Pays-Bas	15.2	17.7	3.6%	7.1%
Woolworths Ltd.	Australie	15.4	22.1	2.8%	6.3%
Acucar (Cia Brasília De Dist	Brésil	18.4	26.6	1.7%	7.6%
Distribucion Y Servicio D&S	Chili	20.7	28.6	2.5%	7.6%
President Chain Store	Taiwan	17.5	19.0	3.7%	6.3%
Moyenne		17.6	25.0	2.7%	7.2%
Monoprix	Tunisie	15.0	17.2	3.9%	9.3%

Nous maintenons donc notre opinion d'**achat** sur le titre d'autant plus qu'il présente à son actif une bonne liste d'arguments : un secteur à caractère défensif, un bon rendement en dividendes (4%), des marges sous contrôle, un positionnement stratégique rentable et une bonne dynamique de croissance.

Ratios et Indicateurs de Résultat de SNMVT- Monoprix

En kDt	2003	2004	2005	2006	2007p
Chiffre d'affaires	117 725	146 147	178 940	200 740	230 851
<i>Taux de progression</i>		24%	22%	12%	15%
Marge Brute	15 497	21 218	24 705	31 841	38 111
Résultat d'exploitation	4 374	5 501	6 126	9 165	11 232
<i>Taux de progression</i>		25.8%	11.4%	49.6%	22.6%
Résultat Net	4 261	6 275	7 354	9 044	10 907
<i>Taux de progression</i>		47.3%	17.2%	23.0%	20.6%
Taux de marge brute	13.2%	14.5%	13.8%	15.9%	16.5%
Marge d'EBITDA	5.4%	5.5%	5.1%	6.4%	7.0%
Marge opérationnelle	3.7%	3.8%	3.4%	4.6%	4.9%
Marge Nette	3.6%	4.3%	4.1%	4.5%	4.7%
Personnel / CA	5.4%	6.0%	5.4%	5.1%	5.6%
ROE	15.8%	23.0%	25.4%	29.1%	31.6%

Indicateurs de Valorisation du Groupe Monoprix:

	2005	2006	2007p
VE/CA	0.85	0.84	0.74
VE/EBITDA	10.6	9.1	7.6
VE/EBIT	18.5	15.0	12.1
PER	21.6	17.3	14.3
P/B	5.19	4.69	3.53
Dividende par action (Dt)	3.0	3.0	3.5
Payout	88%	70%	61%
Yield	4.1%	4.1%	4.8%