

Conserver (+)

Des promesses tenues... mais la rentabilité se fait attendre

Depuis sa privatisation en 2007, la chaîne Magasin Général a radicalement changé de visage : *remodeling* des magasins, nouvelle stratégie commerciale, croissance externe avec le rachat de PROMOGRO.... En quelques années, l'enseigne a **surpassé ses deux concurrents** pour se classer première dans le secteur de la distribution en termes de chiffre d'affaires.

Si les dernières années ont connu une croissance soutenue des ventes, il n'en a pas été autant au niveau de la rentabilité. Celle-ci reste faible dans l'absolu et par rapport aux efforts d'investissement engagés.

La stratégie commerciale performante mise en place ces dernières années devrait permettre à Magasin Général de mieux tirer profit du potentiel du marché. Néanmoins, les marges devraient rester sous pression avec la guerre des prix qui sévit dans le secteur. La valorisation est relativement chère; nous recommandons de conserver le titre.

■ Présentation du Groupe Magasin Général :

Enseigne étatique historique, Magasin Général a été privatisée en 2007 et rachetée par le consortium privé « Bayahi (51%) - Poulina (49%) ».

Le passage de l'enseigne aux 'mains des privés' s'est parfaitement fait ressentir sur la gestion et les orientations stratégiques : nettoyage 'coûteux' du bilan, *remodeling* des magasins vieillissants, politique commerciale agressive, amélioration de la productivité, croissance externe avec le rachat de PROMOGRO (2008) et de Batam (2010), lobbying auprès des autorités pour ouvrir le capital à un partenaire étranger (Auchan à hauteur de 10% du capital avec possibilité d'atteindre 15%)... Autant de promesses tenues !

Toutes ces initiatives ont permis à Magasin Général de consolider son positionnement dans le secteur de la grande distribution en Tunisie. En cinq années, l'enseigne est bien montée dans le classement et a devancé ses deux principaux concurrents : Groupe Mabrouk (Monoprix & Géant) et Groupe Chaïbi (Carrefour).

Le groupe MG dispose aujourd'hui de 83 magasins répartis sur tout le territoire, dont 6 Promogro - rebaptisés « MG Maxi » - et une quinzaine de points de vente Batam spécialisés dans le commerce de l'électroménager. En effet, parallèlement au développement 'organique' du réseau, le déploiement de MG sur les dernières années s'est orienté vers une stratégie de croissance externe (rachat de PROMOGRO et de BATAM) et ce, en raison : (1) des difficultés pour trouver de nouveaux emplacements dans les zones au pouvoir d'achat élevé et (2) du coût exorbitant du foncier dans les grandes agglomérations.

■ Analyse financière du Groupe Magasin Général

De 2010 à 2014, et à périmètre comparable, le groupe Magasin Général a doublé son CA, ce qui correspond à une croissance annuelle de 13% (contre 5% pour le groupe Monoprix). Une évolution fruit d'un plan de rénovation des points de vente et d'une stratégie commerciale agressive, visant à améliorer la visibilité de l'enseigne sur le marché : les promotions et les magasins rénovés attirent les clients !

Les niveaux de marge de MG sont plus faibles que ceux de la concurrence en raison : (1) d'un mix produit moins favorable, dominé par les produits alimentaires ; (2) d'une stratégie « prix » agressive visant à gagner des parts de marché et (3) de l'existence d'une société de gros dans le périmètre du groupe, qui affiche par essence de moindres marges.

• Prix : 31 DT

• Capitalisation Boursière :

356 MDT

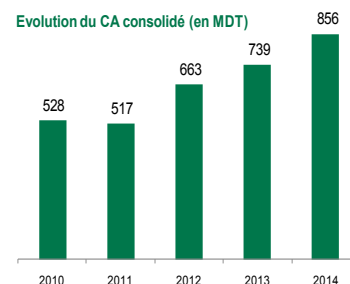
Magasin Général / Marché		
PER 2015e	43,7	12,7
PER 2016e	29,8	12,4
P/B 2014	104	2,2
Yield 2015e	1,0%	3,2%
Performance _{YTD}	-2,7%	11%
ROE 2014e		-32%

Actionnariat :

Med Invest Company :	65%
New Corp*	10%
Actionnaires associés :	14%
Public:	11%

* Société détenue par AUCHAN

Une enseigne devenue leader du marché en quelques années

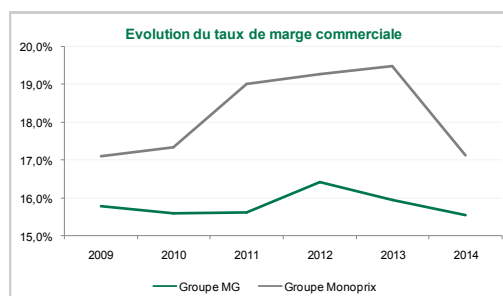


C'est sans doute dans cette optique que le management de MG a décidé de s'attaquer au créneau de l'électroménager, plus rentable, à travers le rachat des points de vente BATAM. Cette stratégie de montée en gamme n'est cependant pas dénuée de risques. La distribution d'électroménager est fortement concurrentielle en Tunisie avec une forte présence de marché informel. Elle exige une trésorerie conséquente étant donné la forte proportion des ventes à crédit sur ce créneau.

D'ailleurs, le management a bien confirmé lors de la dernière AGO les difficultés rencontrées pour assurer un développement - à la hauteur des ambitions - de la marque « nationale » qu'est BATAM.

L'agressivité commerciale de MG sur le marché- particulièrement visible en 2014 - a eu un effet d'entraînement sur le reste des concurrents qui ont dû sacrifier des points de marge (en l'occurrence Monoprix). A notre avis, cette guerre des prix - dans un marché de plus en plus concurrentiel - ne fait que commencer.

	Groupe MG	Groupe Monoprix
Croissance du CA 2010-2014	13%	5%
Nombre de points de vente	82	83
CA/magasin (mDT)	10 443	6 152
Taux de marge commerciale	15,5%	17,1%
Charges de personnel / CA	7,1%	8,1%



Au niveau de la productivité, l'enseigne a hérité de son statut étatique un problème de sur effectif, situation qui s'est relativement résorbée par l'élargissement du réseau, conformément à ce qui a été promis par le management au lendemain de la privatisation. La masse salariale représente aujourd'hui 7.1% du CA alors que ce niveau atteignait les 11% en 2007.

Au niveau de la rentabilité nette, le bénéfice de MG reste grevé par deux éléments très spécifiques au groupe :

- **Une charge de goodwill annuelle de 7.4MDT** relative à l'acquisition de PROMOGRO. Cette écriture comptable, qui s'étale sur dix ans, prendra fin au titre de l'exercice 2017. Au-delà de cette échéance, le résultat net du groupe se verra augmenté automatiquement de 7.4 MDT;
- **Des frais financiers importants, qui ont culminé à plus de 14 MDT en 2014 !** Et pour cause, l'endettement du groupe a doublé en cinq ans pour accompagner l'ambitieux plan d'investissement et de rénovation des points de vente - qui aura coûté près de 160 MDT sur la période (2010 - 2014) - et pour financer la constitution d'un stock de foncier imposant de 70 MDT (terrains et constructions). Ces acquisitions immobilières ont été guidées aussi bien par des opportunités pour de futures implantations que pour dissuader l'arrivée potentielle de concurrents. Le groupe a, par ailleurs, procédé à l'achat d'un terrain dans la zone de Radès pour l'établissement du futur hypermarché; sitôt que les autorisations seront délivrées.

Certes, la trésorerie généreuse a été mise à contribution dans ce plan de développement mais il a fallu compléter par des crédits bancaires (à hauteur de 60%). Le groupe affiche aujourd'hui un niveau d'endettement élevé par rapport à son niveau de fonds propres (**dette nette de plus 180 MDT pour des fonds propres de moins de 6 MDT**) ! Pour autant, la recapitalisation n'est pas dans les priorités du management.

En tout état de cause, ces efforts d'investissement - qui correspondent à une enveloppe moyenne de 45 MDT/an - ne sont pas encore perceptibles sur la rentabilité du groupe. Le ROCE de Magasin Général est faible dans l'absolu (4%) et comparative-ment à la concurrence (niveau normatif de 10% pour Monoprix).

■ Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

Lors de la dernière AGO, le management n'a pas été très explicite sur le plan d'ouverture de magasins sur les prochaines années.

Dans la continuité du trend des dernières années, nous estimons, et sans trop nous hasarder, que le chiffre d'affaires pourrait **dépasser la barre symbolique du milliard de dinars d'ici deux ans**. Nous n'avons aucune inquiétude sur le potentiel de croissance du CA du groupe Magasin Général. Celui-ci bénéficie d'une stratégie commerciale de plus en plus performante et le plan de modernisation des magasins devrait permettre à la chaîne de mieux tirer profit du potentiel du marché.

Cependant, notre visibilité est plus réduite sur la capacité de la chaîne à rehausser, de manière significative, ses niveaux de marge sur les prochaines années surtout que jusque là, aucun revirement au niveau du « mix produit » n'est réellement perceptible. Nos prévisions tablent sur un EBITDA de 56 MDT et 65 MDT respectivement en 2015 et en 2016.

■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Depuis la période post privatisation (2008-2009) où le cours de l'action avait connu un parcours spectaculaire, Magasin Général a relativement perdu de son attrait en Bourse. De 2010 à ce jour, le titre n'a évolué 'que' de 22%, soit 4% par an en moyenne.

Soucieux du comportement de l'action en bourse, le management a activement déployé sa politique de rachat d'actions en 2014 (une enveloppe assez conséquente de 6 MDT). Dans ce même état d'esprit 'marché', le conseil d'administration a annoncé le retour des dividendes et ce, après sept longues années de non distribution. La rémunération est certes symbolique (yield de 1%) mais elle a surtout pour but de signaler un changement de cap pour les actionnaires.

A 31.000 DT, les multiples de valorisation de MG sont relativement élevés comparativement à des sociétés de distribution aussi bien dans les pays développés qu'émergents.

Société	Pays	VE/CA _{2015e}	VE/EBITDA _{2015e}	PER _{2015e}
Label Vie	Maroc	0,69	11,6	33,8
Companhia Brasileira de Distribuicao	Brésil	0,31	4,2	13,1
Controladora Comercial Mexicana SAB	Mexique	0,4	4,5	21,5
Cencosud	Chili	0,62	8,9	15,1
Matahari Putra Prima Tbk PT	Indonésie	1,12	16,8	30,5
Massmart Holding	Afrique du Sud	0,37	9,0	21,5
Robinson Retail Holding	Philippines	0,89	11,7	22,0
Future Retail	Inde	0,73	6,6	37,2
Wal Mart Mexico	Mexique	1,31	13,2	23,9
Monoprix	Tunisie	0,8	12,2	30,6
Médiane Pays Emergents		0,71	10,3	23,0
Carrefour	France	0,35	6,7	17,3
Wal Mart	Etats Unis	0,58	7,9	15,3
Woolworths Ltd	Australie	0,6	7,9	14,3
Metro AG	Allemagne	0,23	5,1	15,9
Casino	France	0,6	6,7	14,0
Médiane Pays Développés		0,58	6,7	15,3
Magasin Général	Tunisie	0,56	9,9	46,2

Ces niveaux de valorisation et la marge limitée pour améliorer la rentabilité nous **incite à émettre une opinion neutre sur la valeur**. Les perspectives restent positives en raison du faible profil de risque du secteur et de la croissance potentielle à moyen terme ; en relation avec les investissements engagés. Valeur à suivre donc.

Prévisions de Tunisie Valeurs

En mDT	2012	2013	2014	2015e	2016e
Chiffre d'affaires	663 047	738 660	856 321	993 332	1 132 398
Variation		11%	16%	16%	14%
Marge commerciale	108 913	117 712	133 122	154 364	176 654
Taux de marge commerciale	16,4%	15,9%	15,5%	15,5%	15,6%
Charges de personnel	50 594	55 785	60 473	66 521	74 503
Autres charges d'exploitation	45 520	51 537	58 880	66 534	76 515
EBITDA	33 394	33 059	46 687	56 075	65 270
Marge d'EBITDA	5,0%	4,5%	5,5%	5,6%	5,8%
Amortissements & Provisions	27 788	35 171	40 138	45 147	50 431
Frais financiers nets	6 549	9 282	14 192	12 522	14 772
Résultat net	-3 120	-4 580	-4 011	305	1 550
Résultat net retraité du goodwill	4 286	2 826	3 395	7 711	8 956

Département Recherches & Etudes

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

Tel : 71 189 600

www.tunisievaleurs.com