

Compte de résultat

Chiffres en mDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	6 067	6 712	5 784	4 911	6 822	7 095
<i>Progression</i>	-	10,6%	-13,8%	-15,1%	38,9%	4,0%
Marge brute	3 882	4 575	4 166	2 924	4 821	4 988
<i>Progression</i>	-	17,9%	-9,0%	-29,8%	64,9%	3,4%
Taux de marge brute	64,0%	68,2%	72,0%	59,5%	70,7%	70,3%
EBITDA	1 670	2 263	1 901	794	2 404	2 424
<i>Progression</i>	-	35,5%	-16,0%	-58,2%	202,9%	0,8%
Marge d'EBITDA	27,5%	33,7%	32,9%	16,2%	35,2%	34,2%
Résultat net	2 000	2 742	1 338	1 216	2 168	2 260
<i>Progression</i>	-	37,1%	-51,2%	-9,1%	78,3%	4,2%
Marge nette	33,0%	40,9%	23,1%	24,8%	31,8%	31,8%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **New Body Line a connu une année 2021 faste marquée par des ventes records, une consolidation des marges et l'atteinte d'un nouveau palier de rentabilité. La reprise affichée en 2021 a certes profité d'une base de comparaison favorable après la baisse de régime de 2020 sur fonds de crise de la Covid-19. Cependant, elle a aussi bénéficié des efforts soutenus déployés par le management pour diversifier son portefeuille de clients, renforcer la présence sur le marché local et lancer des partenariats de cotraitances en Marque de Distributeur avec de grandes marques tunisiennes.**

♦ **2022 devrait s'inscrire dans la continuité de l'année précédente. Le management note une reprise très accélérée de l'activité en Europe chez les principaux clients. NBL a beaucoup de demandes de développement d'échantillons et de visites de nouveaux clients Européens à son site. Cette forte sollicitation vient de la volonté des clients européens d'abandonner leurs fournisseurs chinois et d'aller chercher des fournisseurs de proximité suite à l'augmentation vertigineuse des coûts de transport et aux augmentations des prix des matières premières. En faisant valoir ses avantages en termes de qualité, de proximité et de réactivité, le spécialiste des vêtements intelligents devrait tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre au profit de la Tunisie.**

♦ **Nous recommandons le titre à l'achat en raison de son positionnement « forte valeur ajoutée » et de sa forte capacité génératrice de cash-flow. Les perspectives restent positives vu la reprise post-confinement attendue dans les prochaines années, l'exposition de la société à une devise forte, l'Euro, et le potentiel de diversification de l'activité.**

Prix : 5,870Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Famille REJEB : 62,6%

Public: 37,4%

Capitalisation boursière: 25MDt

Ratios boursiers*:

PER 2022e: 11x

P/B 2021: 2x

Dividend yield 2021: 8,5%

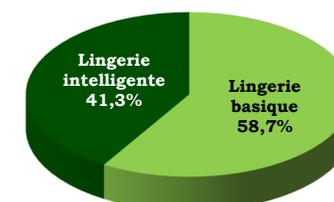
EV/EBITDA 2022e: 5,6x

ROE 2021: 20,1%

Performance 2022: +7,1%

* Données au 28 Juin 2022

Structure des ventes par produit (2021)



I- 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 ».

▪ Cette nouvelle génération de produits innovants est composée de produits à forte composante technologique et ayant des vertus cosmétiques comme la compression, la correction de la silhouette, le micro-massage et thermorégulation.

▪ Concentrant environ 40% des ventes de la société, à fin 2021, 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 la niche 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 de vêtements sans couture.

▪ Depuis 2003, la société a initié un partenariat technique avec une entreprise française 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 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. Désormais, la société détient à son actif un portefeuille d'une vingtaine de clients, au côté de Lytess.

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

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

▪ 2021 a été l'année de la croissance par excellence pour New Body Line (+38,9% à 6,8MDt au niveau du chiffre d'affaires) avec des ventes records aussi bien à l'export (5,6MDt) que sur le marché local (1,2MDt). NBL a, ainsi, largement rattrapé ses contreperformances au niveau du top line sur la période 2019-2020. La société s'est focalisée pendant la période de la Covid-19 sur le lancement de partenariats de cotraitances en MDD (Marque de Distributeur) avec de grandes marques Tunisiennes, surtout qu'il n'y a plus de différence des taux d'impositions entre le marché export et le marché local (un taux d'imposition à l'IS unique pour les bénéfices réalisés à l'export ou sur le marché local qui est de 15%). La société s'est attelée, par ailleurs, à étoffer son portefeuille de clients. En effet, durant 2021, NBL a travaillé avec 24 clients contre 22 clients en 2020.

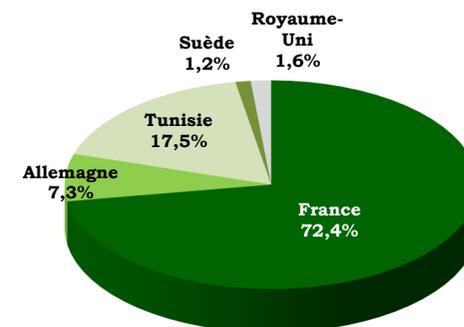
▪ Deux constatations majeures ressortent de l'analyse de l'évolution des revenus :

1) La détérioration du mix produit : C'est la lingerie basique, produit à plus faible valeur ajoutée, qui a tiré vers le haut les ventes de la société. La lingerie basique a vu son chiffre d'affaires s'envoler de 65,6% à 4MDt. Quant à la lingerie intelligente, son chiffre d'affaires s'est apprécié de 13%, seulement, à 2,8MDt. La contribution de la lingerie intelligente, activité à plus fortes marges, dans le mix produit de NBL continue à perdre du terrain dans la continuité des dernières années, ressortant à 41,3% contre une moyenne de 61,6% sur la période 2017-2020.

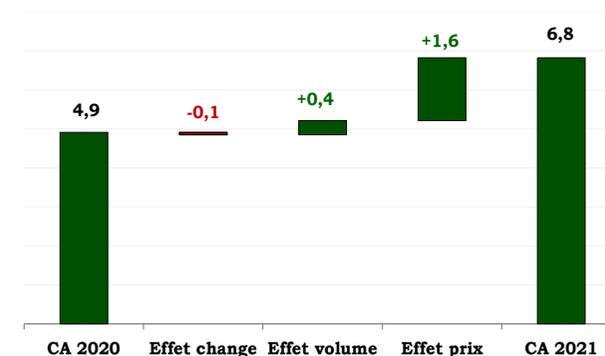
2) Un effet volume et un effet prix largement favorables: La production écoulée par la société a

augmenté de 8,8% à 658 703 unités. A cette évolution des quantités s'est greffée une hausse du prix moyen des produits vendus de 27,6%.

Répartition géographique des ventes (2021)



Effet change, effet volume et effet prix dans l'évolution des ventes (en MDt)



▪ Le marché français continue à être le principal marché cible pour NBL, s'adjudgeant la part du lion dans les ventes (une part de 72,4% à fin 2021).

▪ En dépit de la dégradation du mix produit, NBL a tant bien que mal réussi à améliorer ses marges. La gestion optimisée des approvisionnements et l'atteinte d'un niveau plus élevé d'activité (des économies d'échelle) ont valu à la société d'augmenter son taux de marge brute.

Ce dernier a signé une avancée de 11,1 points de pourcentage à 70,7% en 2021, soit un niveau parmi les plus élevés dans la vie boursière de la société.

- Sur l'année 2021, et malgré le contexte inflationniste, le management de NBL a déployé des efforts louables pour maîtriser les frais généraux (+8,9% à 1,7MDt au niveau de la masse salariale et +27,2% à 0,7MDt au niveau des autres charges d'exploitation). Subséquemment, la compagnie a vu sa rentabilité d'exploitation s'améliorer sur l'année écoulée. Le marge d'EBITDA s'est engraisée de 19,1 points de pourcentage à 35,2%. Pour sa part, l'EBITDA a triplé sur l'année à 2,4MDt.

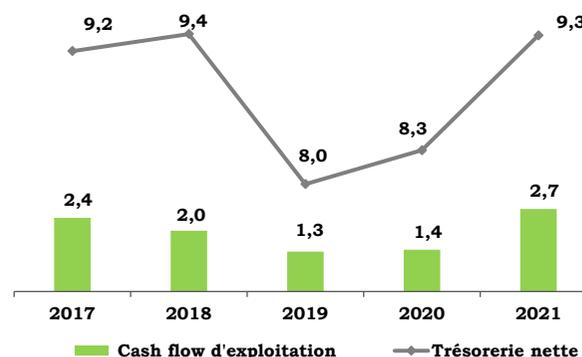
- La récurrence des cash-flows reste la force majeure de New Body Line. Malgré le changement du comportement des clients en favorisant plus le stockage des produits chez NBL et en adoptant la technique des petites commandes, le BFR reste maîtrisé (4 mois de chiffre d'affaires en 2021). L'activité d'exploitation dégage des flux de trésorerie abondants (une moyenne de 2MDt sur les cinq dernières années). Parallèlement, le matelas de trésorerie confortable cumulé au fil des années (une assise de 9,3MDt en 2021) lui dégage une enveloppe généreuse de produits financiers (un montant de 0,6MDt en 2021) qui bonifie régulièrement les résultats. Malgré le rehaussement du taux d'imposition des bénéfices provenant de l'export de 10% à 15% à partir de l'année 2021, New Body Line a renoué avec la croissance bénéficiaire. Son résultat net a bondi de 78,3% à 2,2MDt.

- Notons, enfin, que la forte capacité génératrice de cash-flows de la société lui permet de maintenir un bilan zéro dette et de distribuer un dividende généreux (un payout de 98% au titre de l'exercice

2021).

- L'AGO du 29 Juin 2022 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,500Dt (contre 0,360Dt par action versé au titre de l'exercice 2020), et ce à partir du 26 Septembre 2022. Les dividendes relatifs à l'exercice 2021 seront prélevés de la prime d'émission constituée en 2013 et seront, ainsi, exonérés de la retenue à la source.**

Evolution des cash flow d'exploitation et de la trésorerie nette (en MDt)



Chiffres en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
Cash Flow d'exploitation	2,4	2,0	1,3	1,4	2,7
Investissements	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2
Free Cash Flow	2,3	1,9	1,2	1,4	2,5
Dette Nette	-9,2	-9,4	-8,0	-8,3	-9,3
Gearing	-45,6%	-46,0%	-37,3%	-37,0%	-47,0%
ROE	19,3%	25,7%	12,3%	10,9%	20,1%
ROCE	37,9%	44,4%	35,2%	12,7%	52,2%

III- Perspectives d'avenir & prévisions

- New Body Line a publié, fin 2021, un communiqué annonçant que les actionnaires de référence de la société ont signé une lettre d'intention avec la société TAEF et M. Khalil TALBI visant une prise de participation majoritaire dans NBL.

- Dans ce cadre, l'acquéreur envisage de réaliser la transaction au travers d'une offre publique d'acquisition facultative, conformément à la réglementation en vigueur.

- Une fois les diligences nécessaires finalisées, l'acquéreur envisage d'adresser aux actionnaires de référence, et ce avant le 30 Juin 2022, un « Term Sheet » devant (i) fixer le prix d'acquisition offert par action (ii) confirmer/réviser le seuil en dessous duquel l'acquéreur ne réalisera pas la Transaction (iii) et fixer les principaux termes et conditions proposés pour la réalisation de l'opération. Il est à noter que la concrétisation de la transaction restera tributaire de l'accord des organes décisionnels des deux parties ainsi que des autorisations des autorités compétentes.

- Le management de NBL s'est attardé, courant l'AGO du 29 Juin 2022, sur cette cession majoritaire, expliquant que TAEF brigue une participation minimale de 75% dans le capital de New Body Line et que cette société est prête à déboursier une enveloppe de 20MDt pour s'offrir cette participation.

- L'équipe de direction a, également, signalé que très prochainement l'acquéreur devrait adresser aux actionnaires de référence, un « Term Sheet » devant (i) fixer le prix d'acquisition offert par action (ii) confirmer/réviser le seuil en dessous duquel l'acquéreur ne réalisera pas la Transaction (iii) et fixer les principaux termes et conditions proposés pour la réalisation de l'opération.

« TAEF brigue une participation minimale de 75% dans le capital de New Body Line. Cette société est prête à déboursier une enveloppe de 20MDt pour s'offrir ce bloc de contrôle »

▪ **Il sied de noter qu'en cas d'autorisation de l'acquisition de ce bloc de contrôle par le CMF, ce dernier devrait, selon toute vraisemblance soumettre TAEF à une Offre Publique d'Achat Obligatoire ou à un maintien de cours visant le reste des actions de la société New Body Line.**

▪ Le projet d'acquisition de la société française Lytess a été l'annonce majeure de l'AGO du 29 Juin 2022. Cette société qui figure parmi les clients les plus actifs de New Body Line (une contribution dans le chiffre d'affaires de NBL de 24% à fin 2021), a connu des difficultés financières et est actuellement en phase de redressement judiciaire.

▪ New Body Line compte se porter candidate à l'acquisition de Lytess, dans les prochains mois, pour un prix ne dépassant pas 120 mille euros.

▪ Cette éventuelle acquisition présentera une démarche proactive de développement à travers la reprise d'une marque existante et sa relance rejoint parfaitement le plan de développement stratégique de NBL.

▪ La direction de NBL a, également, insisté sur le fait que tout le passif de Lytess a été apuré et que ce projet permettrait à New Body Line de s'intégrer en aval en se lançant dans le commerce B-to-C et d'être présente dans 24 pays dans le monde.

▪ 2022 devrait être marquée par deux tendances majeures pour NBL:

1) un phénomène de régionalisation de la demande avec un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre vers des sources d'approvisionnement de proximité. C'est le cas du site Tunisie pour les marchés européens.

2) une envolée des prix des matières premières et une hausse des coûts de transport avec la désorganisation du commerce mondial générant des pressions sur les marges. La recrudescence de l'inflation dans le monde et l'émergence du conflit russo-ukrainien obèrent davantage les perspectives de croissance du secteur du textile habillement en Europe et en Tunisie (perte de pouvoir d'achat et ralentissement de la demande de consommation).

▪ Le premier trimestre de l'année en cours s'est inscrit sous le signe de la quasi-stagnation au niveau des ventes pour NBL. Les revenus du spécialiste des vêtements intelligents ont enregistré une légère augmentation de 2,3% à 1,9MDt.

▪ A la lumière des réalisations du T1 2022, nous tablons, sur l'année pleine, sur une croissance des ventes de 4% à 7,1MDt et sur une hausse du bottom line de 4,2% à 2,3MDt.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

▪ Après une année 2020 difficile, le producteur de la lingerie intelligente est revenu dans le radar des investisseurs depuis 2021. Les investisseurs ont retrouvé de l'appétit pour le titre encouragés par les indicateurs d'activité rassurants, portant la marque d'une reprise accélérée de l'activité, à partir de 2021, et par l'annonce du rehaussement des dividendes à distribuer au titre des exercices 2020 et 2021.

▪ Au niveau de cours actuel, la société est valorisée à 25MDt soit un PER 2022 estimé de 11x, un multiple VE/EBITDA 2022 estimé de 5,6x et un rendement en dividendes de 8,5% en 2021; un niveau de valorisation attrayant dans l'absolu et comparativement à la moyenne internationale (voir

tableau de la page suivante).

« En cas d'autorisation de l'acquisition de ce bloc de contrôle par le CMF, ce dernier devrait, selon toute vraisemblance soumettre TAEF à une Offre Publique d'Achat Obligatoire ou à un maintien de cours visant le reste des actions de la société New Body Line »

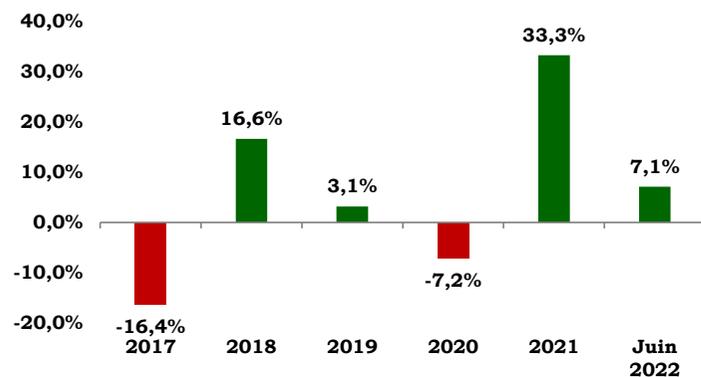
▪ Malgré sa manne financière et son profil totalement exportateur, New Body Line affiche trois faiblesses de taille: des performances volatiles, une forte exposition au marché français et une politique d'investissement en deçà des attentes (une enveloppe d'investissement de 105,6 mille dinars en moyenne sur la période 2017-2021) pour une activité axée sur l'innovation.

▪ **Espérons que le projet d'acquisition de la société Lytess permettra à la société d'accélérer sa stratégie d'innovation et d'élargir d'une manière durable sa base de clientèle.**

▪ **Nous pensons, enfin, que l'éventuelle cession majoritaire de NBL à la société TAEF et l'annonce d'une possible OPA Obligatoire devraient constituer un catalyseur potentiel pour le titre sur le court terme.**

▪ **Nous recommandons un positionnement sur New Body Line. Les perspectives restent positives vu la reprise post-Covid attendue dans les prochaines années, l'exposition de la société à des devises fortes et le potentiel de diversification de l'activité.**

Performances boursières de NBL sur les dernières années



Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	ROE 2021	Marge d'EBITDA 2021	VE/EBITDA 2021e (x)	PER 2021e (x)
New Body Line	Tunisie	20,1%	35,2%	5,6	11,0
CALIDA Holding AG	Suisse	12,0%	13,1%	8,2	20,3
Makalot Industrial Co., LTD	Taiwan	22,2%	13,7%	9,1	13,6
Page Industries Limited	Inde	54,4%	20,8%	48,4	70,0
Hanesbrands Inc.	Etats-Unis	68,7%	13,2%	7,6	7,7
Teejay Lanka Plc	Sri Lanka	11,0%	5,3%	N.D	N.D
Shenzhou International Group Holdings	Chine	12,3%	20,7%	N.D	N.D
Médiane		17,3%	13,5%	8,7	17,0

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.