

**ETUDE
SAM : CONSOLIDE SA
CROISSANCE**

Points clés

- En 2023, le chiffre d'affaires du spécialiste en mobiliers de bureaux a connu une légère progression de 1% à 28,7MDt, soit un taux de croissance annuel moyen de 6,1% sur la période 2018-2023. Les performances accomplies en 2023 confirment la position de SAM en tant que leader sur le marché sur la niche de mobiliers de bureaux, avec une part de marché de 24% à fin 2023.
- Selon le management, le chiffre d'affaires du groupe Meubles Intérieurs devrait croître de 9% en 2024 pour atteindre 31,2MDt. L'EBITDA devrait s'établir à 5,6MDt contre 5,3MDt en 2022. Nous nous attendons à un résultat net part du groupe, en hausse de 3% à 3,9MDt. La rentabilité du groupe reste tributaire non seulement de facteurs internes, mais aussi du contexte mondial (la disponibilité de la matière première sur le marché international et l'inflation des prix).
- L'assemblée générale ordinaire a décidé de distribuer un dividende de 0,500 Dt au titre de l'exercice 2023, contre un dividende de 0,400 Dt au titre de l'exercice 2022, soit un rendement en dividende de 8,4%. La date de distribution des dividendes a été fixée pour le 31 juillet 2024.
- Valorisée à 33,3MDt, soit un PER2024e de 6,1x et un VE/EBITDA 2024e de 8,8x, la société affiche un niveau de valorisation attrayant, inférieur à celui de ses pairs internationaux. Le groupe affiche de bons fondamentaux et un fort potentiel de croissance. Nous recommandons le titre SAM à « l'achat ».

Actionnariat (au 19.05.2023)

| | |
|---------------------|-------|
| FAMILLE BEN SLIMANE | 58,7% |
| Autres actionnaires | 41,3% |

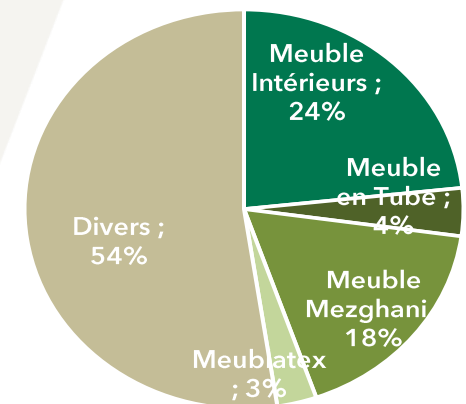
Cours (au 24.06.2024): 5,980 Dt

Recommandation: Acheter (+)

I- Présentation du groupe Meubles Intérieurs

- Créée en 1988, à l'initiative de M. Hatem BEN SLIMANE, la Société Atelier du Meubles Intérieurs-SAM- s'est, depuis, spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de mobilier de bureaux moyen et haut de gamme, ainsi que l'aménagement des espaces de travail. Offrant un large choix de produits à des prix compétitifs, le groupe «Intérieurs» jouit d'une forte notoriété et d'une grande expertise dans le métier.
- La société Atelier du Meubles Intérieurs est la société mère de quatre filiales :
 - Société le Mobilier Contemporain « SMC ». Il s'agit d'une SARL assurant le commerce des meubles, luminaires, décoration, antiquité,...
 - La société Bureau Plus est une SARL spécialisée dans la fabrication de tous types de meubles et d'articles de décoration.
 - La société TALOS est une SARL. Il s'agit d'un site e-commerce spécialisé dans la vente de mobilier de bureau, équipements et fourniture.
 - La société « INTERIEURS COTE D'IVOIRE » est une société anonyme de droit Ivoirien, assurant le commerce de meubles en Côte d'Ivoire.
- Le groupe Intérieurs maintient sa position en tant que leader sur la niche Mobilier de Bureau et accessoires, avec une part de marché de 24% à fin 2023, contre une part de marché de 28% en 2022.

Part de marché de Meubles intérieurs à fin 2023



Source : Management de la société Meubles Intérieurs

- Le secteur compte environ plus que 200 entreprises structurées, dont 60 entreprises environ fabriquent le mobilier de bureaux et 4 seulement spécialisées uniquement dans le mobilier de bureaux. Les principaux concurrents du groupe Intérieurs sont : Meublalex, Meubles Mezghani et Meubles en tube.
- Le segment du mobilier de bureau est très concurrentiel en raison de l'existence de plusieurs importateurs haut de gamme qui commercialisent des marques françaises, américaines, et italiennes telles que Roche Bobois, Steel Case, et Poltrona Frau ainsi que des importateurs bas de gamme qui commercialisent des produits chinois. Le groupe fait, également, face à un marché artisanal de proximité de plus en plus important et au risque de l'avènement de nouvelles marques internationales au vu des faibles barrières à l'entrée dans le secteur.
- Le choix stratégique du groupe Intérieurs est de renforcer sa position de leader (24% part de marché) incontesté en Tunisie sur son cœur de métier à travers le développement d'un réseau de revendeurs en Tunisie. Le groupe compte, également, étendre son activité sur les pays du bassin méditerranéen et d'Afrique. Le groupe dispose déjà d'un site de production sur le grand Tunis étalé sur plus que 5 000 m2 avec possibilité d'extension, de 4 points de vente, 3 showrooms en Tunisie, un showroom en Côte d'Ivoire et un showroom en France.

II- Faits et éléments saillants en 2023

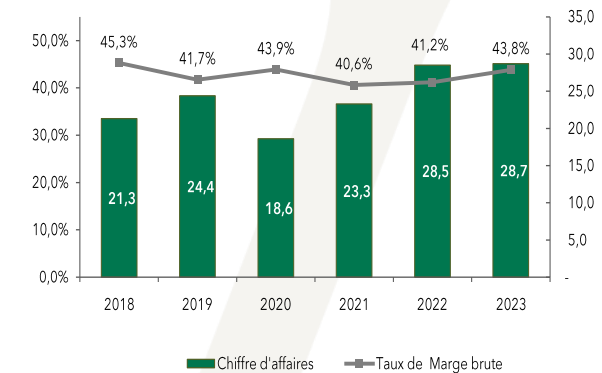
1- Des revenus quasi- stables en 2023

- Après deux années consécutives de croissance à deux chiffres de son Top line, marquant une reprise de l'activité suite à la crise sanitaire COVID 19, Meubles Intérieurs a stabilisé ses revenus en 2023. Le chiffre d'affaires du spécialiste en mobilier de bureaux a connu une légère progression de 1% à 28,7MDt, soit un taux de croissance annuel moyen de 6,1% sur la période 2018-2023. Les performances accomplies en 2023 confirment la position de SAM en tant que leader sur le marché, avec une part de marché de 24% à fin 2023.
- En 2023, le chiffre d'affaires export s'est maintenu quasi- stable à 1MDt.

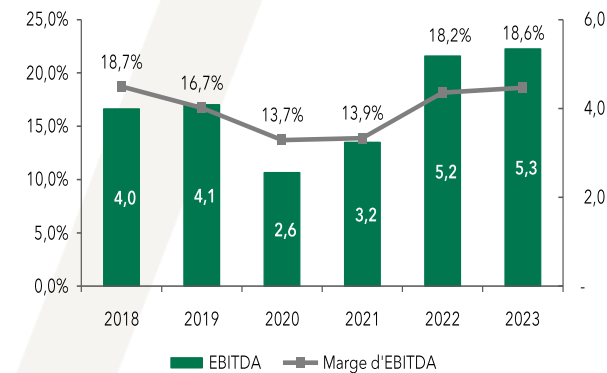
2- Une rentabilité en nette amélioration

- En dépit du renchérissement du coûts des intrants (bois et articles de quincaillerie) qui s'est poursuivi en 2023. Le groupe SAM a réussi à améliorer sa rentabilité. Le spécialiste en mobilier de bureau a vu sa marge brute progresser de 7,1% à 12,6 MDt. Le taux de marge brute a pris 2,6 points de pourcentage à 43,8%. Le spécialiste en mobilier de bureau se rapproche du niveau de marge de 2018 (45%). Les importateurs de bois ont dû affronter les défis de l'année dernière, relatifs au manque de disponibilité de la matière première et à son renchérissement suite à la reprise d'activité des grandes puissances économiques. Les importateurs ont pu bénéficier de frais de transport en baisse par rapport à l'année dernière.
- Grâce à une bonne maîtrise des charges d'exploitation, le spécialiste en mobilier de bureaux a amélioré de 3% sa marge d'EBITDA à 5,2MDt. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 0,4 points de pourcentage à 18,6%.
- En 2023, le résultat net consolidé a connu une ascension de 14,1 % à 3,8 MDt, contre 3,3 MDt en 2022. Par conséquent, la marge nette de la société s'est bonifiée de 1,6 points de pourcentage à 13,2 %.

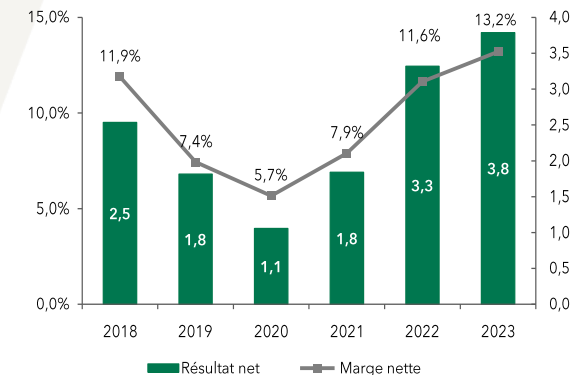
Evolution du chiffre d'affaires (en MDt) et de la marge brute



Evolution de l'EBITDA(en MDt) et de la marge d'EBITDA du groupe Intérieurs



Evolution du résultat net part du groupe (en MDt) et de la marge nette part du groupe Intérieurs



3- Une assise financière toujours solide

Comme à l'accoutumée, le groupe Meubles Intérieurs affiche une situation financière solide et en amélioration. En effet, le groupe témoigne d'un faible recours à l'endettement avec une dette nette de 0,7MDt à fin 2023, soit un très faible gearing de 4,5%. Grâce à l'amélioration de la rentabilité d'exploitation et en dépit de l'augmentation du Besoin en Fonds de Roulement (en raison d'un délai de rotation du stock plus long et de délais recouvrement clients plus longs) impactant négativement la trésorerie (FCF) de la société, celle-ci s'est améliorée, s'établissant à 2,9MDt en 2023 contre 2MDt une année auparavant.

III. Perspectives et opinion de TUNISIE VALEURS

En 2024, le management demeure confiant quant à la possibilité de continuer à réaliser une croissance satisfaisante de son chiffre d'affaires. A fin mars 2024, le chiffre d'affaires de Meuble Intérieurs s'est accru de 20% pour atteindre 6,8MDt grâce aux commandes réalisées à la fin de l'année précédente avec la BIAT et la BNA. En effet, en décembre 2023, le carnet de commandes a été de 4,5MDt, contre un carnet de commande de 1MDt à fin 2022. Selon le management, le chiffre d'affaires du groupe Meubles Intérieurs devrait croître de 9% en 2024 pour atteindre 31,2MDt. L'EBITDA devrait s'établir à 5,6MDt contre 5,3MDt en 2022. Nous nous attendons à un résultat net part du groupe, en hausse de 3% à 3,9MDt. Cependant, la rentabilité future du groupe reste tributaire non seulement de facteurs internes, mais aussi du contexte mondial (la disponibilité de la matière première sur le marché international et l'inflation des prix).

Afin de développer l'activité export, qui n'est pas encore correctement enracinée, le management a signé un contrat cadre avec la BERD, lui permettant de bénéficier d'une enveloppe de financement de 45 000 Euro et de l'expertise de deux consultants étrangers pour accompagner le développement de l'offre produit à l'international. Le management a, également, pressé le pas pour s'installer au sud-est français avec le démarrage d'une nouvelle unité de montage. Toutes les procédures administratives sont achevées. L'ouverture d'un showroom d'ancrage à Nice est prévue prochainement. En Afrique, le management a établi une stratégie par pays. SAM compte augmenter son chiffre d'affaires de 20% en Côte d'Ivoire, diversifier ses contacts et distributeurs en Libye et participer à des foires et donner plus de moyens à son distributeur à Nouakchott en Mauritanie.

L'assemblée générale ordinaire a décidé de distribuer un dividende de 0,500 dt au titre de l'exercice 2023, contre un dividende de 0,400Dt au titre de l'exercice 2022, soit un rendement en dividende de 8,4%. La date de distribution des dividendes a été fixée pour le 31 juillet 2024.

Les réalisations fort encourageantes de la société ont été bien récompensées en bourse. Le rallye boursier s'est poursuivi également en 2024. Le cours de l'action a affiché une montée de +35,9% depuis le début de l'année en cours.

Valorisée à 33,3MDt, soit un PER2024e de 6,1x et un VE/EBITDA 2024e de 8,8x, la société affiche un niveau de valorisation attractif, inférieur à celui de ses pairs internationaux. Le groupe affiche de bons fondamentaux et un fort potentiel de croissance. Nous réitérons notre recommandation à « l'achat » sur le titre SAM.

Principaux agrégats financiers consolidés du groupe Intérieurs entre (2018-2023)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| BFR | 5,0 | 6,1 | 5,0 | 7,0 | 8,4 | 9,2 |
| Trésorerie d'exploitation | 2,4 | 0,2 | 3,0 | 0,5 | 2,4 | 3,8 |
| Free Cash Flow | 1,8 | 0,0 | 2,8 | 0,2 | 2,0 | 2,9 |
| Dette nette | 1,7 | 1,9 | -0,1 | 1,3 | 0,9 | 0,7 |
| Gearing | 15,7% | 17,1% | -1,3% | 10,5% | 6,1% | 4,5% |
| ROE | 26,4% | 16,7% | 9,3% | 16,2% | 27,0% | 27,3% |

Les comparables boursiers internationaux de SAM

| Société | Pays | VE/Sales 2024e (x) | VE/EBITDA 2024e (x) | PE/2024e (x) |
|-----------------------------------|----------------|-----------------------|------------------------|-----------------|
| SAM | Tunisie | 1,1 | 6,1 | 8,8 |
| Maisons du Monde SA | France | 0,7 | 4,2 | ND |
| Roche Bobois SA | France | 1,4 | 7,1 | 14,7 |
| FILA - Fabbrica Italiana Lapis... | Italie | 1,3 | 7,7 | 10,0 |
| HNI Corporation | USA | 1,0 | 8,0 | 14,2 |
| Okamura Corporation | Japan | 0,7 | 7,0 | 11,4 |
| Henglin Home Furnishings Co.,Ltd | Chine | 0,9 | 8,4 | 10,9 |
| Moyenne des pairs | | 1,0 | 7,1 | 12,2 |

* Indicateurs calculés sur la base du cours boursier au 25 juin 2024.

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

Etats financiers consolidés de SAM

| Chiffres consolidés (en MDt) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Revenus | 21,3 | 24,4 | 18,6 | 23,3 | 28,5 | 28,7 | 31,3 |
| Progression | 29,8% | 14,5% | -23,7% | 25,1% | 22,4% | 0,6% | 9,0% |
| Marge brute | 9,7 | 10,2 | 8,2 | 9,5 | 11,7 | 12,6 | 13,7 |
| Taux de marge brute | 45,3% | 41,7% | 43,9% | 40,6% | 41,2% | 43,8% | 43,8% |
| EBITDA | 4,0 | 4,1 | 2,6 | 3,2 | 5,2 | 5,3 | 5,6 |
| Progression | 46,8% | 2,3% | -37,5% | 26,8% | 60,0% | 3,1% | 4,5% |
| Marge d'EBITDA | 18,7% | 16,7% | 13,7% | 13,9% | 18,2% | 18,6% | 17,8% |
| Résultat net part du groupe | 2,5 | 1,8 | 1,1 | 1,8 | 3,3 | 3,8 | 3,9 |
| Progression | 90,5% | -28,5% | -41,8% | 74,3% | 80,3% | 14,1% | 2,9% |
| Marge nette | 11,9% | 7,4% | 5,7% | 7,9% | 11,6% | 13,2% | 12,5% |

Sources : Etats financiers de SAM et estimations de TUNISIE VALEURS.

AVERTISSEMENT : Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de TUNISIE VALEURS à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'actions.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation.