

ETUDE
**SIAME : CAP SUR LES
*SMART GRIDS !***

Points clés

2023 s'est inscrite sous le signe de la reprise pour le groupe SIAME. Après avoir subi une baisse de régime en 2022 en raison notamment des retards de notification des commandes de la STEG et de la conjoncture défavorable aussi bien sur le marché local qu'à l'export, l'activité du spécialiste des appareillages électriques est pratiquement revenue à ses niveaux de l'année faste, 2021. Par ailleurs, et malgré la lourde « facture » des charges financières et les contreperformances de certaines de ses filiales, le groupe a renoué avec la rentabilité.

Selon le management, la conjoncture économique qui règne en Tunisie demeure peu favorable à la SIAME et engendre une absence des investissements aussi bien publics que privés, une situation financière critique pour la plupart des opérateurs économiques, un coût du crédit inabordable qui décourage tout investisseur à s'engager dans de nouveaux projets et une inflation élevée qui constitue un véritable frein à la consommation. Cependant, l'équipe de direction de la société demeure optimiste quant à la capacité de la SIAME à braver les multiples vents contraires et à naviguer à un bon rythme de croisière. Ainsi, en 2024, la compagnie ambitionne de continuer sur une tendance ascendante et de croître sur tous les marchés dans lesquels opère la SIAME. La direction de la compagnie prévoit une croissance du chiffre d'affaires de 12 % à 46 MDt et un résultat net de 3,4 MDt au niveau de la société mère (contre 2 MDt en 2022).

La stratégie de développement qui sera mise en œuvre par le management dans les prochaines années repose sur les axes suivants: consolider le leadership de la société sur le marché de l'appareillage électrique en Tunisie, renforcer les ventes à l'export, moderniser les ateliers de production via l'implémentation d'une industrie 4.0, maîtriser les coûts et améliorer la marge brute et développer la capacité d'innovation à travers notamment le lancement de la production des compteurs intelligents et prépayés.

L'avenir pour le groupe SIAME est prometteur. Le projet « Smart Grid » lancé par la STEG en 2019 (publication de l'avis d'appel d'offres international) pour une enveloppe initiale de 400 MDt et dont le potentiel global s'élève à un milliard de dinars, représente un levier de croissance important et une opportunité unique à saisir par la SIAME. Le groupe s'est bien préparé à cette transition vers les solutions de comptage intelligent, depuis six ans, avec notamment la création d'une nouvelle filiale, la société Innov-Alliance-Technology « I@T ». Cette filiale devrait accompagner la SIAME dans le développement de nouvelles solutions de smart metering, afin de conquérir de nouveaux marchés en Afrique et au Moyen-Orient. Capitalisant sur la réussite de son expérience avec la STEG, la SIAME ambitionne, en effet, de déployer sa solution en Afrique et au Moyen-Orient.

Présentement, avec une capitalisation de 56,8 MDt, le groupe SIAME traite à 9,1 x son EBITDA estimé pour 2024. Ce niveau de valorisation a beau refléter le réveil commercial du groupe manifesté en 2023, cependant, il ne reflète pas convenablement le potentiel de croissance latent que recèle le projet « Smart Grid » pour la SIAME dans les prochaines années. Le cachet exportateur du groupe et la solidité de ses fondamentaux sont des avantages comparatifs de taille, surtout à l'aune de la crise économique et de la dégradation du climat des affaires en Tunisie. Avec la concrétisation définitive du marché « Smart Grid », le titre devrait susciter l'intérêt des investisseurs. Ces derniers sont dans l'expectative et attendent impatiemment l'amorce du virage vers les compteurs smart. Un effort de communication est nécessaire pour redorer l'image du titre en Bourse. Nous recommandons un positionnement à l'achat sur la valeur.

Actionnariat (au 11.05.2023)

M. Mohamed Hédi BEN AYED	20,7 %
COTUNAL**	8,2 %
INTERMETAL**	8,1 %
SNCI**	6,4 %
PROSID**	6,4 %
Autres actionnaires	50,2 %

** Sociétés appartenant au groupe IPS, détenu par l'actionnaire de référence M. Mohamed Hédi BEN AYED.

Cours (au 23.05.2024) : 3,680 Dt

Recommandation : Acheter (+)

* Les *Smart Grids* désignent les réseaux électriques intelligents qui servent à optimiser la production, l'acheminement, la distribution et la consommation de l'électricité grâce aux données générées par les systèmes informatiques. En effet, toutes ces informations collectées, de la production à la consommation, permettent d'améliorer l'efficacité énergétique de l'ensemble du réseau. Les Smart Grids assurent que chaque étape de la distribution électrique soit optimisée. Chaque acteur de la chaîne est concerné :

- 1) la production : les centrales nucléaires et thermiques, les turbines hydrauliques et les parcs photovoltaïques, éoliens et de biomasse ;
- 2) l'acheminement : des centres de production aux pylônes électriques transportant l'énergie ;
- 3) la distribution : par les gestionnaires du réseau de distribution ;
- 4) et la fourniture : via les compteurs intelligents.

I. Faits et éléments saillants de l'exercice 2023

Le groupe SIAME a affiché en 2023 une performance Top line étincelante. Tiré essentiellement par la société mère (hausse du chiffre d'affaires de la société mère de 49,7 % à 41,1 MDt), le chiffre d'affaires consolidé a inscrit une croissance de 28,4 % à 63,2 MDt. A l'échelle de la société mère, la forte augmentation des ventes s'explique par la bonne performance de tous les marchés.

Le management constate une bonne reprise des ventes auprès de la STEG, dont le chiffre d'affaires est passé de 1,5 MDt en 2022 à 7,2 MDt en 2023. Le plus gros des ventes à la STEG a été réalisé durant le deuxième semestre de l'année où 90 % des ventes ont été facturées. La gamme des Compteurs s'est accaparée la plus gros du chiffre d'affaires réalisé avec la STEG en 2023 avec une part de 61 %.

Les ventes à l'export ont, également, progressé d'une manière significative passant de 8,4 MDt en 2022 à 13,8 MDt en 2023. La gamme Accessoires en Ligne, produit le plus rentable pour la SIAME, s'est accaparée 43 % des ventes à l'export en 2023. La forte reprise des ventes vers l'Algérie, le Maroc et auprès de la société STEG INTERNATIONAL, expliquent cette performance et a permis à cette famille de se placer en première position sur le marché export. Il est important de noter que l'allègement des restrictions imposées en Algérie via le mécanisme de l'ALGEX a fortement contribué à la reprise des exportations de la SIAME qui se sont envolées de 74 % sur cette destination. La famille des Disjoncteurs qui représente 38 % des ventes à l'export, a progressé de 50 % pour passer de 3,5 MDt en 2022 à 5,2 MDt en 2023. Cette progression est due à une bonne reprise des ventes en Irak dont le climat politique et économique s'est nettement amélioré. Signalons, enfin, que la sous-traitance pour le compte de la société SAGEMCOM relative à la fourniture de tableaux de comptage pour la STEG, a permis à la SIAME de réaliser un chiffre d'affaires export supplémentaire de près de 2 MDt.

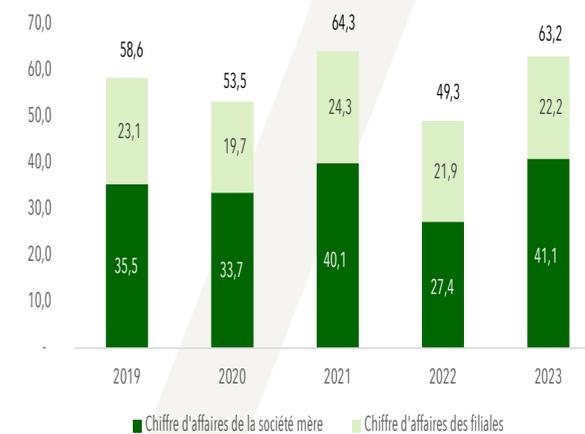
Quant aux ventes au Marché Local Privé, elles sont passées de 17,5 MDt en 2022 à 20,1 MDt en 2023, enregistrant ainsi une augmentation de 15,2 %. La gamme des Disjoncteurs, qui représente 76 % des ventes locales totales, a enregistré la plus forte progression en absolu. L'évolution par rapport à 2022 a été de l'ordre de 2,1 MDt, soit +15 %. La disponibilité de la marchandise, grâce aux efforts de stockage de la matière première et de produits finis déployés en 2022, a contribué significativement à la réalisation de cette performance. Il convient de noter, également, que l'effet de l'annonce de l'augmentation des prix opérée au mois de mai 2023 a boosté les ventes sur le premier semestre de 2023. Les clients ont profité de cette hausse pour constituer des stocks importants, avant le démarrage de la haute saison.

En 2023, les marges du groupe ont affiché des évolutions contrastées. Alors que le taux de marge brute a enregistré une légère dégradation de -0,7 points de pourcentage à 35,5 %, la marge d'EBITDA a affiché une amélioration de 1,5 point de pourcentage à 11,7 % ; un niveau qui reste, tout de même, inférieur à celui de l'année de référence 2021. **Alors que les filiales tirent vers le haut le taux de marge brute consolidé, elles exercent un effet de massue sur la marge d'EBITDA du groupe.**

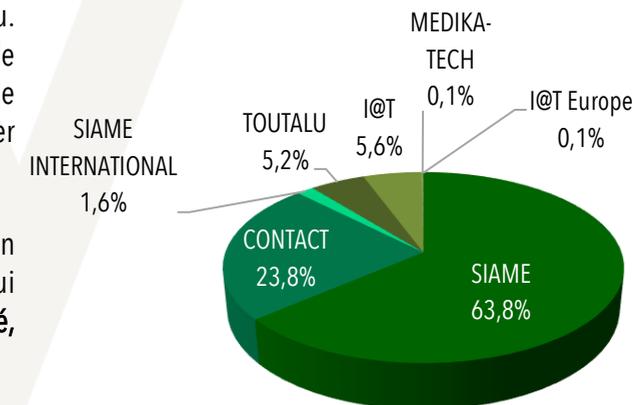
Le groupe a affiché une amélioration remarquable de sa rentabilité d'exploitation. Grâce aux efforts de maîtrise des charges (une progression de la masse salariale de 11,4 % à 11 MDt, bien inférieure à celle du chiffre d'affaires en raison de l'optimisation notamment au niveau des effectifs occasionnels), l'EBITDA a reporté un bond de 47,3 % à 7,4 MDt.

Malgré des charges financières plus pesantes (en hausse de 48,8 % à 3 MDt sur l'année 2023) portant la marque du contexte haussier des taux ayant prévalu l'année dernière, la SIAME est parvenue à renouer avec la croissance bénéficiaire en 2023 (un RNPG de 1,4 MDt).

Evolution du chiffre d'affaires du groupe SIAME en MDt



Répartition des ventes agrégées du groupe SIAME (2023)



Notons que sur les sept entités constituant le groupe SIAME, seulement la société mère (un résultat net de 2 MDt), la société I@T (un résultat net de 149,3 mille dinars) et la société SIAME INTERNATIONAL (un résultat net de 114 mille dinars) ont affiché un Bottom line dans le vert en 2023.

Du côté des fondamentaux, le groupe SIAME jouit d'une structure financière saine. La hausse soutenue du BFR sur les deux dernières années, générant un plus fort recours à l'endettement nous semble un évènement exceptionnel. L'activité d'exploitation du groupe génère des cash flows historiquement suffisants qui permettent de rémunérer généreusement les actionnaires (un payout de 91,8 % en 2023). **A noter que l'Assemblée Générale Ordinaire du 23 mai 2024 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,120 Dt par action, au titre de l'exercice 2023, contre un montant de 0,070 Dt par action versé au titre de l'exercice 2022. Ces dividendes seront distribués à partir du 15 août 2024.**

II. Perspectives de développement et prévisions

Après la forte reprise enregistrée en 2023, le management ambitionne de continuer sur une tendance ascendante et de croître sur tous les marchés dans lesquels opère la SIAME. Il prévoit ainsi de réaliser un chiffre d'affaires de 46 MDt, à l'échelle individuelle, soit une croissance de 12 % par rapport à 2023.

La conjoncture économique qui règne en Tunisie demeure peu favorable et engendre une absence des investissements aussi bien publics que privés, une situation financière critique pour la plupart des opérateurs économiques, un coût de crédit inabordable qui décourage tout investisseur à s'engager dans de nouveaux projets et une inflation élevée ; un véritable frein à la consommation.

Malgré ce contexte défavorable, la direction de la SIAME reste optimiste, ce qui l'a incité à élaborer un budget relativement ambitieux pour 2024. Pour réaliser cet objectif, le management estime qu'il est essentiel de gagner des parts de marché sur la concurrence.

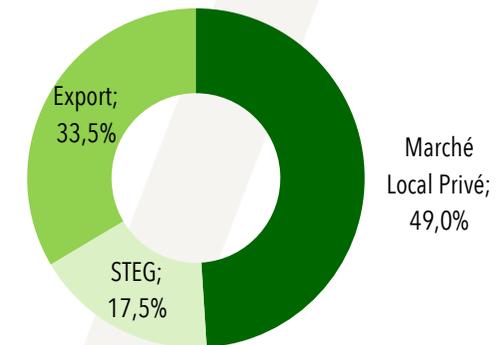
La gamme des Disjoncteurs profitera de l'impact de l'augmentation du prix de vente moyen à la suite de l'augmentation décidée en 2023, d'une bonne disponibilité de la marchandise et des produits de bonne qualité. La SIAME prévoit, par ailleurs, le lancement d'une campagne publicitaire autour de cette gamme pour consolider davantage sa position commerciale.

Pour la gamme des Lampes, certains ajustements doivent être opérés au niveau de l'offre afin d'atteindre les objectifs fixés, on cite particulièrement :

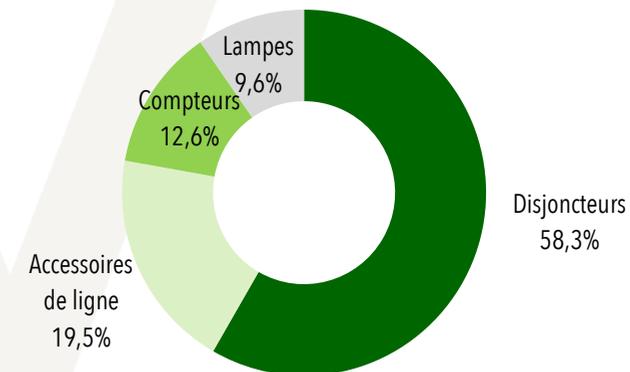
- Ajustement à la baisse des prix de vente afin de réduire l'écart vis-à-vis de la concurrence. Cet ajustement se fera en concertation avec le fournisseur de composants de la société pour ne pas impacter la marge ;
- Elargissement de la gamme des produits pour renforcer la position en tant que marque référence ;
- Poursuite des efforts entamés en 2023 dans la communication grand public, notamment digitale.

Pour ce qui est de l'export, le plus gros de la croissance projetée en 2024, viendra des marchés irakien et algérien. La direction de la SIAME table ainsi sur un chiffre d'affaires prévisionnel en Irak de 7,3 MDt, contre une réalisation de 5,7 MDt en 2023, soit une variation positive de 1,6 MDt ou 29,6 %. Les prévisions sur le marché algérien sont de l'ordre de 3 MDt soit une progression de 21,3 %. Pour le reste des marchés, l'objectif de 2024 consiste en la consolidation des réalisations de l'exercice 2023, dans l'espoir de remporter de nouvelles affaires sur lesquelles la SIAME est positionnée et dont les résultats ne sont pas encore proclamés.

Structure des revenus de la société mère par marché (2023)



Structure des revenus de la société mère par gamme de produits (2023)



« Après la forte reprise enregistrée en 2023, le management ambitionne de continuer sur une tendance ascendante et de croître sur tous les marchés dans lesquels opère la SIAME, en 2024 »

Concernant le marché de la STEG et contrairement à 2023, la SIAME a démarré la nouvelle année avec un portefeuille de commandes relativement garni, ce qui lui a permis de réaliser les objectifs des quatre premiers mois sans souci. Il s'agit essentiellement de reliquat commandes de compteurs et de tableaux de comptage, ainsi que de l'avenant concernant le marché des Accessoires de Ligne BT et dont la valeur totale se situe aux alentours de 2,3 MDt sur les 2,4 MDt estimés pour la même période.

Le management de la SIAME a, par ailleurs, ajouté que la société est assez bien positionnée dans d'autres appels d'offres, dont les dépouillements technique et financier ne sont pas encore clôturés. A priori, il estime la part qui reviendra à la SIAME à 12 MDt dont 7 MDt seraient facturés et livrés en 2024.

Selon l'équipe de direction de la SIAME, les ventes des quatre premiers mois de l'exercice 2024 ont enregistré une progression de 41,2 % par rapport à 2023. Cette progression s'explique essentiellement par :

- L'excellent démarrage des ventes à l'export avec une réalisation de 5,5 MDt, en hausse de 42,7 % ;
- La confirmation de la reprise des ventes à la STEG, dont les livraisons ont progressé de 3,1 MDt. Le chiffre d'affaires réalisé au 30/04/2024 est en ligne avec l'objectif fixé et est de loin supérieur aux faibles réalisations des quatre premiers mois de 2022 (85 mille dinars) ;
- Une légère baisse des ventes sur le Marché Local Privé de - 5 %.

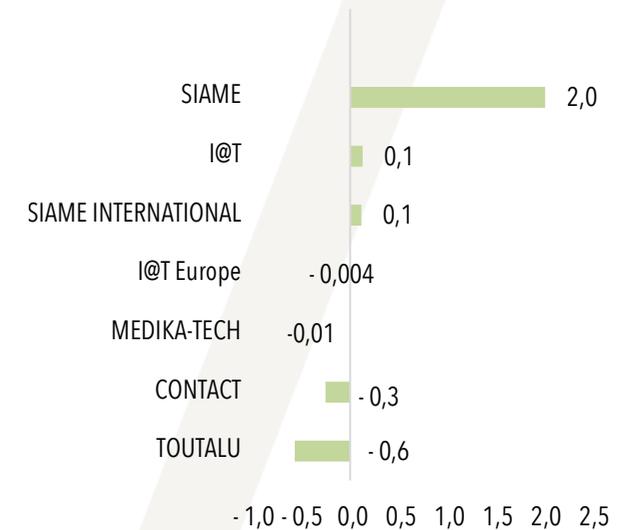
Le résultat net pour l'exercice 2024 est estimé, par le management, à 3,4 MDt au niveau de la société mère, en progression par rapport à 2023 de +1,4 MDt hors éléments exceptionnels et non récurrents.

A la lumière des prévisions du management, nous tablons sur l'année pleine 2024 sur une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 10,3 % à 69,7 MDt et sur une hausse vigoureuse du résultat net part du groupe de 77,5 % à 2,5 MDt.

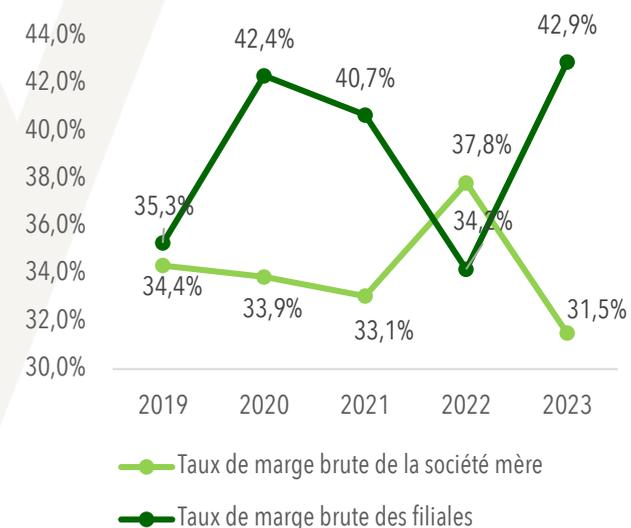
A plus long terme, la stratégie de développement qui sera mise en œuvre par le management dans les prochaines années repose sur les axes suivants: consolider le leadership de la société sur le marché de l'appareillage électrique en Tunisie, renforcer les ventes à l'export, moderniser les ateliers de production via l'implémentation d'une industrie 4.0, maîtriser les coûts et améliorer la marge brute et développer la capacité d'innovation à travers notamment le lancement de la production des compteurs intelligents et prépayés. A cet effet, le démarrage de la livraison du nouveau compteur smart pour la STEG en 2024 dans le cadre de la phase POC a été l'annonce majeure de l'AGO du 23 mai 2024. La STEG débutera dès le mois de juin 2024 l'installation du premier lot de compteurs intelligents, dans la ville de Sfax.

L'avenir pour le groupe SIAME s'annonce prometteur. Le projet « Smart Grid » lancé par la STEG en 2019 (publication de l'avis d'appel d'offres international) pour une enveloppe initiale de 400 millions de dinars et un potentiel global de 1 milliard de dinars, représente une opportunité unique à saisir et un important levier de croissance pour la SIAME. Le groupe s'est bien préparé à cette transition vers les solutions de comptage intelligent, depuis cinq ans, avec notamment la création d'une nouvelle filiale, la société Innov-Alliance-Technology « I@T ». Cette filiale devrait accompagner la SIAME dans le développement de nouvelles solutions de smart metering, afin de conquérir de nouveaux marchés en Afrique et au Moyen-Orient.

Bottom line des sociétés formant le groupe SIAME (2023)



Evolution du taux de marge brute de la société mère et des filiales du groupe SIAME



Capitalisant sur la réussite de son expérience avec la STEG, la SIAME ambitionne, en effet, de déployer sa solution un peu partout en Afrique et au Moyen-Orient.

A noter que le groupe SIAME a participé à l'appel d'offres du projet « Smart Grid » dans sa première phase (projet pilote portant sur une enveloppe de 120 millions d'euros financé par l'Agence Française de Développement), en consortium avec la société française SAGEMCOM.

La quote-part de la SIAME dans ce projet s'élève à 30% des quantités totales et pourrait générer un chiffre d'affaires prévisionnel de presque 12 MDt annuellement à partir de 2025 et sur une période de 10 ans, estime le management.

III. Comportement boursier & opinion de TUNISIE VALEURS

Depuis 2022, le titre SIAME connaît un parcours boursier difficile. La baisse de régime anticipée au niveau du Top line et la dégradation pressentie de la rentabilité comparativement à l'année de référence 2021 ont quelque peu refroidi l'appétit des investisseurs pour le titre.

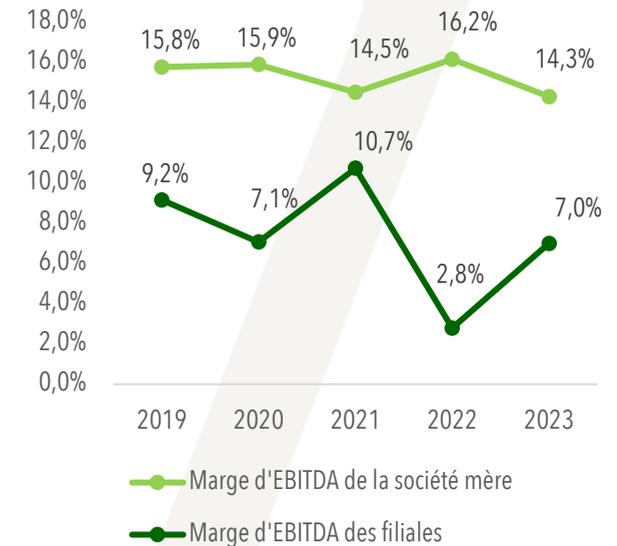
Présentement, avec une capitalisation de 56,8 MDt, SIAME traite à 9,1 x son EBITDA estimé de 2024. Ce niveau de valorisation a beau refléter le réveil commercial du groupe amorcé en 2023, cependant, il ne reflète pas convenablement le potentiel de croissance latent que recèle le projet « Smart Grid » pour la SIAME, dans les prochaines années.

Le cachet exportateur du groupe et la solidité de ses fondamentaux sont des avantages comparatifs de taille surtout à l'aune de la crise économique et de la dégradation du climat des affaires en Tunisie.

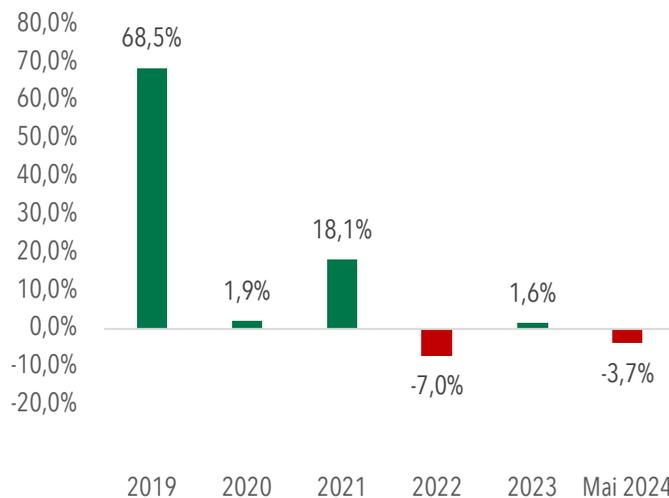
Les investisseurs sont dans l'expectative et attendent impatiemment l'amorce du virage vers les compteurs smart. Un effort de communication est nécessaire pour redorer l'image du titre en Bourse.

Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre SIAME.

Evolution de la marge d'EBITDA de la société mère et des filiales du groupe SIAME



Performances boursières annuelles du titre SIAME



Indicateurs Clefs 2024e (MDt)*

Enterprise Value	80,5
Capitalisation boursière	56,8
P/E	22,3 x
VE/EBITDA	9,1 x
Dette nette/ VE	29,4 %
Dividend yield 2023	3,3 %
Dividende par action 2023	0,120 Dt

* Chiffres calculés sur la base du cours boursier du 23 mai 2024.

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023
Cash-Flow d'exploitation	5,0	6,7	2,2	5,2	6,2
Investissements	3,9	2,3	1,4	2,8	2,7
Free Cash-Flow	1,1	4,5	0,9	8,0	3,5
Dette nette	15,4	12,4	12,7	22,6	20,1
Gearing	53,7%	43,8%	41,8%	76,6%	67,2%
ROE	7,6%	5,0%	13,3%	Négatif	5,0%
ROCE	8,4%	7,2%	10,3%	4,4%	8,0%

Etat de résultat prévisionnel

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
Chiffre d'affaires	58,6	53,5	64,3	49,3	63,2	69,7
<i>Progression</i>	-	-8,8%	20,3%	-23,4%	28,4%	10,3%
Marge brute	20,4	19,8	23,1	17,8	22,5	25,1
<i>Progression</i>	-	-2,8%	16,9%	-22,8%	25,9%	11,7%
Taux de marge brute	34,7%	37,0%	36,0%	36,2%	35,5%	36,0%
EBITDA	7,7	6,8	8,4	5,0	7,4	8,9
<i>Progression</i>	-	-12,4%	24,6%	-40,2%	47,3%	19,6%
Marge d'EBITDA	13,2%	12,6%	13,1%	10,2%	11,7%	12,7%
Résultat net part du groupe	2,6	1,7	4,1	0,3	1,4	2,5
<i>Progression</i>	-	-34,5%	144,6%	-	-	77,5%
Marge nette	4,4%	3,1%	6,4%	-0,5%	2,3%	3,6%

Sources: états financiers consolidés du groupe SIAME et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/Chiffre d'affaires 2024e	VE/EBITDA 2024e	PER 2024e
BIZLINK HOLDING INC.	Taiwan	0,9	6,7	13,4
HAVELLS INDIA LIMITED	Inde	5,4	56,6	85,6
HUBBELL INCORPORATED	Etats-Unis	4,0	17,6	24,5
LEGRAND SA	France	3,4	14,8	22,2
PHOENIX MECANO AG	Suisse	0,6	6,0	11,6
SCHNEIDER ELECTRIC S.E.	France	3,7	18,0	27,6
WEG S.A.	Brésil	4,3	20,9	30,2
ZHEJIANG CHINT ELECTRICS CO., LTD.	Chine	1,1	7,2	9,9
Moyenne internationale		2,9	18,5	28,1
SIAME	Tunisie	0,9	9,1	22,3

Sources: S&P CAPITAL IQ et calculs 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.