

**Recommandation: Souscrire**

**PRIX D'INTRODUCTION**  
5,200Dt

**ACTIONNARIAT APRÈS INTRODUCTION**

Famille Ben Slimane	55,7%
Maghreb Private Equity Fund II	8,2%
Flottant	36,1%

**PERIODE DE SOUSCRIPTION**

Du 20 Février au 06 Mars 2017 inclus

**MONTANT DE L'OFFRE**

7,91MDt

**CAPITALISATION BOURSIÈRE POST IPO**

21,91MDt

**CHIFFRES CLÉS**

**RATIOS DE VALORISATION**

En MDt	2015	2016 e
Chiffre d'affaires	14,1	15,9
EBE	2,3	2,8
Résultat net	1,1	1,7
Capitaux propres	8,1	8,7
Dettes nettes	-0,5	-1,6
	2015	2016 e
VE/EBE	9,1	8,5
ROE	14,0%	18,9%
P/E (x)	19,4	12,6
P/BV (x)	2,7	2,5
Rendement Dividende	3,6%	3,9%

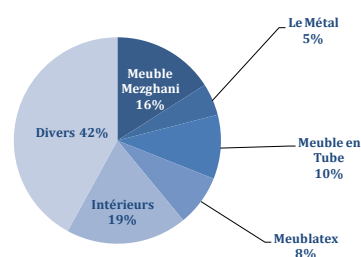
**RECOMMANDATION ET OPINION DE MAC SA**

- ⇒ L'introduction en Bourse de la « société Atelier du Meuble Intérieurs » sera réalisée à travers la mise sur le marché principal de 1 521 023 actions, représentant 36% du capital soit une enveloppe globale de 7,9MDt.
- ⇒ Le groupe a été valorisé, à 21,9 MDt, correspondant à un prix unitaire de 5,20DT soit un P/E 2016e de 12,6x et un rendement dividende de 3,9% en 2016. Des niveaux de valorisation jugés corrects vu les bons fondamentaux de la société.
- ⇒ De plus, selon les estimations d'atterrissage de 2016, il y a un écart positif des réalisations par rapport aux prévisions initiales ce qui laisse une bonne marge positive pour l'exercice 2017, qui rappelle le, intègre une plus value de cession de 0,8MDt relative à la cession des actifs de l'usine de Béja. Par ailleurs, le BP initial a été réalisé sur la base d'un taux de l'impôt sur les sociétés de 20% alors que selon la loi de finances 2017, ce taux a été baissé à 15% pour les sociétés qui s'introduisent en bourse et qui ouvrent au moins 30% de leur capital.
- ⇒ Les réalisations historiques du groupe ont été de bonne facture au moment où la situation économique en Tunisie n'est pas au beau fixe. **Le BP proposé est ambitieux** mais nous pensons que le groupe est doté de plusieurs atouts concurrentiels lui permettant de continuer sur sa lancée et de renforcer sa part de marché. L'export et le e-commerce constitueront aussi des relais de croissance future qui laissent des perspectives encore prometteuses pour le groupe.
- ⇒ **Nous recommandons de souscrire à l'OPF et de suivre de près le taux de réalisation des objectifs du business plan.**

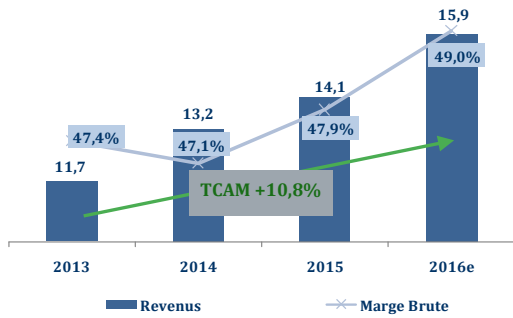
**PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ ATELIER DU MEUBLE INTÉRIEURS**

- Fondée en 1988, la société Atelier du Meuble est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de mobilier de bureau et l'aménagement des espaces. La société fabrique deux familles de meubles: **Les meubles fabriqués en série** (les chaises, les bureaux et les meubles de rangement) et les **meubles fabriqués sur mesure** (présentoirs de banques, l'aménagement des salles VIP des aéroports, les plates-formes des centres d'appels).
- Avec une **part de marché de 19%**, SAM est leader en Tunisie du marché du meuble de bureau moyen et haut de gamme.
- En 1997, la société a ouvert son premier showroom à la soukra. Quatorze ans après, il y a eu l'ouverture du showroom à Tripoli et l'entrée en capital du fonds d'investissement **Maghreb Private Equity Fund II** à travers une acquisition d'actions à hauteur de 35,19%. En 2015, la participation du fonds MPEFII a été portée à 40,31% suite à la conversion d'un compte courant associé en capital.
- Le groupe opère à travers deux sites de production situés à la Marsa et Béja, 4 showrooms en Tunisie ( Soukra, Sousse, Sfax et Béja) et une flotte de 11 véhicules de transport. Le groupe est aussi présent à l'international avec 3 showrooms situés à Alger, Tripoli et récemment à Abidjan.

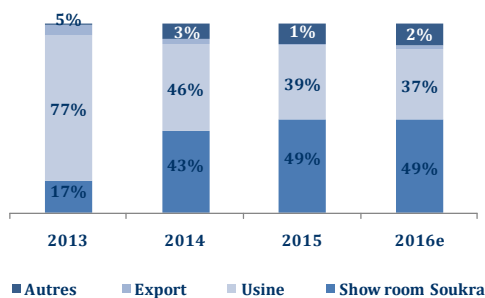
Positionnement du groupe Intérieurs en 2015



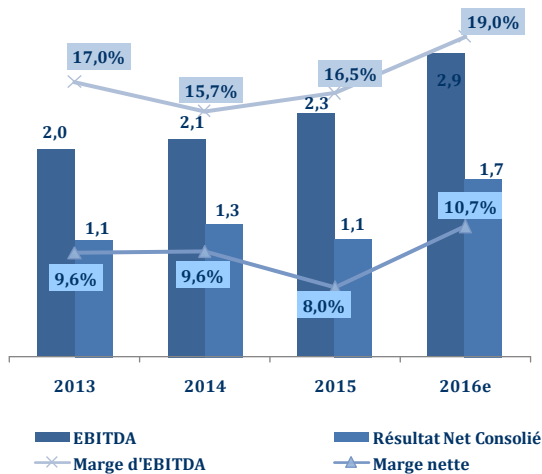
**Evolution de l'activité 2013-2016e**



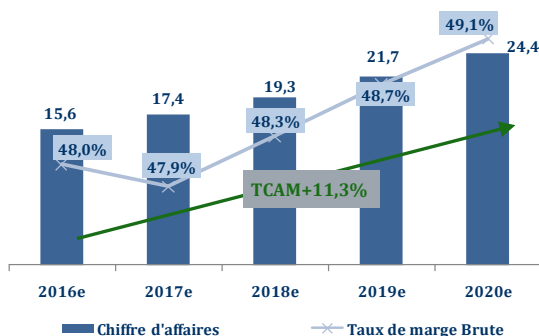
**Evolution du CA selon les canaux de distribution 2013-2016e**



**Evolution de la marge d'EBITDA et du Résultat net 2013-2016e**



**Evolution du CA prévisionnel 2016-2020**



**ANALYSE FINANCIÈRE HISTORIQUE**

- Malgré la morosité économique en Tunisie, le groupe a réussi à afficher une croissance à deux chiffres (+10,8%) des ventes, sur la période 2013-2016.
- Cette évolution a été favorisée par les efforts d'élargissement du réseau commercial ( extension du showroom de Soukra en 2013 et ouverture des 3 show-rooms de Sousse, Sfax et Alger en 2014).
- Bénéficiant d'un effet prix, l'activité a connu en 2016 un rythme de croissance plus accéléré (+12,5%). Une performance globale louable entre autres au renforcement continu de son positionnement sur le marché local. D'ailleurs, la plus grande part des revenus provient du showroom de la Soukra (49% du CA en 2016), tandis que l'export reste encore à des niveaux assez faibles et ne représente que 2% du CA.
- Du point de vue rentabilité, le groupe est parvenu à préserver ses marges dans l'ensemble, malgré une forte dépréciation du dinar surtout que la majorité des achats de matières premières est importée. La marge brute s'est établi à 48% en moyenne sur les quatre dernières années.
- La marge d'EBITDA s'est située à une moyenne de 16,4% entre 2013 et 2015. Mais en 2016, et sous l'effet prix, elle s'est démarquée par une progression notable à 19%, contre 16% prévus initialement dans le BP.
- Entre 2013 et 2015, le bénéfice net a été quasiment stable sous le poids des charges de structure relatives aux ouvertures des showrooms et l'extension de celui de La Soukra. En 2016, le résultat net estimé devrait dépasser les 1,4 MDT prévus pour se situer à 1,7 MDT, soit un taux de marge nette de 10,7%.
- Concernant la structure financière, la Société Atelier du Meuble Intérieurs affiche de bons fondamentaux. **Avec un cycle d'exploitation maîtrisé ( un BFR moyen de 16,7% du CA ),** l'activité est génératrice de trésorerie permettant de financer les investissements par ses propres ressources et d'assurer une bonne rémunération du capital ( Un payout moyen de l'ordre de 60% sur les trois derniers exercices). Ainsi la structure bilancielle, fait apparaître **un endettement net négatif -0,5MDT** à fin 2015 et dégage une **rentabilité financière satisfaisante (ROE)** de 14%.

**Bilan économique 2013-2016e**

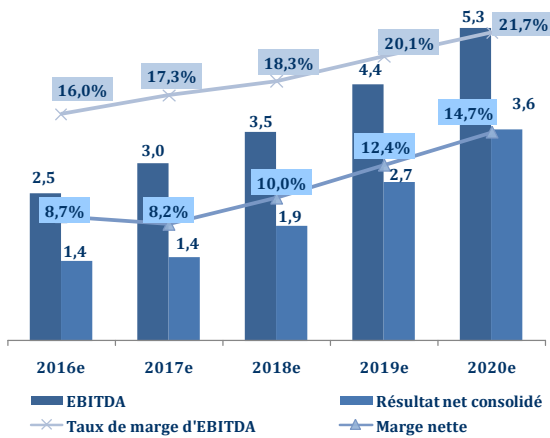
En MDT	2013	2014	2015	2016e
Immobilisations nettes	3,8	4,6	4,3	4,3
BFR	1,29	1,81	3,26	3,01
<b>Capitaux employés</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,3</b>
Capitaux propres	5,57	6,22	8,10	8,71
Dettes Nettes	-0,5	0,2	-0,5	-1,4
<b>Capitaux Investis</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,3</b>

**EVOLUTION DE L'ACTIVITÉ SUR LA PÉRIODE PRÉVISIONNELLE**

- Sur la période à venir, l'orientation principale du groupe sera l'accroissement de la capacité de production et de stockage afin de mieux répondre aux demandes du marché et d'optimiser ses coûts d'achats. Pour ce faire, le groupe investira une enveloppe de 5 MDT environ qui servira principalement à l'acquisition d'une nouvelle usine de 3 200 m2 dans un terrain mitoyen à l'usine actuelle de la Marsa. Par ailleurs, l'usine de Béjà va être cédée, en 2017, et son activité va être internalisée au sein de la société mère.
- Les cash flow du groupe financeront une partie de cet investissement et le reste sera complété par un crédit bancaire de 2,5 MDT.

### Des niveaux de marge appréciables grâce aux synergies développées avec la nouvelle usine

#### Evolution de l'EBITDA et du Résultat net prévisionnels



- Grâce à ces investissements, le groupe table sur une croissance annuelle du chiffre d'affaires de 11,3% pour atteindre 24,4 MDt à l'horizon de 2020.
- Un site e-commerce sera également lancé afin d'hisser la croissance des ventes et de s'adapter avec flexibilité aux besoins de la clientèle. Ces investissements seront principalement financés par fonds propres.
- Bénéficiant d'une optimisation de la politique d'achat, et d'un effet prix, le taux de la marge brute avoisinerait les 49,4% en 2020.
- Sous l'effet des économies d'échelle grâce à l'accroissement de la capacité de production et du rapprochement de l'usine par rapport aux lieux de vente, la marge **d'EBITDA atteindrait les 21,7% en 2020**.
- Cette amélioration au niveau de l'EBITDA conjuguée à une baisse des charges de structure, contribueront à une nette amélioration de la capacité bénéficiaire du groupe qui verra ses bénéfices doubler entre 2016 et 2020 pour atteindre 3,6 MDt.
- Pour rappel, les estimations de l'année 2016 ont dépassé les prévisions initiales du BP (+4% au niveau du CA; +12% au niveau de l'EBITDA et +30% au niveau du RN). Ce qui laisse une marge confortable pour les réalisations de 2017.

#### BUSINESS PLAN DU GROUPE SUR LA PÉRIODE 2016-2020

	2015	2016e	2016 R	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Revenus</b>	<b>14,11</b>	<b>15,63</b>	<b>15,90</b>	<b>17,38</b>	<b>19,34</b>	<b>21,70</b>	<b>24,41</b>
<i>Croissance</i>	6,9%	10,7%	13,0%	11,2%	11,2%	12,2%	12,5%
<b>Marge brute</b>	<b>6,77</b>	<b>7,47</b>	<b>7,78</b>	<b>8,36</b>	<b>9,38</b>	<b>10,63</b>	<b>12,05</b>
<i>Taux de marge brute</i>	47,9%	47,8%	48,9%	48,1%	48,5%	49,0%	49,4%
Charges de personnel	2,55	2,85	2,81	3,03	3,34	3,58	3,83
Autres charges d'exploitation	1,87	2,12	2,19	2,33	2,50	2,69	2,91
<b>EBITDA</b>	<b>2,33</b>	<b>2,50</b>	<b>2,85</b>	<b>3,01</b>	<b>3,55</b>	<b>4,35</b>	<b>5,31</b>
<i>Taux de marge d'EBITDA</i>	16,5%	16,0%	18,0%	17,3%	18,3%	20,1%	21,7%
Dotations aux amortissements et provisions	0,84	0,79	0,79	1,14	0,93	0,83	0,66
Charges financières nettes	-0,078	-0,056	-0,056	-0,156	-0,135	-0,115	-0,094
Autres gains/pertes	0,048	0,001		0,832			
Impôt	0,28	0,28	0,28	0,58	0,53	0,73	0,97
<b>Résultat Net</b>	<b>1,13</b>	<b>1,38</b>	<b>1,73</b>	<b>1,97</b>	<b>1,94</b>	<b>2,68</b>	<b>3,59</b>
<i>Croissance</i>	-10,9%	22,2%	53,0%	42,2%	-1,1%	38,1%	33,7%
<i>Marge Nette</i>	8,0%	8,8%	10,9%	11,3%	10,0%	12,4%	14,7%

**CARACTÉRISTIQUES DE L'OPÉRATION ET RÉPARTITION DE L'OFFRE:**

L'introduction de la Société Atelier Meuble Intérieurs au marché principal de la cote de la bourse s'effectuera par la mise sur le marché de :

- ⇒ 964 017 actions dans le cadre d'un **placement global** auprès d'institutionnels, représentant 63,38% de l'offre globale, 76,01% de l'offre au public et 22,88% du capital social de la société.
- ⇒ 252 801 actions dans le cadre d'un **placement privé** représentant 6% du capital de la société.
- ⇒ 304 205 actions dans le cadre d'une **Offre à Prix Ferme (OPF)** représentant 20% de l'offre globale, 23,99% de l'offre au public et 7,22% du capital de la société.

A noter que les souscripteurs dans le cadre du placement global n'ont pas le droit de souscrire dans le cadre de l'OPF et dans le cadre du placement privé et inversement.

Catégorie	Nombre d'action	Montant DT	% du capital social	En % de l'OPF
<b>Catégorie A</b>				
Institutionnels tunisiens et /ou étrangers et personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, sollicitant au moins <b>50 actions</b> et au maximum 21 066 actions pour les non institutionnels et 210 668 actions pour les institutionnels	285 686	1 485 567	6,78%	18,78%
<b>Catégorie B</b>				
Personnel du groupe Intérieurs	18 519	96 299	0,44%	1,22%
<b>Total</b>	<b>304 205</b>	<b>1 581 866</b>	<b>7,2%</b>	<b>20,0%</b>

**Structure de l'Offre**

Nature du placement	Nombre d'actions
Placement global	964 017
Placement privé	252 801
Offre au public	304 205
<b>Total</b>	<b>1 521 023</b>

*Les donneurs d'ordre dans le cadre du Placement Global et dans le cadre du Placement Privé s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de première cotation en Bourse puis à l'issue de cette période et pendant les six mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente.*

**CONTRAT DE LIQUIDITÉ**

Les actionnaires actuels de la Société Atelier du Meuble Intérieurs se sont engagés à consacrer 500 000 dinars et 92 593 actions pour alimenter un contrat de liquidité à partir de la date d'introduction en Bourse des actions de « SAM ». Ce contrat a été confié à l'intermédiaire en Bourse Mena Capital Partners.

**MAC SA- Intermédiaire en Bourse**

Green Center, Rue du Lac Constance  
1053- Les Berges du Lac - Tunisie  
Tél : + 216 71 964 102  
Fax : + 216 71 960 903  
Email : macsa@macsa.com.tn  
Web : www.macsa.com.tn

**Département Recherches****Salma Zammit Hichri**

Chef du département  
salma@macsa.com.tn

**Ahmed Ibrahim Cherif**

Analyste  
ibrahim @macsa.com.tn

**Abdelmonam Jebali**

Analyste  
abdelmonam.jebali@macsa.com.tn

**Rahma Tayachi**

Analyste  
rahma.tayachi@macsa.com.tn

*Informations importantes*

*Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.*

*Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elles reflètent les opinions de l'analyste et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.*

*MAC.SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC.SA au profit ou envoyé par MAC.SA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.*

*MAC.SA se dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente survenant suite à l'utilisation de ce document.*

*MAC.SA n'a pas perçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.*

*Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.*

*En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.*