

MAXULA BOURSE

Département
Recherches & Analyses

intérieurs[®]

MOBILIER DE BUREAUX



Introduction en Bourse

Février

2017

MAXULA BOURSE
Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
1053 Les Berges du Lac
Tel: (+216 71) 960 026
Fax: (+216 71) 960 565
www.maxulabourse.com.tn
research@maxulabourse.com.tn



SOCIETE ATELIER DU MEUBLE

Bourse : Tunis

Secteur : Industrie Diverses

Sous-secteur : Bois, liège et
ameublement

SOUSCRIRE

Nature de l'opération :

Cession de titres à prix ferme

Prix de Cession: 5,200 DT

Période de souscription :

Du 20/02/2017 au 06/03/2017 inclus.

Montant de l'opération : 7 909 320 DT

Titres à émettre : 1 521 023 actions

Valeur Nominale : 1DT

Jouissance des actions : 1^{er} Janvier
2016

Flottant : 36,10%

Capitalisation Boursière : 21 909 472

Actionnariat

Actionnaires	Avant l'offre	Après l'offre
Famille Ben Slimane	59,7%	55,7%
Africa Invest	40,31%	8,25%
Public	-	36,10%

Investment Highlight

*Avec une expérience de plus de 28 ans, la SAM opère dans la conception, la fabrication et la vente des meubles de bureau de moyen et haut de gamme.

*Etant un leader sur son marché, la SAM accapare une part de marché de 19% en 2015 dans un secteur très fragmenté (existence de petites structures à hauteur de 42%).

*En Tunisie, le marché de Bois, liège et ameublement est en perpétuelle croissance (TCAM ₍₂₀₁₃₋₂₀₁₅₎ des revenus sur ce marché = 6%).

*La SAM s'est dotée d'une situation financière saine, matérialisée par un faible recours à l'endettement (dettes nettes négatives).

*La société est génératrice de cash-flow et elle est apte d'auto-financer son cycle d'exploitation.

*La société table sur un chiffre d'affaires consolidé de 24 408 mDT à l'horizon de 2020.

TABLEAU DE BORD BOURSIER

En mDT	Revenus	RN	ROE	CF/RN	BPA	PER* _x	PBK* _x	VE/EBITDA	VE/CA	Payout	Div.Yld*
2020P	24 408	3 585	22,2%	1,0	0,85	6,1	1,4	3,1	0,7	37,6%	6,2%
2019P	21 697	2 683	19,8%	1,1	0,64	8,2	1,6	4,3	0,8	36,1%	4,4%
2018P	19 336	1 942	16,8%	1,2	0,46	11,3	1,9	5,9	1,1	34,7%	3,1%
2017P	17 382	1 966	19,5%	1,0	0,47	11,1**	2,2	7,0	1,2	23,6%	2,1%
2016E	15 628	1 383	15,9%	1,7	0,33	15,8	2,5	8,5	1,4	48,7%	3,1%
2016 _{Trailing}	13 572	1 600	20,1%	1,1	0,38	13,7	2,8	-	-	42,1%	3,1%
2015R	14 114	1 131	14,0%	0,2	0,27	19,4	2,7	8,7	1,4	70,4%	3,6%

*Calculé selon le prix d'introduction de 5,200 DT.

**Tenant Compte de la plus value de cession de l'usine sise à Bèjà (filiale Bureau Plus)

RECOMMANDATION

En dépit du contexte actuel caractérisé par une croissance économique morose, la SAM a pu afficher des indicateurs au beau fixe qui augurent d'une situation financière saine. La société tient bien ses marges et arrive à réaliser des niveaux de rentabilité appréciables.

Etant un acteur de renom, le groupe Meubles Intérieurs est référencé dans le marché local, auprès de plusieurs banques, assurances, ministères, etc. Quoiqu'à l'étranger, le niveau des exportations de la société est limité à 2%.

Par ailleurs, le ratio (CF/RN) oscille historiquement, entre 1,3 et 0,2 courant la période (2013-2015), soit en moyenne 0,7. La société est parvenue donc, à gérer relativement ses charges avec un niveau de cash flow acceptable.

Tandis que pour la période prévisionnelle (2016-2020), ce ratio sera supérieur à 1¹, soit 1,2 en moyenne. La société envisage de maîtriser davantage ses charges.

Selon le Business Plan de la SAM, les revenus du groupe Meubles Intérieurs passeront à 24 408 mDT à l'horizon de 2020, soit en croissance annuelle moyenne de 11,8% courant la période (2016-2020). Pour l'exercice 2016, la société table sur un résultat net de 1 383 mDT sachant que son résultat net Trailing 2016 de 1 600 mDT surpasse ses estimations de (+15,7%).

Sur la même lignée, la société projette de consolider un bénéfice de 3 585 mDT à l'horizon de 2020 soit un TCAM (2016-2020) de (+26,9%).

La SAM envisage de distribuer des dividendes à hauteur de 48,7% son résultat net estimé de 2016 et à hauteur de 37,6% son résultat net prévisionnel 2020.

Sur la base d'un prix d'introduction de 5,200 DT, la valeur de la SAM est de 1,4x et 8,5x son chiffre d'affaires et son EBITDA, respectives de 2016E.

En termes de bénéfices, le titre se transige à 15,8x son résultat net estimé 2016 Vs 13,7_x son RN Trailing et à 11,1x son RN prévisionnel de 2017 (compte tenue de la plus value de cession) toutes choses étant égales par ailleurs, et ce contre un PER_x du marché de 13,4x. Avec un PEG₂₀₁₆ de 0,7, le titre est sous-valorisé, aux vues de la croissance estimée de ses bénéfices.

Par rapport aux fonds propres, le titre est offert à 2,5x et à 2,2x ses capitaux propres respectifs de 2016E et 2017p.

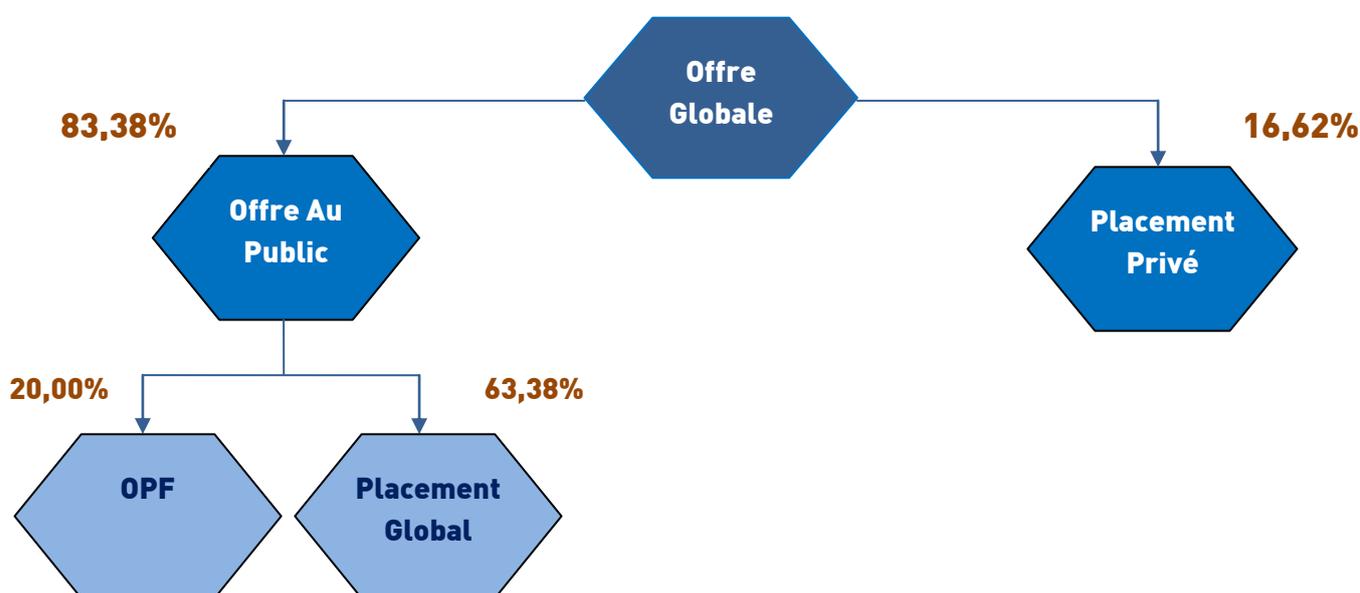
Au vu de tout ce qui précède, nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme.

CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

L'introduction de la société SAM sur le Marché Principal de la cote de la Bourse s'effectuera par la mise sur le marché, dans le cadre d'une **cession** des parts des actionnaires de références dont notamment :

- Africa Invest via les deux fonds : Maghreb Private Equity Fund II (Mauritius) de 1 243 500 actions (29,51%) et Maghreb Private Equity Fund II (Cyprus II) de 108 989 actions (2,59%) ;
- Jouda Ben Slama Ben Slimane de 168 534 actions (4%).

Cette opération de cession se fera par la mise sur le marché de 1 521 023 actions offertes d'une valeur nominale de 1 DT chacune, représentant 36,10% du capital après l'offre.



L'introduction en Bourse sera effectuée de la manière suivante :

Opération	Nombre d'actions	% de l'offre	% du capital
Une Offre à prix Ferme (OPF)	304 205	20,00%	7,22% du capital Après augmentation centralisée auprès de la BVMT.
Un Placement Global de 964 017 actions représentant 76,01% de l'Offre au Public et seront offertes à des investisseurs institutionnels désirant acquérir pour un montant minimum de 250 000 DT.	964 017	63,38%	22,88% du capital après augmentation.
Un Placement Privé* de 252 801actions. Ces actions seront offertes à des investisseurs désirant acquérir pour un montant minimum de 250 000 DT.	252 801	16,62%	6,00% du capital après augmentation.
TOTAL	1 521 023	100%	36,10%

*Le Placement Privé sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'OPF et le Placement Global.

Les actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront regroupées en deux catégories :

Catégorie	Nombre d'actions	Montant de DT	Répartition en % de l'OPF	Répartition en % du Capital
Catégorie A : Institutionnels tunisiens et/ou étrangers et personnes physiques et/ou morales, tunisiennes et/ou étrangères, sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 21 066 actions pour les non institutionnels et 210 668 actions pour les institutionnels	285 686	1 485 567	18,78%	6,78%
Catégorie B : Personnel du groupe Intérieurs	18 519	96 299	1,22%	0,44%
TOTAL	304 205	1 581 866	20,00%	7,22%

EVALUATION

L'évaluation de la société SAM a été effectuée sur la base d'un Business Plan prévisionnel de cinq ans et selon trois méthodes soient :

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF),
- La méthode de Bates,
- La Méthode d'Economic Value Added (EVA).

Les paramètres retenus dans l'évaluation de la SAM sont les suivants :

- $r_f = 7,142\%$ (correspondant à la rémunération des BTA 11 ans échéance Octobre 2026 en date du 15 août 2016);
- $R_m = 14,3\%$ (correspondant à la moyenne des rendements du marché retenus lors des récentes introductions en Bourse) ;
- Une prime de risque marché conséquente de 7,208% ;
- β désendetté de 1 déterminé sur la base d'un bêta sectoriel de 0,72, augmenté d'une prime supplémentaire de 39%

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après :

Méthodes d'évaluation	Valorisation mDT	Prix/action DT
Méthode des DCF	21 720	5,155
Méthode de Bates	24 991	5,931
Méthode EVA	19 384	4,601
Nombre d'actions		4 213 360
Valeur moyenne des fonds propres		22 032
Prix par action*		5,200

*Après une décote de 0,6%

La valeur des capitaux propres de la société SAM après la décote ressort à 21 909 mDT ce qui correspond à une valeur par action de 5,200 DT.

Ce prix unitaire correspond à une capitalisation boursière de la SAM de 21 909 mDT.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 5,200 DT, le titre SAM se transige à 15,8_x ses bénéfices nets consolidés estimés de 2016, et 11,14_x ses bénéfices nets consolidés prévisionnels de 2017 et à 2,5_x ses fonds propres consolidés estimés de 2016 et 2,2_x ses fonds propres consolidés prévisionnels de 2017.

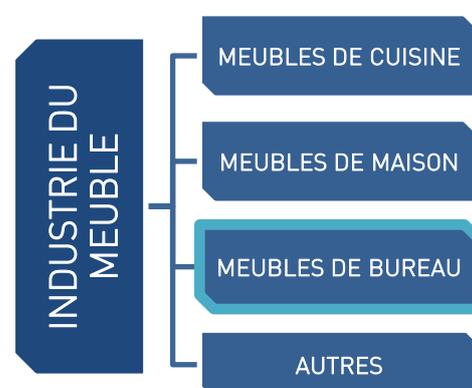
PRESENTATION DU SECTEUR

❖ L'ameublement dans le monde

Aperçu de l'industrie

Le secteur de l'ameublement est constitué selon les nomenclatures internationales de plusieurs branches : chaises et tables, mobilier de bureau, meubles de cuisine, autres meubles comme les articles de literie et meubles de jardin. Traditionnellement le secteur emploie des artisans qualifiés qui utilisent le bois comme matière première pour fabriquer des meubles conçus par un dessinateur spécialisé. Or, actuellement de nouvelles tendances ont émergé notamment le remplacement du bois par de nouveaux matériaux ou l'adoption des principes de commerce équitable et de durabilité environnementale dans l'exploitation du bois. Ainsi l'industrie du meuble regroupe la fabrication des meubles en toutes matières : bois, métal, matières plastiques et autres.

Le secteur en Amérique



Source: Système de classification des industries de l'Amérique du Nord (SCIAN).

Secteur à forte concurrence

En Europe, ce sont l'Italie, l'Espagne, la France, la Pologne et l'Allemagne qui représentent les plus gros fournisseurs de produits d'ameublement, totalisant 64 % des entreprises européennes de fabrication de meubles. Cependant, la Chine, leader mondial, est celle qui a renforcé le plus la concurrence dans ce secteur. En effet, elle devance les pays européens en occupant la première place de « leader mondial » avec 35% des exportations mondiales.

L'Italie suivie par l'Allemagne demeurant tout de même compétitives avec respectivement 9% et 8%. Les Etats-Unis sont quant à eux, les premiers acheteurs de meubles au niveau international, devant l'Allemagne et la France, avec près de 25% des importations mondiales. D'ailleurs, 30% des exportations chinoises ont l'USA pour destination.

Benchmark International		Allemagne	Leader des exportations en Europe. L'un des principaux pays importateurs de meubles en Europe. Fabrication innovante et délocalisée en Europe de l'EST.
		Italie	Leader d'Europe en matière d'exportations vers des pays en dehors de l'UE. Marché italien peu importateur et très compétitif sur le plan international. Le pays de référence en matière de design.
		Etats Unis	Leader en termes de demande en meubles de bureau et leader mondial d'importation. Secteur en pleine transformation : d'une stratégie de délocalisation (fabrication en chine) à un rapatriement progressif de sa production en Californie. La chine est son 1 ^{er} fournisseur.
		Chine	Leader mondial de l'exportation, de la production et de la demande en meubles. 30% de ses exportations sont destinées aux USA. L'Allemagne est son 1 ^{er} fournisseur et l'Italie 5 ^{ème} .

Tendances économiques

Depuis les années 2000, l'évolution du secteur de l'ameublement suit une tendance haussière et ce malgré la crise de 2009. Bien que le secteur soit très fortement relié aux crises et événements économiques, il garde des perspectives de développement très prometteuses.

En effet, d'après le centre d'études industrielles (CSIL), le marché mondial de l'ameublement a vu ses revenus croître de 273 milliards de dollars en 2004 vers un pic de 386 milliards de dollars en 2008 pour ensuite subir les effets de la récession en 2009. La croissance a repris en 2010 pour voir les ventes s'établir à près de 440 milliards de dollars en 2013. La demande en produits d'ameublement s'est améliorée de 10% en 2015 par rapport à 2014. Ainsi, le commerce mondial de meubles s'élève à 128 milliards de dollars en 2014 tiré par la croissance de la demande provenant des pays asiatiques et des pays du Moyen Orient et de l'Afrique.

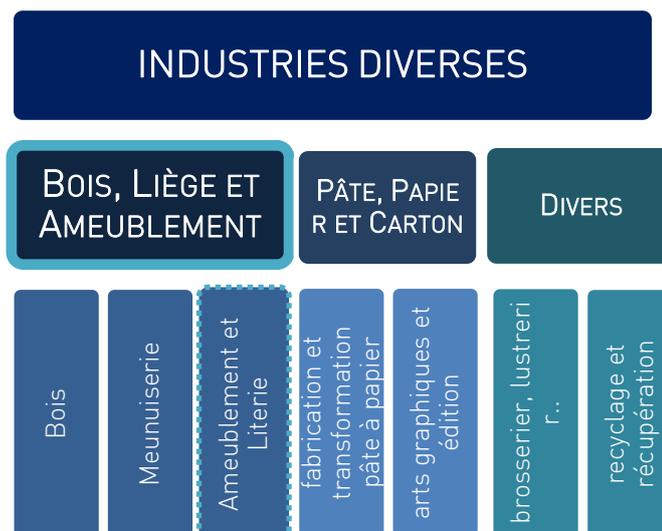
L'ameublement en Tunisie

Aperçu de l'industrie

En Tunisie, l'Agence de Promotion de l'Industrie et de l'Innovation (API) ainsi que l'Institut National de Statistique classent l'ameublement comme une branche du secteur des industries diverses regroupant les meubles pour foyers y compris les meubles pour cuisines, les meubles pour hôtels y compris l'agencement, les meubles de bureaux, les meubles pour collectivités et literies sous le sous-secteur intitulé « Bois, Liège et Ameublement ».

Le secteur en Tunisie

Il s'agit d'un secteur très hétérogène qui rassemble les petites, moyennes et grandes entreprises en taille, en production et en technologie. En effet, dans cette branche opèrent 205 entreprises avec plus de 10 personnes et employant en total 10153 personnes. D'ailleurs selon l'API près de 90% des entreprises sont des PME où le nombre d'emploi est inférieur à 100. Pour ce qui est de la répartition, il y a une concentration dans les grandes villes avec une prédominance au Grand Tunis suivi par Sfax et Sousse avec respectivement 63, 38 et 22 entreprises.



L'activité de ce secteur est particulièrement dominée par les petites structures et le secteur informel, entraînant des difficultés pour les grandes structures.

Production et Echanges

Evolution du taux de couverture de la branche sur la période 2009-2012

	2009	2010	2011	2012
Exportations	42	39	36	37
Importations	275	323	322	379
Taux de couverture	16%	12%	11%	10%

La quasi-totalité de la production tunisienne en ameublement est destinée au marché local, plus que 95%. En 2014 d'après l'API, la branche Ameublement et Literie a engrangé des revenus de l'ordre de 550 MDT en 2010 les a estimé à 800 MDT pour 2014. Bien que Le secteur dispose d'une vingtaine d'entreprises totalement exportatrices, les exportations tunisiennes ne représentent qu'environ 2 à 3% de la valeur de la production.

Sur le marché international les exportations tunisiennes font face à des produits plus concurrentiels. La destination principale des exportations tunisiennes est la France à raison de 60% et la Libye 27%. Pour ce qui est des importations du secteur, elles sont dominées par l'approvisionnement en matières premières et produits semi-finis. La Tunisie importe 90% de ses besoins en bois et près de 10% de ses besoins en panneaux pour la menuiserie et l'ameublement. D'ailleurs, ces importations portent essentiellement sur :

- Les bois bruts (pour déroulage ou sciage), les bois résineux et tropicaux sciés,
- Les placages, les panneaux de particules,
- Les panneaux de fibres moyennes densité (MDF), les contreplaqués,
- Divers ouvrages en bois.

En effet, les besoins de la branche en matières premières sont assurés à raison de 76% par les importations. C'est ce qui fait la **vulnérabilité de la branche aux variations des taux de change**. Le marché local de meubles étant protégé par les droits de douane et par un cahier de charge, les importations de produits finis ne dépassent pas 1%. Cependant d'après une étude de la CEPI (Centre d'Etudes et de Prospective Industrielle), le manque de compétitivité n'est pas causé par les importations de matières premières mais il est dû principalement aux coûts unitaires de la main d'œuvre et des autres charges (frais généraux, frais de commercialisation) excessivement élevés.

Mesures institutionnelles

Le secteur du bois et de l'ameublement est privilégié par l'Etat qui a instauré plusieurs programmes de mise à niveau, décret en vue de le promouvoir. Il bénéficie aussi de l'appui du Centre technique de l'Industrie du Bois et de l'Ameublement, CETIBA, qui l'assiste techniquement dans la vérification de conformité des produits, lui met en place des formations, collecte la base de données sectorielle, et collabore avec l'INNORPI pour l'étude de la qualité.



Les programmes de mise à niveau ont fait profiter plusieurs entreprises qui ont réussi d'intégrer et de maîtriser les nouvelles technologies afin d'accompagner l'investissement et d'optimiser la production. Il y a aussi le Programme d'Appui à la Compétitivité des Entreprises et à la facilitation d'Accès au Marché (PCAM), qui a pris le relais du Programme de Modernisation de l'Industrie, PMI, et dont l'objet global est de faciliter l'accès des entreprises tunisiennes au marché international notamment promouvoir l'export.

Egalement plusieurs autres mesures institutionnelles, barrières tarifaires et non tarifaires ont été mises en place dont notamment :

- L'accord des avantages pour l'achat d'équipements industriel ;
- L'encouragement de la garantie des produits de meubles ;
- La promotion du label de qualité « NT » témoin de l'expertise tunisienne à travers le « Projet Qualité / UGP » signé avec l'Union Européenne ;
- La libéralisation des importations de matières premières et faire profiter les industriels de meubles du taux minimum de droits de douane sur les intrants ;
- L'instauration des barrières douanières notamment une avance sur impôt pour l'importation des matières premières et des produits finis d'ameublement et au moment du dédouanement;
- La réorganisation le secteur informel tout en préservant son caractère social ;
- La création d'une filière Bois et Ameublement dans les Instituts Supérieurs d'Etudes Technologiques.

Aide de l'Etat Tunisien

L'Etat tunisien, en plus des avantages communs, offre des avantages spécifiques aux entreprises totalement et partiellement exportatrices du secteur. En effet depuis le 1er Janvier 2008 les entreprises totalement exportatrices sont soumises au taux de 10% de l'IS. Ceux du régime partiellement exportateur bénéficient :

- pendant les dix premières années à partir de la première exportation, les revenus provenant de l'exportation sont déduits de l'assiette imposable ;
- après les 10 premières années la déduction est ramenée à 50 % ;
- tous les droits et taxes des biens et produits destinés à l'exportation sont remboursés et ce pour notamment :
 - les matières premières
 - les produits semi-finis importés ou acquis localement
 - les biens d'équipements importés n'ayant pas de similaires fabriqués localement.

Les manifestations commerciales, notamment les foires de l'industrie du meuble organisées par la société des foires de Tunis, la Fédération Nationale du bois et de l'ameublement (FNBA) et le Centre technique du bois et de l'ameublement (CETIBA), sont aussi un soutien au secteur. Avec la participation de 180 exposants et de 100 mille visiteurs, ils permettent d'améliorer des relations d'affaires et de partenariats avec les professionnels du secteur, l'amélioration des ventes, l'expansion de l'image de l'industriel Tunisien et ainsi la promotion de l'exportation du meuble.



❖ Le marché tunisien du meuble de bureaux

L'activité de fabrication des meubles de bureaux en Tunisie représente 4% du secteur du bois et de l'ameublement. Elle est assurée par 43 entreprises industrielles fabriquant plusieurs types de meubles à partir de plusieurs matériaux et une variété de designs, dont 7 spécialisées dans la fabrication de meubles de bureaux. Cette activité est subdivisée en deux groupes:

- la fabrication de siège, dont les sièges de bureaux,
- la fabrication d'autres meubles de bureaux et de magasins.

Les entreprises du secteur du bois et de l'ameublement sont très appliquées quant à l'application du programme de mise à niveau. En effet 41 entreprises de meubles en bois ont adhéré au programme et ont obtenu l'accord du COPIL, parmi-elles 2 sont des fabricants de meubles de bureaux. D'ailleurs 8 industries de bois et ameublement ont obtenu une certification ISO 9000, dont 2 sont des fabricants de meubles de bureaux.

Parmi les spécificités de ce secteur :

- la quasi-absence de chaînes de distribution car les industriels ont généralement leurs propres points de vente (showroom),
- des industriels polyvalents : ils évitent la spécialisation en offrant des produits diversifiés et ce dans l'objectif de satisfaire la demande et donc contourner la non compétitivité.

Principaux acteurs

Le marché tunisien du meuble de bureaux est en évolution depuis quelques années, ses revenus sont en amélioration continue depuis 2013 avec un TCAM13-15 de 6% passant de 68MDT fin 2013 à 76MDT fin 2015. Il s'agit d'une activité à forte concurrence et d'un marché fragmenté. En effet, cinq industries principales partagent la quasi-totalité du marché soit 58%. Les 42% restant du marché sont partagés par plus que quarante entreprises. La demande intérieure suit la même tendance haussière et ce sous l'effet des facteurs suivants :

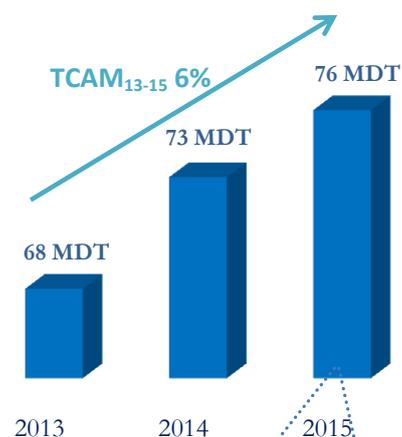
- ❖ Accroissement du nombre de bureaux, magasins,
- ❖ La politique nationale en matière d'encouragement de la profession libérale...

En effet, l'installation de nouveau bureaux ou magasins est suivie par l'acquisition de meubles (bureaux médecins, salle d'attente, bureau de secrétaire...). Ainsi et compte tenu de l'ensemble de ces éléments favorables il est estimable que la demande de meubles de bureaux poursuivra la même tendance haussière.

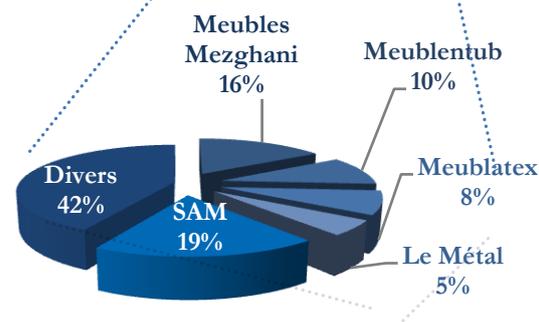
Parmi les acteurs principaux du secteur nous retrouvons les sociétés Atelier du Meuble Intérieur et Meubles Mezghani qui se concurrencent sur la position de leader. SAM a réussi durant les deux ans de maintenir sa position de leader avec une part de marché de 19% en 2015 soit 14,13MDT et un TCAM13-15 de 10%. Seules Meublatex et Le Métal n'ont pas pu suivre le rythme. Leurs parts de marché ont diminué de :

- ❖ -10% sur toute la période passant de près de 7,5MDT en 2013 à 6MDT en 2015 pour Meublatex,
- ❖ -3% sur toute la période passant de près de 4MDT en 2013 à 3MDT en 2015 pour Le Métal.

Le marché tunisien du meuble de bureaux



Principaux acteurs 2015



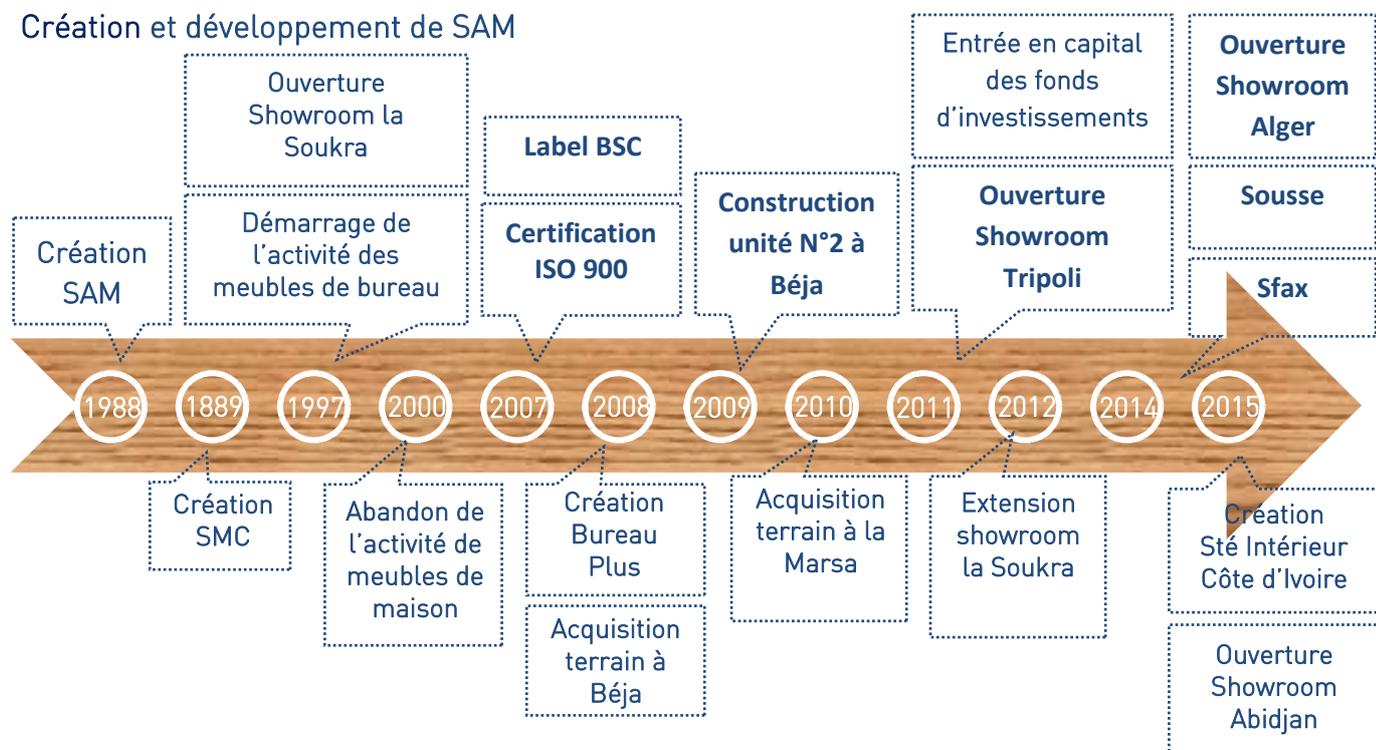
PRESENTATION DE LA SOCIETE



SAM en Bref

Fondée en 1988 par M. Hatem Ben Slimane sous forme de Société à Responsabilité Limitée (SARL), la Société Atelier du Meuble Intérieur « SAM » est spécialisée dans la fabrication et la vente du mobilier de bureau et de l'aménagement des espaces. En 2011, la société a été transformée en Société Anonyme dans la perspective de l'ouverture du capital à deux fonds d'investissements : Maghreb Private Equity Fund II (Cyprus II) et Maghreb Private Equity Fund II (Mauritus). L'entrée au capital de la société par ces investisseurs s'est faite par une acquisition d'actions donnant droit à 35,19% du capital. Les investisseurs ont consenti une avance de 1 750 000 DT convertie en capital courant l'année 2015 pour porter leur participation à 40,31%.

Création et développement de SAM



Filiales

La Société Atelier du Meuble détient deux filiales :

- **SMC** : Société le Mobilier Contemporain : spécialisée dans la commercialisation des produits tel que les meubles, luminaires, articles de décoration..
- **Bureau plus** : spécialisée dans la conception et fabrication de tous types de meubles et d'articles de décoration.

SAM détient aussi une participation dans le capital de la société «Intérieurs Côte d'Ivoire». Celle-ci est créée en 2015 et assure la vente des meubles à Abidjan.

Activité de la SAM

La Société Atelier du Meuble Intérieur « SAM » opère dans le secteur des industries diverses et est spécialisée dans la branche bois liège et ameublement. Le groupe Intérieurs a su s'adapter aux exigences du marché pour devenir le leader dans la conception, fabrication et vente des meubles de bureau moyen et haut de gamme. La Société Atelier du Meuble Intérieurs est référencée auprès de plusieurs banques, assurances, ministères, hôpitaux et cliniques, espaces commerciaux, compagnies aériennes, ambassades, municipalités, offices, etc.

Elle détient 6 showroom en Tunisie (Tunis, Béja, Sfax, Gabés, Sousse Kantaoui et Sousse Khzéma) et gère 3 à l'étranger (Tripoli, Alger et Abidjan). Celui de Tunis la Soukra, récemment rénové, est le plus grand showroom avec une superficie de 1800m², présentant une multitude d'articles dont :

- au rez-de-chaussée : des salons, chaises, accueils...
- au 1er étage : des bureaux de cadres, des « call-center », sièges, accessoires...
- au 2ème étage : des bureaux de directions, sièges de luxe, tables de réunion...

La société dispose de deux sites de production :

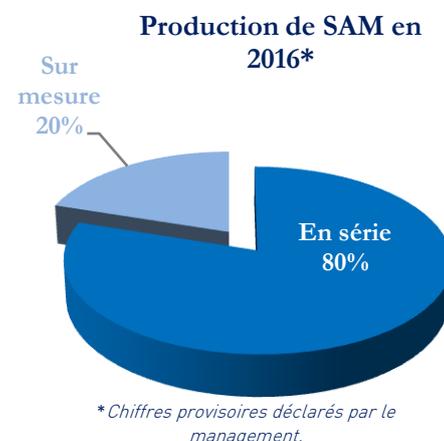
- **L'usine de Béja** est spécialisée dans la fabrication des éléments de rangement,
- **L'usine de Tunis** est spécialisée dans les meubles sur mesure et la tapisserie.

Etant donné que la société a atteint sa capacité de production en 2016, SAM projette d'agrandir l'usine de Sidi-Daoud (Tunis). En effet, le terrain de 3200 m² étant déjà acquis, l'extension permettra à la société de doubler sa capacité de production avec comme objectif d'atteindre les 32MDT à l'horizon de 2017.

Les meubles fabriqués par la SAM sont classés en deux familles :

- **Les meubles fabriqués en série** : à raison de 80% de la production et comprennent les chaises, les bureaux et les meubles de rangement.
- **Les meubles fabriqués sur mesure** : à raison de presque 20% de la production tel que les présentoirs de banques, l'aménagement des salles VIP des aéroports, les plates-formes des centres d'appels, etc. Pour ces produits la société fait la production et l'assemblage et montage. Elle fait alors intervenir le bureau d'étude, sous-traitance, pour la conception et le suivi de la production.

Principaux clients



Pour les matières premières, SAM s'approvisionne à raison de 70% chez des fournisseurs locaux. Autrement dit 30% de ses approvisionnements en matières premières sont importés : 20% d'Asie et 80% d'Europe.

Ses importations en produits finis sont les chaises (principalement de Chine), les bureaux et accessoires (d'Europe). Elle importe principalement d'Italie et a signé depuis plus de 2ans un contrat de partenariat avec la marque italienne Moscagni. SAM commercialise les produits de cette marque, produits de luxe, tel que le bureau «Chirac».

Pour développer ce créneau, elle a aussi conclu un accord de partenariat d'un an avec le numéro 2 mondial Herman Miller en vue de commercialiser la marque en Tunisie à partir de 2017. Le géant américain est reconnu par son produit phare «Aeron Chair» vendu à plus que 7 millions d'exemplaires dans plus que 138 pays.

Système qualité

Programmes de mise à niveau

« SAM » a adhéré à trois programmes de mise à niveau :

- en **2007**: Consolidation du bureau d'études et du bureau des méthodes d'une entreprise de la branche ameublement ;
- en **2009** : Programme d'accompagnement et d'assistance dans la maîtrise des techniques de tapisserie;
- en **2013** : Programme national de coaching, maîtrise, amélioration des procédures de tapisserie.

Certifications

Dans l'objectif de fidéliser ses clients, améliorer la qualité de ses produits et leur notoriété, la société s'est engagée depuis des années dans une démarche de maîtrise qualité. Celle-ci lui garantit que les règles de production sont correctement pratiquées et conformes aux normes internationales. D'ailleurs, la Société Atelier du Meuble Intérieurs est certifiée ISO 9001 version 2008 en 2013. Elle a renouvelé cette certification en 2016, désormais valable à 2018.

La certification de conformité, communément « certification », est en effet la preuve de l'assurance qualité délivrée par l'INNORPI qui prouve au moyen d'un certificat la conformité à un référentiel donné.

En d'autres termes, il s'agit d'une reconnaissance externe du système de qualité et démontre donc que la démarche qualité de la société est maîtrisée et jugée conforme à un référentiel, pour la SAM c'est l'ISO 9001.

Il est à noter que désormais il existe une nouvelle version de cette norme soit l'ISO 9001 version 2015. Celle-ci, plus adaptée au contexte économique actuel, stipule des évolutions majeures par rapport à l'ancienne.

Labels

SAM a également obtenu en 2007 le label BSC (Bureau Sécurité Confort). Ce label est en effet une marque de qualité issue d'une collaboration entre le CETIBA et l'INNORPI. Pour obtenir ce label l'entreprise doit passer par un audit technique initial, audit du système d'assurance qualité puis des examens et essais. Il permet d'évaluer plusieurs critères de sécurité notamment :

- Critères de performance, aptitude à l'usage,
- Critères de finitions, revêtement,
- Qualité d'exécution et de conception,
- Capacité de l'entreprise,
- Système Qualité.

Gestion qualité

Il s'agit de la gestion économique de la maîtrise du système qualité. Celle-ci, réunit l'optimisation des coûts et tous les objectifs financiers.

- Politique produits : la société a adopté la politique de limitation produit, autrement dit améliorer la capacité de confection locale pour réduire les importations et donc les coûts.
- SAM applique aussi le « *juste-juste* » : n'en faire ni trop ni trop peu. Il s'agit d'avoir à la fin de la production la bonne qualité de produit ni plus ni moins.

Qualité Totale

Elle englobe les relations avec les clients, les fournisseurs et les partenaires internes ou externes :

- Politique Fournisseurs : SAM travaille à fidéliser ses fournisseurs de longue date.
- Politique Clients : la société applique la théorie du « **Juste à Temps** » qui consiste à fournir au client le nombre et la qualité de produits qu'il demande au moment où il le souhaite. Elle œuvre aussi à satisfaire ses clients à travers un service après-vente réactif et disponible et contrôle tout le processus par des « enquêtes satisfaction clients ».

ANALYSE FINANCIERE RETROSPECTIVE

Chiffre d'affaires

Sur la période 2013-2015, les revenus consolidés de la SAM ont attesté d'une amélioration annuelle moyenne de 10%. La politique de développement de la SAM est à l'origine de cette évolution notamment la concentration sur le marché local par la consolidation de sa flotte commerciale.

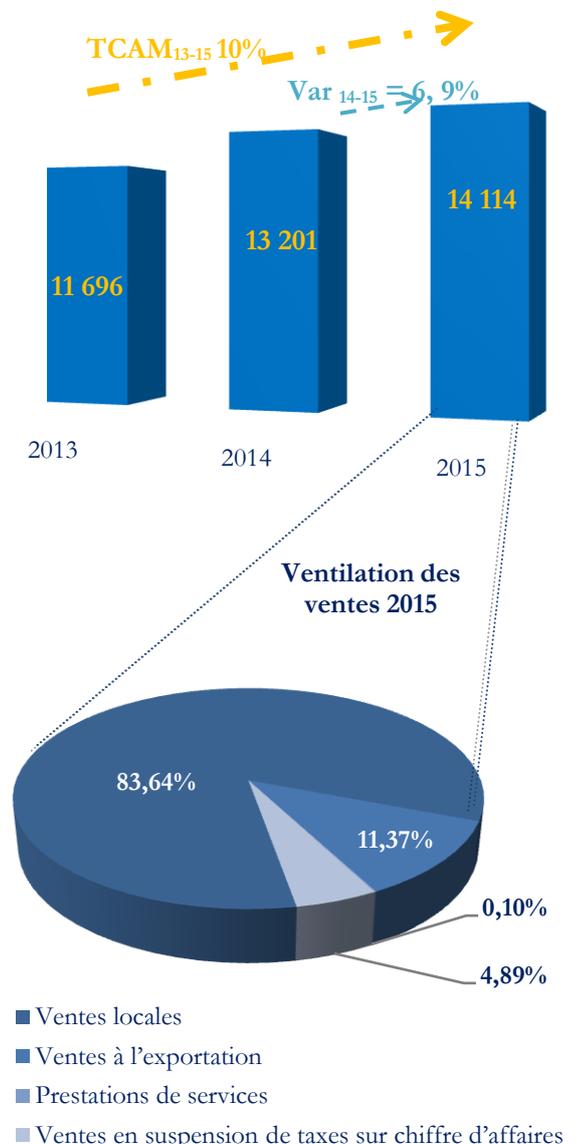
En effet, la société détient 3 canaux de distributions notamment les « Showroom », l'usine et l'export. Sa stratégie est de booster les ventes via les Showroom, diminuant ainsi la part des revendeurs et profiter de plus de marge.

En 2015, la part des « Showroom » dans les ventes a été de 60% ce qui est en cohérence avec la politique de l'entreprise. Les revenus de la société proviennent essentiellement des ventes locales qui représentent plus que 83% du chiffre d'affaires global de 2015 contre 11% pour les exportations.

Les ventes locales se sont améliorées en 2015, de 6,6% sur une année glissante passant de 11 074 mDT à 11 804 mDT. Quant aux ventes à l'exportation, elles ont diminué de 4% passant de 1 675 mDT à 1 604 mDT in fine.

En corollaire, le volume de production a connu une croissance annuelle moyenne de 9,3% sur la même période. En 2015, la production s'est améliorée de 5%, sur une année glissante passant de 13 400 mDT à 14 100 mDT in fine.

Evolution des revenus de SAM en mDT



Marge Brute

Entre 2014 et 2015, les achats d'approvisionnement de la SAM ont connu une légère augmentation (+2%). En effet, sur cette période les achats en bois et dérivé ont diminué de 12% alors que les accessoires de chaises ont augmenté de 28%. Ceci s'explique par le fait que la société planifie d'abandonner le site de Béja en 2017 et a commencé depuis 2015 à diminuer progressivement la fabrication des éléments de rangements. Elle a ainsi misé sur la production des sièges étant donné qu'ils sont des articles générateurs de marge plus importante, selon le management de la société.

Ainsi, la marge brute de la société SAM s'est élevée à 6 756 mDT au titre de l'exercice 2015 contre 6 219 mDT une année auparavant et 5 547 mDT à fin 2013. La croissance annuelle moyenne courant la période 2013-2015 est de l'ordre de 10,4%.

Le taux de marge brute a pratiquement stagné (+47 pbs) pour se situer à 47,9% à fin 2015 contre 47,1% à fin 2014.

Excédent brut d'exploitation

Du côté des charges de personnel, une hausse annuelle moyenne de 8,1% a été enregistrée entre 2013 et 2015, pour s'établir à 2 554 mDT in fine.

Les charges salariales représentent en moyenne 18,5% du chiffre d'affaires. Au 31-12-2015, l'effectif de la société SAM s'est établi à 144 employés entre permanent et intérim.

Il est à noter que les ouvriers d'exécution représentent 45% des frais de personnel contre 17% pour la direction générale et 14% pour le staff commercial. En effet, le renforcement de ces derniers est expliqué par la stratégie de la société qui vise à booster les ventes.

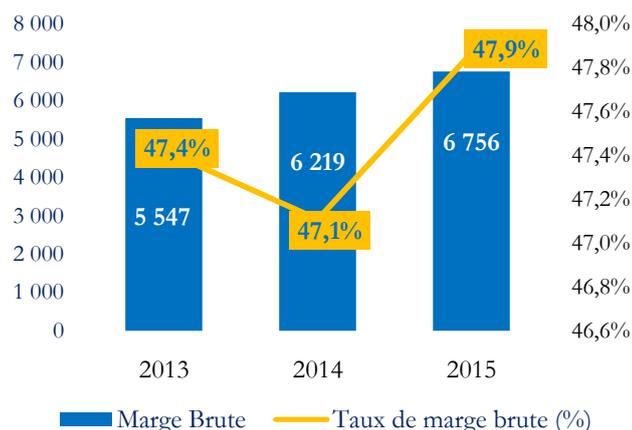
En dépit de la croissance des charges salariales, l'EBITDA de la société SAM s'est établi à des niveaux confortables, soit 2 331 mDT à fin 2015. En effet, la marge d'EBITDA s'est située en moyenne, entre 2013 et 2015, à 16,4%. Ce taux a augmenté entre 2014 et 2015 de 15,7% à 16,5%.

Résultat d'exploitation

Sur un autre volet, les dotations aux amortissements et aux provisions ont quasiment doublé pour s'établir à 838 mDT à fin 2015 contre 420 mDT à fin 2014.

Cette hausse est principalement due à l'effet conjugué de la l'accroissement des dotations aux amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles de 37,6% à 173 mDT et l'augmentation des dotations aux provisions pour créances douteuses de 333% à 142 mDT.

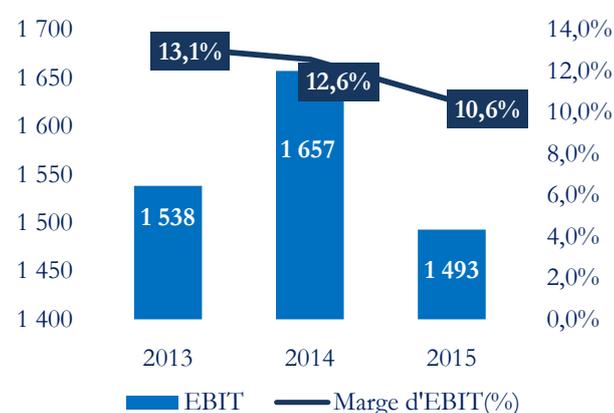
Évolution de la marge brute en mDT



Evolution de la marge d'EBITDA en mDT



Evolution de la marge d'EBIT en mDT



En conséquence, l'EBIT a suivi une tendance baissière durant la période (2013-2015) pour clore l'exercice 2015 à 1 493 mDT contre 1 657 mDT une année auparavant.

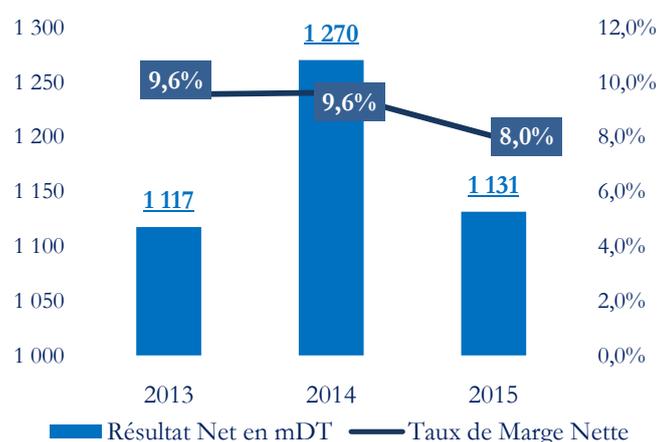
Ainsi, le taux de marge d'EBIT a perdu 20 000 pbs en évolution mitigée de 12,6% à fin Décembre 2014 à 10,6% à fin Décembre 2015.

Résultat Net

Le résultat net de la SAM a quasiment stagné courant la période (2013-2015) passant de 1 117 mDT à 1 131 mDT in fine, soit un TCAM de (+0,6%). Toutefois, la société a vu son résultat net baisser de (-10,9%) en 2015. Ce recul est dû à la baisse du résultat d'exploitation.

Suivant la même tendance, la marge nette de la société a connu une baisse de 161 pbs à 8,0% en 2015. Tout de même, ce niveau dégagé demeure confortable permettant à l'entreprise de jouir d'une dynamique de croissance importante.

Évolution de la marge bénéficiaire



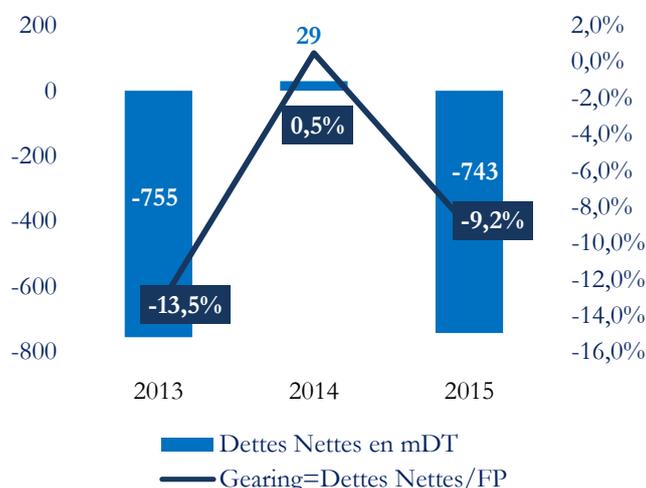
Endettement Net

Les dettes financières nettes de la SAM se sont établies à des niveaux confortables (voire même négatifs) ce qui confirme sa bonne assise financière. En effet, les dettes nettes se sont inscrites à -743 mDT à fin 2015 contre 29 mDT en 2014.

La société est génératrice de Cash flow ce qui lui permet d'autofinancer ses investissements.

La société dispose de dettes à court terme à hauteur de 64,1% en 2015 qui lui permettent de financer son cycle d'exploitation. Les dettes de long terme quant à elles, ne représentent que 35,9%.

Endettement Net



Charges Financières

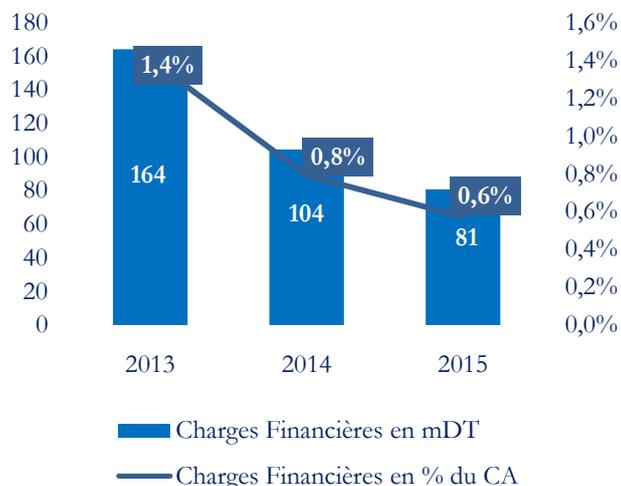
Sur la période 2013-2015, les charges financières ont représenté en moyenne 0,9% du chiffre d'affaires de la société SAM.

La baisse de ces charges enregistrée en 2015 de (-22,7%) sur une année glissante, est attribuée au remboursement des crédits bancaires contractés par la société pour le financement de son cycle d'exploitation.

Le ratio de couverture, (EBIT/Charges Financières), s'est inscrit à un niveau appréciable (18,49), traduisant la capacité de la SAM à honorer ses engagements financiers.

Il est à rappeler que les charges financières ne représentent que 0,6% du chiffre d'affaires à fin 2015.

Évolution des charges financières

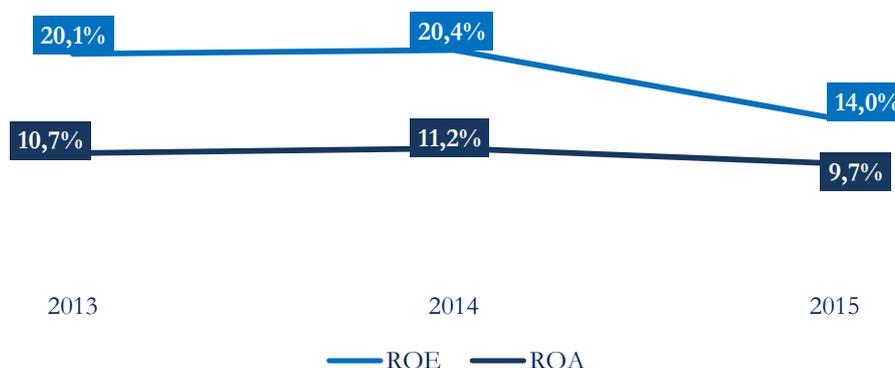


Rentabilité de la société

En termes de rentabilité, deux axes sont à explorer. La rentabilité financière et la rentabilité économique. En effet, courant la période (2013-2015), le rendement des fonds propres s'est situé à des niveaux appréciables soit en moyenne 18,2%. Néanmoins, à la clôture de l'exercice 2015, le ROE a connu une baisse remarquable pour se situer à 14,0%. Cette chute trouve son origine dans le recul du résultat net couplé à la hausse des fonds propres, et ce suite à l'augmentation de capital de la société de 1 750 mDT, par voie de conversion de la participation des deux fonds d'Africa Inest en capital d'un compte courant associé

Quant au ROA, il a également connu une chute qui est due essentiellement au recul du résultat net s'établissant à 9,7% en 2015.

Évolution de la rentabilité

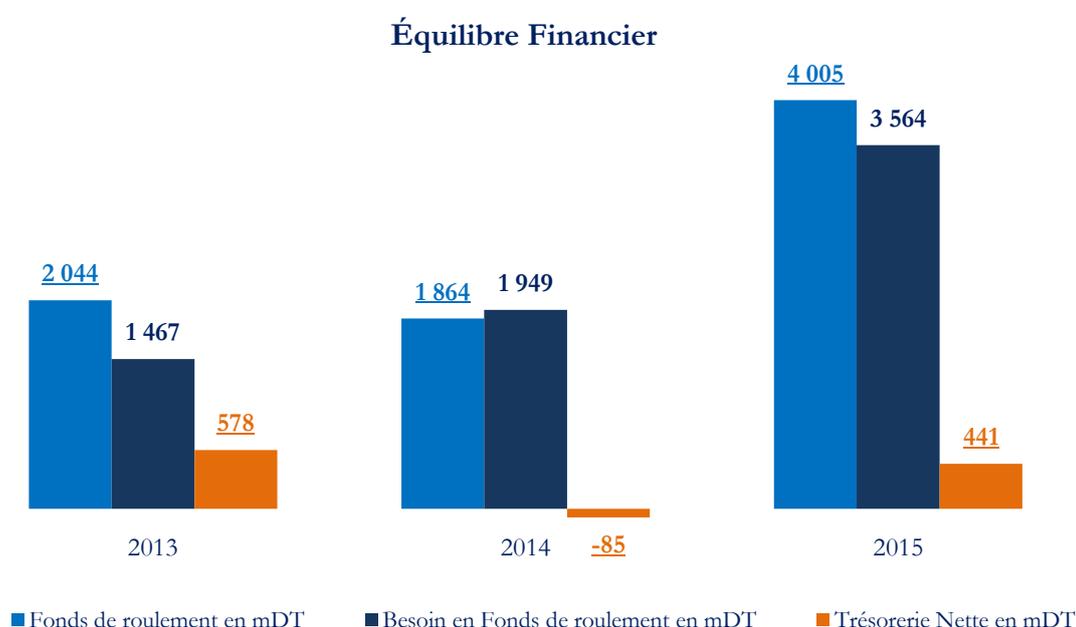


Équilibre financier

Du côté de l'équilibre financier, le besoin en fonds de roulement s'est élargi significativement sur la période 2013-2015 de (+55,9%) pour s'établir à 3 564 mDT en 2015 contre 1 949 mDT en 2014. Cette augmentation est essentiellement due au recul des « autres passifs courants » de (-100%) en 2015, couplée à la baisse du crédit fournisseurs d'environ (-5%).

Sur la même période, le fond de roulement s'est inscrit en amélioration de (+40,0%)%, s'établissant à 4 005 mDT en 2015 contre 1 864 mDT en 2014. Cette croissance trouve son origine dans l'accroissement des capitaux permanents de (+29,0%) sur une année glissante. engendré par une ascension des capitaux propres de (+30,2%) à 1 880 mDT, conjuguée à la baisse des emprunts de (-33,3%) à 39,9 mDT.

A cet égard, la trésorerie nette de la Société Atelier de Meubles ressort positive de 411 mDT à fin 2015. La situation financière de l'entreprise est ainsi saine.



BENCHMARK : SAM Vs HERMAN MILLER

HERMAN MILLER EN BREF

La société Herman Miller est le N°2 du secteur « Mobilier de Bureau » aux USA et est inscrite au NASDAQ Global Select Market sous le symbole MLHR. Le titre se traite à 30,4 \$ en février 2017 offrant un bénéfice par action de 2,24 \$ soit un PER de 13,57 fois.

INDICATEURS FINANCIERS

Les deux entreprises partagent la même activité et la même orientation marché. En effet, les ventes des deux entreprises sont orientées plus marché local qu'exportation avec respectivement :

- 76,60% des revenus d'Herman Miller sont générés par les ventes locales,
- 83,64% des revenus de SAM sont générés par les ventes locales.

BENCHMARK FINANCIER 2015

	 Herman Miller	 intérieurs <small>Mobilier De Bureaux</small>
Chiffre d'affaires	2142,6 M\$	14,11 MDT
Local	76,60%	83,64%
International	23,40%	11,37%
Taux d'EBITDA	10,97%	16,50%
Taux d'EBIT	8,68%	10,58%
Résultat Net	97,50 M\$	1,13 MDT
Taux de Marge Nette	4,55%	8,02%

En termes de volumes la SAM, avec ses 14,11MDT de chiffre d'affaire et 1,13MDT de résultat net, est loin derrière le géant américain : respectivement 2 142,6 et 97,50 Millions de Dollars. Cependant, la SAM affiche des taux de marge plus confortables :

- Taux de marge d'EBITDA 16,5% pour SAM contre 10,97% pour Herman Miller.
- SAM affiche un taux de marge d'EBIT de 190 points de base de plus que celui du géant américain.

Ce qui revient à dire qu'en matière d'exploitation opérationnelle, la SAM génère un pourcentage de gain plus important. Cependant, il est plus pertinent de comparer les taux de marge nette, indicateur de la rentabilité globale, étant donné que le résultat d'exploitation peut être influencé par la stratégie de l'entreprise par exemple la stratégie d'investissement.

Le taux de marge nette d'Herman Miller, est pratiquement équivalent à la moitié de celui de SAM. En d'autres termes :

- le géant américain : chaque Dollar du chiffre d'affaire génère 4,55 % de profit,
- le leader tunisien : pour chaque Dinar du chiffre d'affaire génère 8,02 % de profit.

Toute chose étant égale par ailleurs, SAM détient une marge bénéficiaire plus attrayante, elle est donc plus efficiente, souple et capable de saisir les nouvelles occasions qui se lui présentent.

ANALYSE PREVISIONNELLE

Chiffre d'affaires prévisionnel

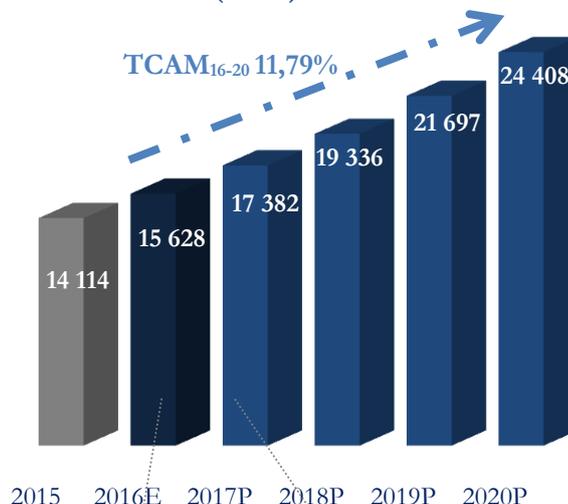
En termes de revenus, avec un TCAM₁₆₋₂₀ de 11,79%, les prévisions de SAM font état d'une progression graduelle à l'horizon 2020 contre historiquement un TCAM₁₃₋₁₅ de 10%.

En effet, entre le chiffre d'affaires espéré de 2016 et la dernière année des prévisions, il y a une amélioration de 56% du chiffre d'affaires passant de 15 628 mDT à 24 408 mDT fin 2020.

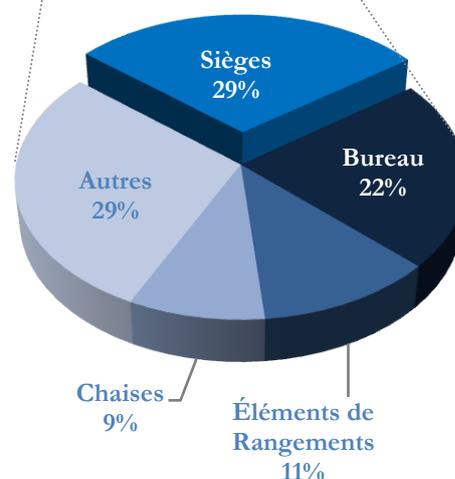
Cette amélioration est le résultat de la *stratégie de développement* de l'entreprise. En effet, SAM a prévu d' :

- Investir, en vue d'améliorer la capacité de production, près de 4,62 MDT sur les 5 ans dont 3,44 MDT en 2017 entre achat du terrain qui a déjà eu lieu début 2017 et l'extension de l'usine de Tunis ;
- Accroître la force commerciale de ses points de vente et d'améliorer sa flotte automobile par un investissement global de 440mDT en matériel de transport ;
- Améliorer modestement le volume de ses exportations pour atteindre 2% ;
- Développer des nouvelles lignes de produits en plus des nouveaux modèles qu'elle propose à hauteur de 15 nouveautés chaque année, ainsi que la mise en ligne du 1^{er} site-web de vente des meubles de bureau en

Evolution des Revenus prévisionnels (mDT) 2016-2020



Ventilation des ventes 2016^E



Avec de telles perspectives et sachant que le taux de croissance de la société sur la période 2013-2015 est largement supérieur à celui du marché, SAM s'attend à ce que sa part de marché pour les années à venir va nettement s'améliorer et renforcer davantage sa position de leader du secteur.

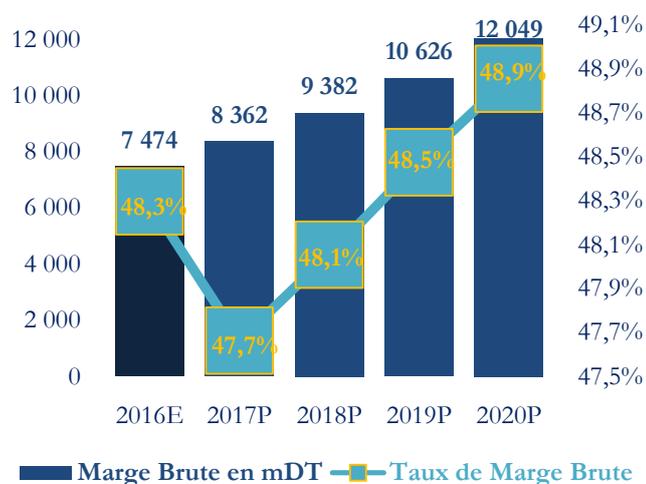
En 2016, les revenus de SAM proviennent essentiellement des ventes des sièges et des bureaux qui représentent plus de la moitié du chiffre d'affaires. Sur toute la période prévisionnelle la société estime garder ces mêmes proportions de ventes prévue pour 2016.

Marge Brute

Sur la période 2016-2020, le taux de croissance annuel moyen de l'approvisionnement de la société serait de 11,21%. Rapportés au chiffre d'affaires, ces achats représenteront 52% des ventes de 2016, pour diminuer timidement jusqu'à atteindre 51% en 2020.

Combinée à la hausse des revenus, cette baisse profite à la marge brute dont le taux avoisinera 49% à fin 2020.

Evolution prévisionnelle de la Marge Brute (mDT) et du Taux de Marge Brute 2016-2020



D'après le management, ces prévisions ne reflètent pas le potentiel de l'entreprise étant donné que la marge prévue pour 2019 soit 48%, est déjà réalisée en 2016, soit 3 exercices en avances.

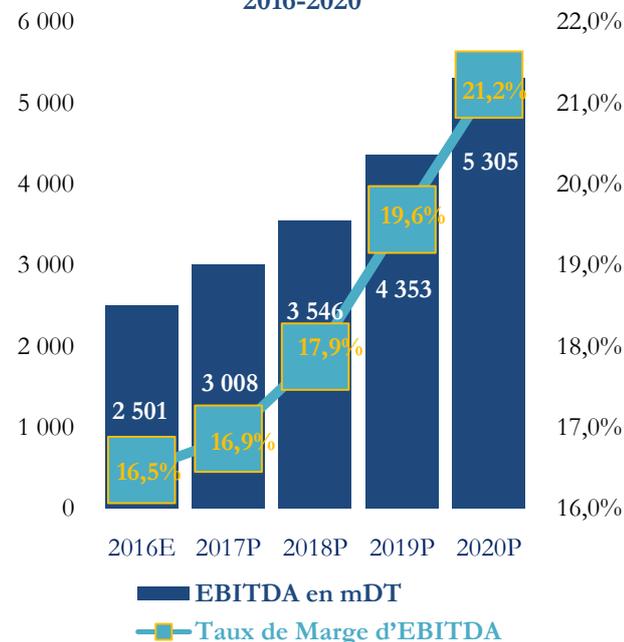
Excédent Brut d'Exploitation

Le poids des charges de personnel dans le chiffre d'affaires en 2020 passera en dessous des 16% alors qu'en 2016 il avoisinait les 18%. Cependant, cette progression ne signifie pas une diminution de la masse salariale.

En effet la taille du groupe continuera d'évoluer au même rythme que l'activité de l'entreprise mais moins proportionnellement, avec un taux de croissance annuel moyen sur la période 2016-2020 de 7,6% contre 11,79% pour les ventes de la SAM.

Ainsi, les prévisions de la SAM révèlent une évolution positive de l'EBITDA. En effet, durant les trois premières années la marge d'EBITDA est pratiquement stagnante. Ce n'est qu'en 2019 qu'elle dépassera les 19% pour atteindre 21,2% fin 2020.

Evolution Prévisionnelle de l'EBITDA (mDT) et Taux de Marge d'EBITDA 2016-2020



Résultat d'exploitation

En considérant toute la période, les prévisions de la société affichent des dotations aux amortissements en diminution avec un TCAM₁₆₋₂₀ de -4,55%. Cependant entre 2017 et 2018, elles ont augmenté de 44,7% passant de 780 mDT à 1 140mDT à raison des investissements prévus en 2017 pour suivre ensuite une tendance baissière jusqu'à 2020.

- Le résultat d'exploitation suit la même évolution bénéficiaire pour toute la période avec une progression positive : de 1 700 mDT en 2016 à 4 650 mDT à l'horizon 2020 correspondant à un taux de croissance annuel moyen de 28% ;
- un recul du taux de marge d'EBIT en 2017 de 110 points de base par rapport à 2016, pour rebondir avec une amélioration de 270 points de base en 2018 par rapport à l'année précédente.

Evolution Prévisionnelle du Résultat d'exploitation (mDT) et Taux de Marge d'EBIT (2016-2020)

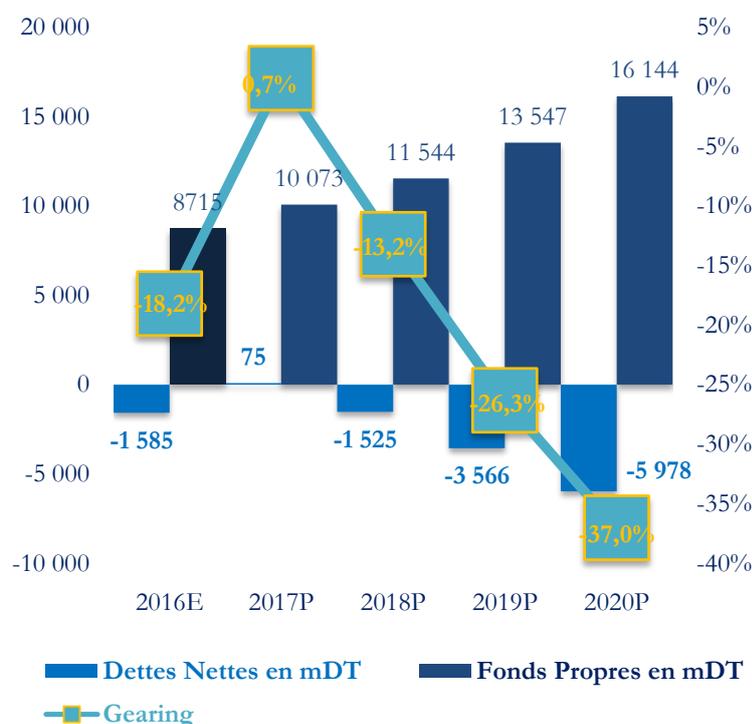


Endettement

Le niveau d'endettement de SAM évolue en harmonie avec le plan d'investissement. En effet c'est en 2017 que la société projette d'investir le plus. Les investissements de 2017 représentent 81,6% de l'investissement global, et c'est en cette même année que le niveau de la dette nette est prévu d'atteindre son plus haut niveau avec une évolution de 86% par rapport à l'année précédente.

SAM verra donc sa dette s'accroître après cette année particulière, sans pour autant devenir endettée, pour reprendre ensuite une tendance baissière. En effet, elle garde fin 2017 un Gearing de 0,7% qui passera à -37% fin 2020 ce qui prouve que la situation de l'entreprise demeure très saine.

Structure Financière Prévisionnelle (2016-2020)



Résultat Net

Cette tendance haussière de tous les indicateurs de la société se répercute sur le résultat net qui atteint à fin 2020 les 3 585 mDT avec une progression suivant un TCAM₁₆₋₂₀ de 26,9%.

Egalement, il est à noter que la SAM profitera à partir de l'exercice de 2017 d'un taux d'imposition de 15% selon la loi de finance de 2017, suite à l'ouverture de plus de 30% de son capital au public, au lieu de 20% selon l'ancienne loi.

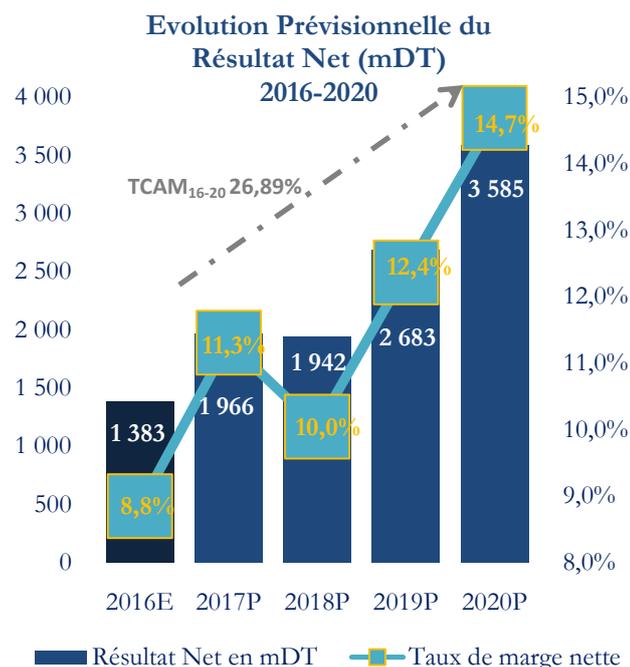
C'est en 2018 que le poids de l'investissement se fait ressentir. En effet à partir de 2018 le taux de marge nette reprend sa cadence après 2018 pour atteindre à l'horizon une marge bénéficiaire nette voisinant les 15%.

Equilibre Financier

Sur toute la période de prévision, les capitaux permanents se sont accentués, tributaires aux emprunts octroyés chaque année et à l'amélioration continue du résultat, contre des actifs immobilisés en diminution à l'exception de 2017 qui est une année d'investissement. Ainsi l'augmentation des capitaux permanents conjuguée à la baisse de l'actif sont à l'origine de l'évolution positive du fonds de roulement qui passe de 5,13MDT en 2016 à 12, 420 mDT en 2020 soit une amélioration de 7 23 mDT sur toute la période au rythme d'un TCAM₁₆₋₂₀ de 56%.

En parallèle, il est prévu que les stocks de la société augmentent, TCAM₁₆₋₂₀ de 11,12%. D'ailleurs SAM prévoit de mettre en place un système de de stockage adapté. Il est aussi attendu que les créances clients de SAM s'aggravent étant donné les délais qu'elle offre à ses clients et l'existence de mauvais payeurs parmi eux dont principalement l'Etat (ministère, municipalités, hôpitaux..). La société projette néanmoins de diminuer la part de l'Etat dans les ventes de 18% à 14%. Ainsi le besoin en fond de roulement de la SAM suit la tendance de l'activité tout en restant maîtrisé : sa cadence, TCAM₁₆₋₂₀ de 13%, est moins importante que le taux historique TCAM₁₃₋₁₅ de 56%.

Les besoins en fonds de roulement de la SAM ont augmenté au cours de la période de prévision mais moins proportionnellement que ses fonds de roulement avec respectivement des TCAM₁₆₋₂₀ de 13% et 24%. D'ailleurs, sur toute la période, le BFR n'atteindra pas les 23% du chiffre d'affaires. Ainsi la société a su garder une trésorerie positive et en amélioration continue avec un taux de croissance annuel de 36,33% sur les quatre ans.



Equilibre Financier

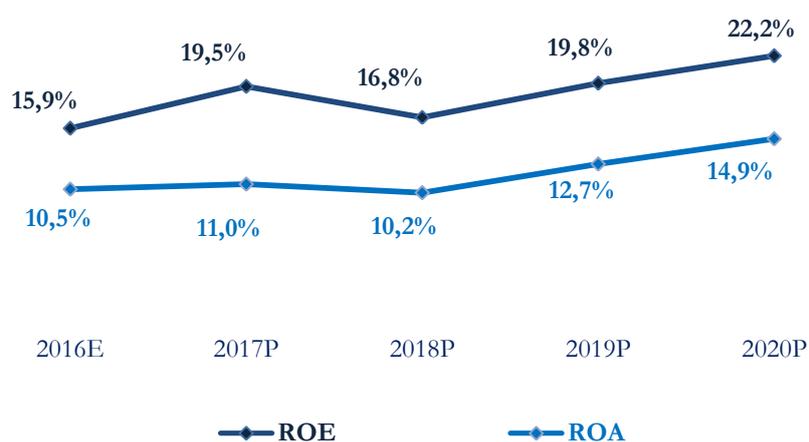
Indicateurs en mDT	2016 ^E	2017 ^P	2018 ^P	2019 ^P	2020 ^P
Fonds de roulement	5 128	5 889	7 517	9 703	12 415
Besoin en Fonds de roulement	3 411	3 798	4 168	4 900	5,80
Trésorerie Nette	1 717	1 507	3 372	4 060	5 931

Rentabilité

En termes de rentabilité, les rendements des fonds propres ainsi que des actifs aboutissent à une rentabilité économique moyenne de 11,86% sur la période 2016-2020. La rentabilité financière est pratiquement dans les mêmes proportions avec une moyenne de 18,84%.

En termes d'évolution, les deux indicateurs de rentabilité suivent une tendance haussière avec un seul point aberrant dans l'évolution de la rentabilité financière : une baisse pour l'exercice de 2018 tributaire à la baisse du résultat et ce malgré l'amélioration des capitaux propres. L'exercice suivant, la rentabilité financière rattrape sa tendance pour atteindre à l'horizon de 2020 22,2%. La rentabilité économique, stagnante avant 2018, augmente nettement juste après pour atteindre 14,9% en 2020.

**Rentabilité Économique et Financière Prévisionnelle
2016-2020**



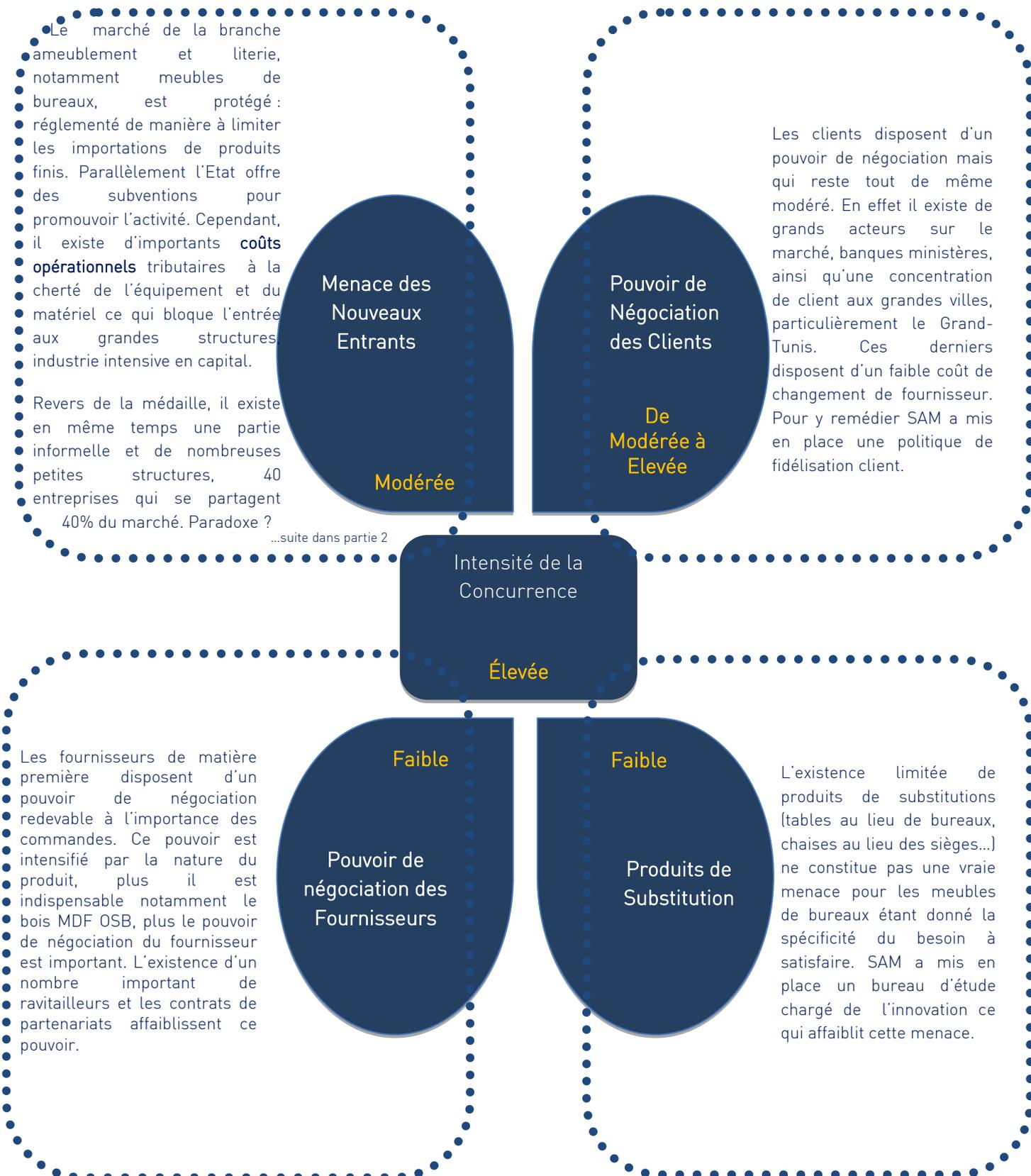
RECAPITULATIF DU BUSINESS PLAN DE LA SAM

En mDT	2016 ^E	2017 ^P	2018 ^P	2019 ^P	2020 ^P
Revenus	15 628	17 382	19 336	21 697	24 408
<i>Progression</i>	-	11,22%	11,24%	12,21%	12,49%
Marge Brute	7 474	8 362	9 382	10 626	12 049
<i>Progression</i>	-	11,88%	12,20%	13,26%	13,39%
Taux de Marge Brute	48,3%	47,7%	48,1%	48,5%	48,9%
EBITDA	2 501	3 008	3 546	4 353	5 305
<i>Progression</i>	-	20,27%	17,89%	22,76%	21,87%
Taux de Marge d'EBITDA	16,5%	16,9%	17,9%	19,6%	21,2%
EBIT	1 712	1 866	2 612	3 528	4 650
<i>Progression</i>	-	9,00%	39,98%	35,07%	31,80%
Taux de Marge d'EBIT	11,4%	10,3%	13,0%	15,8%	18,5%
Résultat Net	1 383	1 966	1 942	2,683	3 585
<i>Progression</i>	-	42,15%	-1,22%	38,16%	33,62%
Taux de marge nette	8,8%	11,3%	10,0%	12,4%	14,7%
Dettes Nettes	-1 585	0075	-1 525	-3 566	-5 978
<i>Progression</i>	-	95,27%	1933,33%	-133,84%	-67,64%
Gearing	-18,2%	0,7%	-13,2%	-26,3%	-37,0%
Fond de Roulement	5 ,128	5 ,889	7 ,517	9 ,703	12 ,415
<i>Progression</i>	-	14,84%	27,64%	29,08%	27,95%
BFR	3 ,411	3 ,798	4 ,168	4 ,900	5 ,580
<i>Progression</i>	-	11,35%	9,74%	17,56%	13,88%
Trésorerie Nette	1 717	1 507	3 372	4 060	5 931
<i>Progression</i>	-	-12,23%	123,76%	20,40%	46,08%
ROE	15,9%	19,5%	16,8%	19,8%	22,2%
ROA	10,5%	11,0%	10,2%	12,7%	14,9%
Dividendes	797	606	471	681	989
Div Uni	0 ,160	0 ,110	0 ,160	0 ,230	0 ,320
Dividend Yield	3,1%	2,1%	3,1%	4,4%	6,2%
Payout	48,7%	23,6%	34,7%	36,1%	37,6%

SOURCE : PROSPECTUS DE LA SAM

ANALYSE PORTER

Analyse des 5 forces (Porter) Partie 1



Analyse des 5 forces (Porter) Partie 2

Nouveaux entrants

En effet, les coûts opérationnels ne bloquent l'entrée qu'aux grandes structures. Les autres ou ceux de l'activité non structurée n'ont besoin ni de gros investissements ni d'équipements coûteux.

Quant à la SAM, elle détient grâce à son expérience une notoriété auprès des clients ainsi que de nombreux canaux de distribution. Son expérience industrielle lui permet d'économiser les coûts par l'apprentissage. L'absence d'endettement combiné à la disponibilité de liquidité lui permet de tirer profit de l'approvisionnement en gros. Sa grande capacité de production lui procure des avantages d'échelle. La présence de 4 grands concurrents lui procure l'avantage de pouvoir profiter d'une veille efficace.

Intensité de la concurrence

Le secteur est dominé par 5 grands acteurs, y compris SAM, qui se font une rude concurrence avec des parts de marché très rapprochées. La concurrence est encore plus intensifiée par les fortes barrières à la sortie à cause des outils de production fortement spécialisés ayant nécessité des investissements considérables qui font que les concurrents défendent chèrement leur positions. Pour éviter une guerre de prix due au ralentissement conjoncturel, les charges de structure lourdes et l'offre peu diversifiée, la société a opté pour une stratégie de domination globale par les coûts combinée à une différenciation produit : elle compte sur sa notoriété, l'efficacité de sa production (certification, label..) ainsi que l'innovation avec plusieurs avantages notamment la personnalisation, SAV, garantie 5 ans.. Pratiquement la majorité des acteurs appliquent une intégration en aval, principalement les grandes structures qui fabriquent et commercialisent par eux même. Cependant une intégration en amont, prendre possession d'une distribution de matière première par exemple produire les planches de bois ou les panneaux de fibre de densité moyenne MDF, peut être une excellente opportunité pour SAM pour se différencier ou une grande menace pour elle si l'un des concurrents l'adopte.

L'existence d'une forte domination du marché par quelques opérateurs conjointement à sa structure fragmentée et prenant compte de tous les éléments présentés ci-dessus, nous pouvons situer la **situation concurrentielle de SAM qui se trouve intense mais stable.**

RECOMMANDATION

La SAM jouit d'une expérience de plus de 28 ans dans la branche Bois, liège et ameublement. Elle se positionne comme un leader sur le marché avec une part de marché de 19% en 2015.

En dépit du contexte économique morose, la SAM a pu afficher des indicateurs au beau fixe qui augurent d'une situation financière saine. La société tient bien ses marges et arrive à réaliser des niveaux de rentabilité appréciables.

Etant un acteur de renom, le groupe Meubles Intérieurs est référencé dans le marché local, auprès de plusieurs banques, assurances, ministères, etc. Quoiqu'à l'étranger, le niveau des exportations de la société est limité à 2%.

Par ailleurs, le ratio (CF/RN) oscille historiquement, entre 1,3 et 0,2 courant la période (2013-2015), soit en moyenne 0,7. La société est parvenue donc, à gérer relativement ses charges avec un niveau de cash flow acceptable.

Tandis que pour la période prévisionnelle (2016-2020), ce ratio sera supérieur à 1², soit 1,2 en moyenne. La société envisage de maîtriser davantage ses charges.

Selon le Business Plan de la SAM, les revenus du groupe Meubles Intérieurs passeront à 24 408 mDT à l'horizon de 2020, soit en croissance annuelle moyenne de 11,8% courant la période (2016-2020). Pour l'exercice 2016, la société table sur un résultat net de 1 383 mDT sachant que son résultat net Trailing 2016 de 1 600 mDT surpasse ses estimations de (+15,7%).

Sur la même lignée, la société projette de consolider un bénéfice de 3 585 mDT à l'horizon de 2020 soit un TCAM (2016-2020) de (+26,9%).

La SAM envisage de distribuer des dividendes à hauteur de 48,7% son résultat net estimé de 2016 et à hauteur de 37,6% son résultat net prévisionnel 2020.

Sur la base d'un prix d'introduction de 5,200 DT, la valeur de la SAM est de 1,4x et 8,5x son chiffre d'affaires et son EBITDA, respectives de 2016E.

En termes de bénéfices, le titre se transige à 15,8x son résultat net estimé 2016 Vs 13,7_x son RN Trailing et à 11,1x son RN prévisionnel de 2017 (compte tenu de la plus value de cession) toutes choses étant égales par ailleurs, et ce contre un PER_x du marché de 13,4x. Avec un PEG₂₀₁₆ de 0,7, le titre est sous-valorisé, aux vues de la croissance estimée de ses bénéfices.

Par rapport aux fonds propres, le titre est offert à 2,5x et à 2,2x ses capitaux propres respectifs de 2016E et 2017p.

Au vu de tout ce qui précède, nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme.

MAXULA BOURSE

Département

Recherches & Analyses

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez

Les Berges du Lac 1053

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565.

research@maxulabourse.com.tn

www.maxulabourse.com.tn