SOCIETE ATELIER DU MEUBLE «INTERIEURS»-SAM-

SAM redresse la barre

Rédigé le 30/05/2022

Compte de résultat consolidé

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022e
Revenus	**21,3**	**24,4**	**18,6**	**23,3**	**25,6**
Progression	30%	14%	-24%	25%	10%
Marge brute	**9,7**	**10,2**	**8,2**	**9,5**	**10,4**
Taux de marge brute	**45,3%**	**41,7%**	**43,9%**	**40,6%**	**40,6%**
EBITDA	**4,0**	**4,1**	**2,6**	**3,2**	**3,7**
Progression	47%	2%	-37%	27%	15%
Marge d'EBITDA	**18,7%**	**16,7%**	**13,7%**	**13,9%**	**14,5%**
Résultat net part du groupe	**2,5**	**1,8**	**1,1**	**1,8**	**2,1**
Progression	91%	-28%	-42%	74%	16%
Marge nette	**11,9%**	**7,4%**	**5,7%**	**7,9%**	**8,3%**

Source: SAM et estimations de Tunisie Valeurs

- **2021 a été marquée par une forte reprise de l'activité pour SAM, après une année 2020 affectée par la pandémie Covid-19. Le groupe a réussi à redresser la barre, affichant une croissance à deux chiffres au niveau de son chiffre d'affaires et une amélioration de 74% au niveau de son résultat net pour atteindre 1,8MDt, soit une marge nette de 7,9%.**
- **En 2021, les importateurs de bois ont dû faire face à un manque de disponibilité de la matière première suite à la reprise d'activité des grandes puissances économiques, une prolongation des délais habituels de production et des retards de livraison, ainsi que des problèmes au niveau du transport. Les opérateurs ont dû surtout affronter le renchérissement du prix du bois importé, ce qui a altéré leurs niveaux de rentabilité.**
- **L'AGO du 27 Mai 2022 a décidé la distribution d'un dividende de 0,215 Dt au titre de l'exercice 2021. La date de mise en distribution est prévue pour le 1er Août 2022.**
- **Valorisée à 16MDt, soit un PER 2022e de 7,6x, un EV/EBITDA en 2022e de 4,6x, la société affiche un niveau de valorisation attractif. Compte tenu de la forte reprise l'activité en 2021, des perspectives encourageantes pour 2022, du niveau de valorisation attractif et du rendement en dividende alléchant, nous réitérons notre recommandation « Achat » sur le titre.**

Prix : 2,861DT

ACHAT (+)

Actionnariat*

Famille Ben Slimane :	59%
Investisseurs :	23%
Flottant :	18%

Capitalisation boursière: 15,9 MDt

Ratios boursiers:

PER 2022e: 7,6x

EV/EBITDA 2022e: 4,6x

Yield 2021: 7,5%

ROE 2021: 15,8%

Performance 2022: +2,1%.

* Actionnariat datant du mois de mai 2022.

** Données au 30/05/2022

« En 2021,les importateurs de bois ont fait face à un manque de disponibilité de la matières premières suite à la reprise d'activité des grandes puissances économiques, une prolongation des délais habituels de production, des retards de livraison, ainsi que des problèmes au niveau du transport et surtout à un renchérissement du prix du bois importé».

I– Présentation du groupe Meuble Intérieurs

▪ Créée en 1988, à l'initiative de M. Hatem BEN SLIMANE, la Société Atelier du Meuble Intérieurs-SAM- s'est, depuis, spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de mobilier de bureaux moyen et haut de gamme, ainsi que l'aménagement des espaces de travail. Offrant un large choix de produits à des prix compétitifs, le Groupe « Intérieurs » jouit d'une forte notoriété et d'une grande expertise dans le métier.

▪ La société **Atelier du Meuble Intérieurs** est la société mère de quatre filiales :

- Société le Mobilier Contemporain « SMC ». Il s'agit d'une SARL assurant le commerce des meubles, luminaires, décoration, antiquité,…

- La société Bureau Plus est une SARL spécialisée dans la fabrication de tous types de meubles et d'articles de décoration.

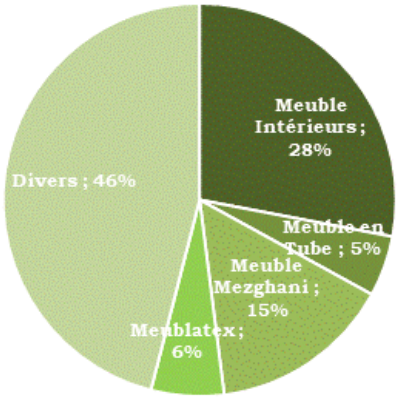
- La société TALOS est une SARL. Il s'agit d'un site e-commerce spécialisé dans la vente de mobiliers de bureau, équipements et fourniture.

- La société « INTERIEURS COTE D'IVOIRE » est une société anonyme de droit Ivoirien, assurant le commerce de meubles en Côte d'Ivoire.

▪ Le groupe Atelier du Meuble Intérieurs » a confirmé sa position en tant que leader sur la niche Mobilier de Bureau et accessoires, accaparant 28% de part de marché à fin 2021, contre 23% une année auparavant,

▪ Le secteur compte environ plus que 200 entreprises structurées, dont 60 entreprises environ fabricant le mobilier de bureau et 4 seulement spécialisé uniquement dans la

La Part de marché de meuble intérieurs à fin 2021



fabrication de meubles de bureaux. Les principaux concurrents du Groupe Intérieurs sont : Meublatex, Meubles Mezghani, Meubles en tube.

▪ Le segment du mobilier de bureau est très concurrentiel en raison de l'existence de plusieurs importateurs haut de gamme qui commercialisent des marques françaises, américaine, et italiennes telles que Roche Bobois, Steel Case, et Poltrona Frau ainsi que des importateurs bas de gamme qui commercialisent des produits chinois. Le groupe fait également face à un marché artisanal de proximité de plus en plus important et au risque de l'avènement de nouvelles marques internationales au vu des faibles barrières à l'entrée dans le secteur.

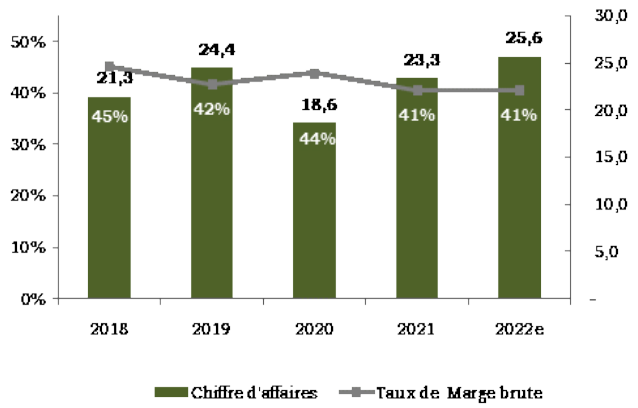
▪ Le choix stratégique du groupe Intérieurs est de renforcer sa position de leader (28% part de marché) incontesté en Tunisie sur son coeur de métier à travers le développement d'un réseau de revendeurs en Tunisie. Le Groupe compte également étendre son activité sur les pays du bassin méditerranéen et d'Afrique. Le groupe dispose déjà d'un site de production sur le grand Tunis étalé sur plus que 5 000 m2 avec possibilité d'extension, de 4 points de vente, 3 showrooms en Tunisie et un showroom en Côte d'Ivoire.

II– Faits & éléments saillants au 31 décembre 2021

1– Une activité en forte reprise en 2021

▪ 2021 a été marquée par une forte reprise de l'activité après une année 2020 affectée par la pandémie Covid-19. Le chiffre d'affaires consolidé a enregistré une hausse annuelle de 25,2% et ce grâce à l'effort commercial engagé par le groupe accompagné d'une bonne compagne de communication. Sur la période 2018-2021, le chiffre d'affaires du Groupe a progressé à un Taux de Croissance Annuel Moyen de 3%.

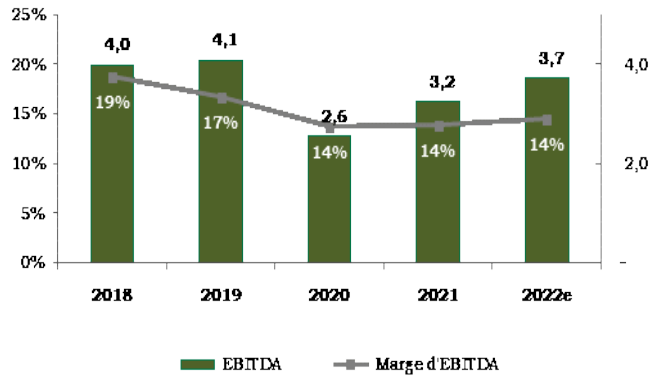
Evolution du chiffre d'affaires (En MDt)



2- Un niveau de marge en baisse

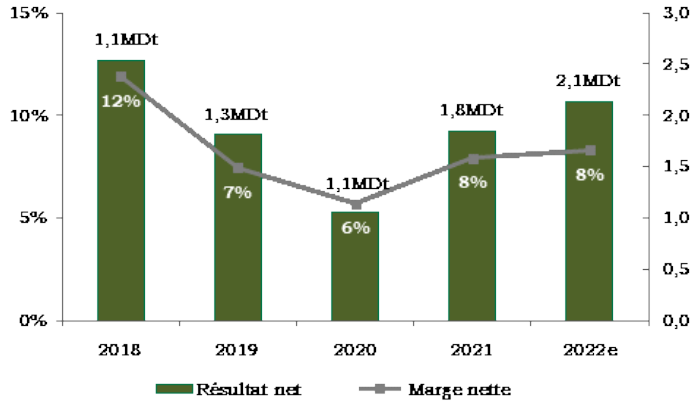
▪ Faisant face au renchérissement du coûts des intrants (bois et articles de quincaillerie) et à la sensibilité à la fluctuation de la parité du dinar / l'Euro, le spécialiste en mobilier de bureau n'a pas réussi à retrouver le niveau de marge de 2018. A fin 2021, le taux de marge brute a été de 41% contre 44% en 2020 et 45% en 2018.

Evolution de la marge d'EBITDA du groupe (En MDt)



▪ A fin 2021, l'EBITDA du Groupe s'est établi à 3,2MDt contre 2,6 MDt une année auparavant. La marge d'EBITDA a été de 14% en 2021, soit cinq points de pourcentage en moins qu'en 2018. En effet, en 2021, les importateurs de bois ont dû faire face à un manque de disponibilité de la matière première suite à la reprise d'activité des grandes puissances économiques, une prolongation des délais habituels de production et des retards de livraison, ainsi que des problèmes au niveau du transport. Les opérateurs ont dû surtout affronter le renchérissement du prix du bois importé.

Evolution du résultat net du groupe (En MDt)



Le Groupe Intérieurs a vu son résultat net part du groupe atteindre 1,8MDt, soit une progression annuelle de 74%. Le taux de marge nette a pris 2,2 points de pourcentage à 8,3%.

3– Des fondamentaux solides en amélioration

▪ Comme à l'accoutumée, le Groupe Intérieurs affiche une situation financière solide. En effet, il témoigne d'un faible recours à l'endettement avec une dette nette de 1,3MDt à fin 2021, soit un gearing de 10,5%. En dépit de l'amélioration de la rentabilité d'exploitation, l'augmentation du Besoin en Fond de Roulement (en raison d' un délai de rotation du stock plus long et de délais fournisseurs plus courts) a négativement impacté la trésorerie (FCF) de la société, qui demeure excédentaire s'établissant à 0,2MDt à fin 2021, contre 2,8MDt une année auparavant.

Chiffres consolidés en MDt

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

III– Perspectives d'avenir & prévisions

▪ En 2021, le Groupe a su redresser la barre, affichant une croissance à deux chiffres au niveau de son chiffre d'affaires et une amélioration de 74% au niveau de son résultat net part du groupe.

▪ La niche du mobilier de bureau est à fort potentiel. L'importation de meubles de bureaux représente une part faible du marché, car le consommateur tunisien trouve sur le marché local des meubles de bureaux très attirants de point de vue design, d'une bonne qualité et à un prix moins élevé que les meubles importés. Par ailleurs, les procédures de dédouanement sont lourdes et compliquées. Le développement de l'export de cette niche bute devant le fait que les matières premières sont essentiellement importées.

▪ En 2022, le management demeure confiant quant à la possibilité de continuer à réaliser une croissance à deux chiffres durant 2022. La direction de la société s'est fixé comme objectif une croissance de 10% au niveau du chiffre d'affaires. Le résultat net est attendu, selon nos estimations, à la hausse de 15% à 2MDt. La rentabilité du Groupe sera mise également à rude épreuve et dépendra non seulement de facteurs internes, (difficultés économique ; crise socio-politique, …) mais aussi de la disponibilité de la matière première sur le marché international et l'inflation des prix.

▪ Afin de renforcer davantage sa position de leader sur le marché local, la société mise sur la diversification de son offre à travers l'introduction de nouveaux produits à forte marge, en ciblant, en priorité absolue, les deux niches : Banques et marchés publics. Le groupe compte augmenter la surface de vente du showroom de Sfax, pour pouvoir exposer plus de produits et réaménager le showroom de Tunis pour se distinguer par rapport aux concurrents. Sur le plan opérationnel, le Groupe s'orienterait vers des sources d'approvisionnement pour les sièges dans des pays limitrophes pour des délais de livraison plus court.

▪ Le management déploie des efforts afin de développer l'activité export, mais ce volet n'est pas encore correctement enraciné. Le marché cible pour 2022 est la Libye avec la réouverture prochaine du nouveau showroom.

IV– Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

▪ En bourse, la résilience de la société face aux retombées de la crise Covid-19 a été partiellement récompensée. Le cours de l'action a affiché une hausse de +11% courant l'année 2021. Depuis le début de l'année en cours, le titre affiche une légère progression de 2,1%.

▪ Valorisée à 16MDt, soit un PER 2022e de 7,6x, un EV/EBITDA en 2022e de 4,6x, la société affiche un niveau de valorisation attractif, en ligne, voire même, plus attractif que le niveau de valorisation de ses pairs internationaux.

▪ Compte tenu de la forte reprise l'activité en 2021, des perspectives encourageantes pour 2022, du niveau de valorisation attractif et du rendement en dividende alléchant, nous réitérons **notre recommandation à l'Achat sur le titre.**

« En 2022, le management demeure confiant quant à la possibilité de continuer à réaliser une croissance à deux chiffres durant 2022. Le directoire de la société s'est fixé comme objectif une croissance de 10% au niveau du chiffre d'affaires. Le résultat net est attendu, selon nos estimations, en hausse de 15% à 2MDt »

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/EBITDA 2022e (x)	PE/2022e (x)
SAM	**Tunisie**	**4,6**	**7,6**
MPBS	**Tunisie**	**4,4**	**7,2**
Maisons du Monde SA	France	4,4	9,9
Bassett Furniture Industries I…	USA	N/A	8,7
Roche Bobois SA	France	5,7	15,9
FILA - Fabbrica Italiana Lapis…	Italie	6,6	10,2
Médiane		**4,6**	**9,3**

Sources : Infront analytics et Tunisie Valeurs.