

Compte de résultat

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	41,6	49,5	58,5	58,6	53,5	64,7	71,2
<i>Progression</i>	-	19,0%	18,3%	0,1%	-8,8%	21,1%	10,0%
Marge brute	14,1	15,7	19,8	20,4	19,8	22,5	24,7
<i>Progression</i>	-	11,9%	26,2%	2,6%	-2,8%	13,5%	10,0%
Taux de marge brute	33,8%	31,8%	33,9%	34,7%	37,0%	34,7%	34,7%
EBITDA	3,7	6,5	7,3	7,7	6,8	7,8	8,5
<i>Progression</i>	-	76,8%	12,3%	5,6%	-12,4%	15,0%	9,9%
Marge d'EBITDA	8,9%	13,2%	12,5%	13,2%	12,6%	12,0%	12,0%
Résultat net part du groupe	1,2	2,4	2,7	2,6	1,7	2,7	3,0
<i>Progression</i>	-	95,8%	12,7%	-6,5%	-34,5%	63,2%	9,9%
Marge nette	3,0%	4,9%	4,7%	4,4%	3,1%	4,2%	4,2%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ A l'instar de la majorité des sociétés cotées, la SIAME a été affectée, en 2020, par les retombées de la crise pandémique de la Covid-19. Les ventes ont enregistré une baisse et la rentabilité a pu être préservée via une optimisation des charges d'exploitation.

♦ 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 totale de 1 milliard de dinars, représente une opportunité unique à saisir par la SIAME. Le Groupe s'est bien préparé à ce tournant vers les solutions de comptage intelligent, sur les dernières années, avec la création d'une nouvelle filiale, la société Innov-Alliance-Technology « I@T ». Cette nouvelle filiale devrait permettre à la SIAME de monter en compétence technologique et d'être pionnière en Afrique et dans la région du Moyen Orient dans les solutions intégrées de « *Smart metering* ». L'expertise de la SIAME dans le développement de nouvelles solutions de comptage intelligent est appelée, à être dupliquée pour être déployée dans d'autres pays notamment en Afrique et au Moyen Orient.

♦ Présentement, avec une capitalisation de 64,1MDt, le Groupe SIAME traite à 21,3x ses bénéfices estimés de 2022. Ce niveau de valorisation a beau refléter le réveil commercial du Groupe amorcé en 2021, 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 de la Covid-19 et de la dégradation du climat des affaires en Tunisie. En attendant la concrétisation définitive du marché « *Smart Grid* », le titre devrait susciter l'intérêt des investisseurs. Un effort de communication est nécessaire pour apaiser les appréhensions des investisseurs, surmonter leur attentisme et redorer l'image du titre en bourse. Nous révisons à la hausse notre recommandation sur la SIAME de « Conserver avec des perspectives positives » à « Acheter ».

Prix : 4,150 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

M. Mohamed Hédi BEN AYED:	19,5%
COTUNAL**:	8,2%
INTERMETAL**:	8,1%
SNCI**:	6,4%
PROSID**:	6,4%
Flottant:	51,4%

Capitalisation boursière: 64MDt

Ratios boursiers***:

PER 2022e:	21,3x
Dividend yield 2021e:	3,1%
VE/EBITDA 2021e:	10,4x
ROE 2020:	6,0%
Performance 2021:	+18,1%
Performance 2022:	-3,7%

* 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.

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

*** Données au 7 Février 2022.

I- Présentation du Groupe SIAME

- La Société Industrielle d'Appareillage et de Matériels Electriques SIAME, société mère du Groupe portant le même nom, a été fondée en 1976 par la STEG.

- L'activité de la société consiste à fabriquer et à commercialiser du matériel et des appareillages électriques (compteurs, disjoncteurs, tableaux de comptage, accessoires de ligne, lampes à faible consommation d'énergie LED etc.).

- Détenue initialement par la STEG, la société a été rachetée par le Groupe AREM en 1998 qui l'a introduite en bourse en Août 1999. En Novembre 2009, la société a été cédée, lors d'une acquisition d'un bloc de contrôle (53,46% du capital de la société), à M. Mohamed Hédi BEN AYED agissant de concert avec d'autres personnes physiques et morales.

- Depuis sa privatisation, l'entreprise a entamé une restructuration devant lui permettre de surmonter la levée de la protection douanière, la concurrence asiatique de plus en plus forte et la perte du statut de fournisseur privilégié de la STEG, étant donné qu'elle était une filiale de cette dernière. Depuis, la société a enrichi son portefeuille de clients locaux et orienté le développement de son activité à l'export. Les exportations représentent, à fin 2020, 35,1% du chiffre d'affaires de la société mère.

- Fruit d'une stratégie d'intégration en amont et en aval, la SIAME est devenu au fil des années un Groupe intégré. En plus de la société mère, le Groupe SIAME comprend huit filiales. Elles sont comme suit:

1) La société « CONTACT » : Il s'agit d'une société totalement exportatrice, exerçant dans le

domaine de la sous-traitance industrielle notamment l'injection et l'assemblage des pièces de connectique pour l'industrie automobile, ainsi que les équipements nécessaires pour l'habitacle des voitures. La société « CONTACT », travaille exclusivement avec des donneurs d'ordre étrangers.

2) La société « ELECTRICA » : Créée en 1999, la société a pour objet la commercialisation de matériel électrique et électronique fabriqués par la société mère ainsi que les produits compléments de gamme, importés de chez le partenaire du Groupe SIAME, à savoir la société ABB.

Filiale du Groupe SIAME	Capital social à fin 2020	Pourcentage de contrôle à fin 2020
CONTACT	2 810 000 Dinars	99,99%
ELECTRICA	1 000 000 Dinars	80,00%
SIAME INTERNATIONAL	150 000 Dinars	99,99%
SITEL	1 000 000 Dinars	59,77%
TOUTALU	2 800 000 Dinars	81,47%
I@T	800 000 Dinars	50,00%
MEDIKA-TECH	100 000 Dinars	51,00%
I@T Europe	20 000 Euros	95,00%

3) La société « SIAME INTERNATIONAL » : Créée en 2009, cette société répond aux besoins des clients à l'export de la « SIAME », en produits complémentaires non fabriqués par la « SIAME » et ses filiales.

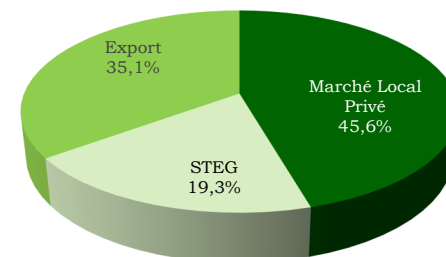
4) La société « SITEL » : Cette firme a pour activité, l'étude et la réalisation de tous travaux publics relatifs à la production, au transport et à l'utilisation de tous genres d'énergie en particulier l'énergie électrique et ses dérivés.

5) La société « TOUTALU » : Créée en 2007, cette entité a pour activité la fonderie des pièces en aluminium et l'injection de pièces en laiton,

notamment les accessoires de ligne BT&MT en aluminium, complétant la gamme des accessoires de ligne fabriqués par la SIAME.

6) La société « I@T » : Fondée en 2017, cette société a pour objet, la recherche et le développement de solutions intelligentes et innovantes pour la gestion et la distribution de l'énergie, ainsi que l'intégration et la validation de solutions et de produits dans les domaines technologiques à forte valeur ajoutée, notamment pour les secteurs de la robotique, l'instrumentation, l'appareillage, la domotique, et les terminaux intelligents.

Structure du chiffre d'affaires de la société mère (en 2020)



« Fruit d'une stratégie d'intégration en amont et en aval, SIAME est devenu au fil des années un Groupe intégré. Outre la société mère, le Groupe SIAME comprend huit filiales »

7) La société « MEDIKA-TECH » : Créée en Septembre 2018, cette entreprise exerce dans le domaine de l'importation et le commerce des produits et des machines pour les secteurs technologiques à haute valeur ajoutée notamment l'instrumentation et l'appareillage biomédical, la robotique, la domotique, la monétique, les télécommunications et les multimédias.

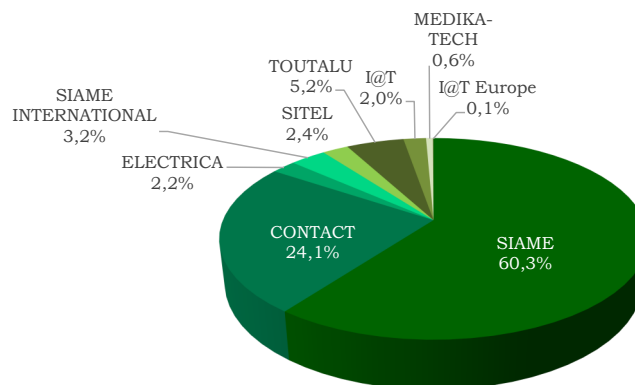
8) La société « I@T Europe » : Créée en Juin 2019 et implantée en France, cette entité exerce dans le domaine de services et conseils en matière informatique, électronique, logiciels, marketing, gestion, fiscalité, finances, stratégie d'entreprise et juridique. Elle intervient aussi dans le domaine de l'audit et l'expertise des systèmes informatiques.

- Hormis la société CONTACT qui sous-traite des composants automobiles, toutes les filiales du Groupe SIAME ont une activité qui gravite autour de la société mère. Elles exercent dans le même secteur d'activité à savoir la distribution et la sous-traitance du matériel électrique dans ses composantes « *software* » et « *hardware* ».

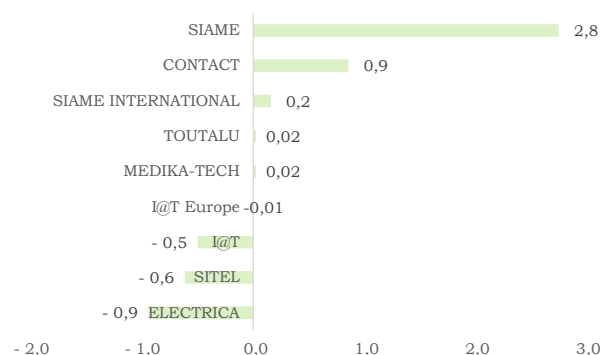
- La société mère reste la locomotive du Groupe en termes de revenus et de rentabilité, concentrant 60,3% du chiffre d'affaires agrégé, à fin 2020, et générant la majeure partie du résultat net.

- Le Groupe SIAME bénéficie de son adossement à un Groupe leader dans le domaine de la sidérurgie en Tunisie. Il s'agit du Groupe IPS fondé et détenu par l'actionnaire de référence M. Mohamed Hédi BEN AYED.

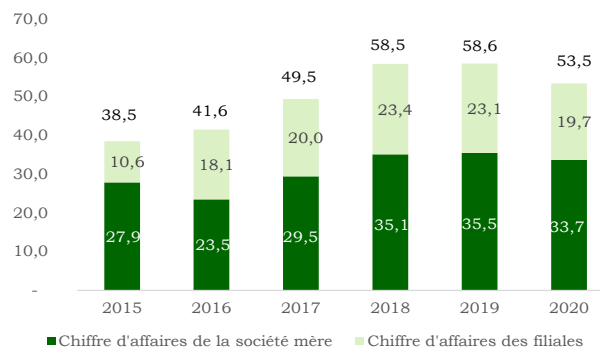
Répartition du chiffre d'affaires du Groupe SIAME par entité (en 2020)



Résultats nets des entités du Groupe SIAME en MDt (en 2020)



Evolution du chiffre d'affaires du Groupe SIAME en MDt



II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

- A l'instar de la majorité des sociétés cotées, la SIAME a été affectée par les retombées de la crise pandémique de la Covid-19.

- Après avoir fait du surplace en 2019, le chiffre d'affaires consolidé du Groupe SIAME est reparti à la baisse, reculant de 8,8% à 53,5MDt. Selon le management, le repli des ventes en 2020, s'explique essentiellement par l'avènement de la pandémie de la Covid-19, qui a mis à l'arrêt l'activité industrielle et commerciale, durant la période de confinement général et l'a soumis à un rythme ralenti, durant les mois qui ont suivi et notamment de Juin à Septembre. Ce n'est que durant le quatrième trimestre de l'année, que le Groupe a retrouvé un rythme d'activité normal, ce qui lui a permis de récupérer une partie du retard en termes de chiffres d'affaires, cumulé tout au long des neuf premiers mois de l'année 2020.

- Certes, la société mère est le principal générateur de revenus pour le Groupe, mais, la contribution des filiales au chiffre d'affaires consolidé n'a pas cessé de progresser au fil des années, passant de 27,6%, en 2015, à 36,9%, en 2020.

« Le Groupe SIAME bénéficie de son adossement à un Groupe leader dans le domaine de la sidérurgie en Tunisie. Il s'agit du Groupe IPS fondé et détenu par l'actionnaire de référence M. Mohamed Hédi BEN AYED »

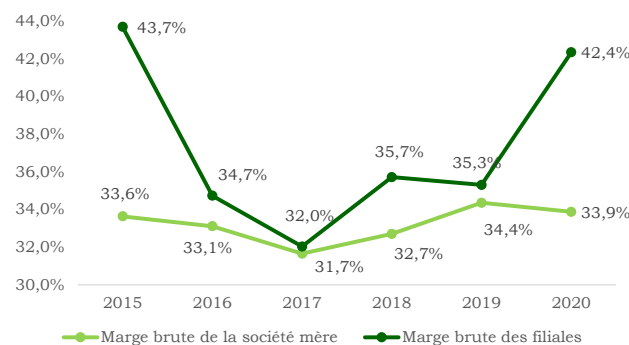
- En 2020, les marges du Groupe ont affiché des évolutions contrastées. Alors que le taux de marge brute s'est bien défendu, affichant une avancée de 2,3 points de pourcentage à 37%, la marge d'EBITDA s'est rétractée de 0,5 point de pourcentage à 12,6%. Les économies réalisées au niveau des autres charges d'exploitation (-5,3% à 3,6MDt) ont été contrebalancées par l'élargissement de la masse salariale (+6,3% à 9,5MDt). Le Groupe a, ainsi, affiché une dégradation de sa rentabilité d'exploitation avec un EBITDA en baisse de 12,4% à 6,8MDt.

- Force est de constater que les filiales tirent vers le haut le taux de marge brute du Groupe. Néanmoins, elles exercent un effet de massue sur la marge d'EBITDA consolidée (voir graphiques ci-contre).

- Le Groupe a affiché une meilleure maîtrise de ses charges financières, courant 2020. Ces dernières ont régressé de 11,9% à 2,3MDt. En dépit de ce constat, le Groupe SIAME a vu son résultat net part du groupe décrocher de 34,5% à 1,7MDt. Il est à noter que ce sont les filiales qui continuent à tirer la rentabilité consolidée vers le bas, dont certaines continuent à cumuler les déficits (il s'agit des filiales SITEL, ELECTRICA, I@T et I@T EUROPE).

- Côté fondamentaux, le Groupe jouit d'une situation financière saine. Avec une maîtrise du BFR, l'activité d'exploitation du Groupe génère des cash flows suffisants qui lui permettent d'autofinancer ses investissements, de maintenir un niveau d'endettement raisonnable (un gearing de 43,8%) et de rémunérer généreusement ses actionnaires (un payout de 61,2% en 2020).

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



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



En MDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash Flow d'exploitation	4,4	2,6	0,4	0,5	5,0	6,7
Investissements	2,4	2,0	2,9	2,9	3,9	2,3
Free Cash Flow	2,0	0,5	2,5	3,4	1,1	4,5
Dette nette	7,1	7,1	10,0	13,6	15,4	12,4
Gearing	28,4%	28,4%	37,0%	47,8%	53,7%	43,8%
ROE	9,0%	5,1%	9,5%	11,1%	9,5%	6,0%
ROCE	7,5%	5,0%	8,6%	7,4%	7,8%	6,7%

III- Perspectives d'avenir & prévisions

- 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 totale de 1 milliard de dinars, représente une opportunité unique à saisir par la SIAME. Le Groupe s'est bien préparé à ce tournant vers les solutions de comptage intelligent, sur les dernières années, avec la création d'une nouvelle filiale, la société Innov-Alliance-Technology « I@T ». Cette nouvelle filiale devrait permettre à la SIAME de monter en compétence technologique et d'être pionnière en Afrique et dans la région du Moyen Orient dans les solutions intégrées de « Smart metering ». L'expertise de la SIAME dans le développement de nouvelles solutions de comptage intelligent est appelée, à être dupliquée pour être déployées dans d'autres pays notamment en Afrique et au Moyen Orient.

- A noter que le Groupe SIAME a participé à l'appel d'offres du « Smart Grid » dans sa première phase (projet pilote portant sur une enveloppe de 120 millions d'euros qui a été financé par l'Agence Française de Développement) en consortium avec la société française Sagemcom. Il a, ce faisant, toutes les chances d'en remporter une bonne partie d'autant plus que le consortium a proposé la meilleure offre financière pour les lots 2,3 et 4 et ce d'après l'ouverture des plis qui a eu lieu en Septembre dernier.

« Le consortium SAGEM-SIAME a proposé la meilleure offre financière pour les lots 2,3 et 4 et ce d'après l'ouverture des plis de l'appel d'offres Smart Grid dans sa phase pilote qui a eu lieu en Septembre dernier »

- Le dossier de l'appel d'offres a été soumis au ministère de tutelle (le ministère de l'industrie, des mines et de l'énergie) pour la validation du dépouillement et la SIAME attend, désormais, la notification de la STEG qui devrait avoir lieu dans les prochaines semaines.

- Selon le management, le projet pilote du « *Smart Grid* » devrait générer un chiffre d'affaires de 10 à 15MDt, sur la période 2022-2024, pour le Groupe SIAME. De surcroît, le déploiement massif des compteurs intelligents en Tunisie devrait générer un chiffre d'affaires de 150MDt, sur la période 2025-2035, pour la SIAME.

- Au-delà du projet « *Smart Grid* » qui devra élargir sensiblement l'horizon de croissance du Groupe dans les prochaines années, la SIAME devrait afficher en 2021, une reprise généralisée au niveau de ses indicateurs d'activité et de sa rentabilité après le « faux pas » de 2020. En effet, selon les indicateurs d'activité du 31 Décembre 2021, la société mère a cumulé une envolée de son chiffre d'affaires de 18,8% à 40,1MDt. Par ailleurs, les états financiers semestriels de la société mère font état d'un triplement du résultat net entre le 30/06/2020 et le 30/06/2021 à 2,3MDt.

- Côté prévisions, nous tablons sur l'année pleine 2021 sur une progression du chiffre d'affaires consolidé de 21,1% à 64,7MDt et sur une hausse notable du résultat net part du groupe de 63,2% à 2,7MDt.

IV- Parcours boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Après avoir fait du quasi surplace en 2020, le spécialiste des appareillages électriques presse le

pas et termine l'année 2021 avec une avancée de 18,1%. Outre la reprise pressentie de l'activité en 2021, le parcours du titre a été soutenu par une attribution gratuite à raison d'une action nouvelle pour dix anciennes, opérée au cours du mois de Juillet dernier.

« Selon le management, le projet pilote du Smart Grid devrait générer un chiffre d'affaires de 10 à 15MDt sur la période 2022-2024. De surcroît, le déploiement massif des compteurs intelligents en Tunisie devrait générer un chiffre d'affaires de 150MDt, sur la période 2025-2035 »

- Présentement, avec une capitalisation de 64,1MDt, SIAME traite à 21,3x ses bénéfices estimés de 2022. Ce niveau de valorisation a beau refléter le réveil commercial du Groupe amorcé en 2021, 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 de la Covid-19 et de la dégradation du climat des affaires en Tunisie.

- En attendant la concrétisation définitive du marché des « *Smart Grids* », le titre devrait susciter l'intérêt des investisseurs. Un effort de communication est nécessaire pour apaiser les appréhensions des investisseurs, surmonter leur attentisme et redorer l'image du titre en bourse.

- **Nous révisons à la hausse notre recommandation sur la SIAME de « Conserver avec des perspectives positives » à « Acheter ».**

Société	Pays	VE/EBITDA 2021e	PER 2022e
Phoenix Mecano AG	Suisse	7,2	11,0
Legrand SA	France	16,2	25,2
Schneider Electric SE	France	16,4	21,9
Hubbell Inc.	Etats-Unis	16,8	20,3
Zhejiang Chint Electrics	Chine	14,1	18,5
Havell's India Ltd.	Inde	42,7	51,5
Bizlink Holding Inc.	Taiwan	11,3	13,8
WEG S.A.	Brésil	27,4	34,7
Tebian Electric Apparatus	Chine	8,8	13,9
Médiane		16,2	20,3
SIAME	Tunisie	10,4	21,3

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.

Performances boursières annuelles du titre SIAME

