

Rédigé le 28/04/2023

# SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'IT en Tunisie

## Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
- III- Perspectives d'avenir & prévisions
- IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

### Avertissement

« Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de Tunisie Valeurs à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant Tunisie Valeurs ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de cette valeur.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation ».

## SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'IT en Tunisie

### I- Points clefs

Chiffres consolidés en MDt	2020	2021	2022	2023e	2024p	2025p
Chiffre d'affaires	266,2	316,3	361,6	372,4	394,8	412,6
<i>Progression</i>	-	18,8%	14,3%	3,0%	6,0%	4,5%
Marge brute	35,6	54,3	63,5	62,7	66,0	69,4
<i>Progression</i>	-	52,5%	16,9%	-1,3%	5,4%	5,1%
Taux de marge brute	13,4%	17,2%	17,6%	16,8%	16,7%	16,8%
EBITDA	26,0	34,6	41,2	39,9	42,3	44,7
<i>Progression</i>	-	33,1%	19,2%	-3,1%	5,8%	5,7%
Marge d'EBITDA	9,8%	10,9%	11,4%	10,7%	10,7%	10,8%
Résultat net part du groupe	11,0	20,2	18,1	19,5	20,4	21,8
<i>Progression</i>	-	83,2%	-10,6%	7,7%	4,6%	6,8%
Marge nette	4,1%	6,4%	5,0%	5,2%	5,2%	5,3%

Sources: états financiers et prévisions du management de SMART Tunisie.

♦ **2022 a été un « accident de parcours » pour le Groupe SMART Tunisie. Malgré une activité d'exploitation bien portante sur l'année écoulée avec une poursuite de la croissance Top line et une consolidation des marges, le leader de la distribution de l'IT en Tunisie a accusé une dégradation de sa rentabilité nette. En effet, le Groupe a payé les frais d'un contexte de change nettement défavorable et de la flambée de ses charges financières. L'augmentation du coût de l'endettement porte la marque de la hausse des taux et de l'accroissement du besoin en fonds de roulement. Il sied de noter que n'eût été la politique de couverture contre le risque de change mise en place par le management, la facture des charges financières aurait été bien plus élevée.**

♦ **Durant l'Assemblée Générale Ordinaire de la société du 28 Avril 2023, le management était serein sur les perspectives d'avenir du groupe, présentant un nouveau business plan. Ce plan d'affaires est basé sur des hypothèses réalisables qui prévoient un TCAM de 5,2% et de 5,7% au niveau du chiffre d'affaires consolidé et du Bottom line, respectivement, sur la période 2023-2025.**

♦ **La valorisation actuelle du Groupe est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, la valeur offre un rendement en dividende attractif. SMART présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre : 1) un leader de la distribution du matériel informatique en Tunisie avec 30 ans d'expérience dans le domaine IT, 2) un business model innovant, 3) une politique de distribution de dividendes des plus généreuses du marché actions, 4) une vision globale grâce à un système d'information performant et 5) un important capital de confiance accordé par un réseau développé de partenaires. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur la valeur.**

**Prix\* : 23,000Dt**

**Acheter (+)**

**Actionnariat\*\***

M. Abdelwaheb ESSAFI : 33%

M. Mahmoud BOUDEN: 25%

M. Mohamed Taoufik Ben Khemis: 14%

Autres actionnaires: 28%

**Capitalisation boursière\*:**  
**166MDt**

**Ratios boursiers\*:**

PER 2023e: 8,5x

EV/EBITDA 2023x: 5,5x

Dividend yield 2023e: 7,4%

Performance 2023: -5,0%

ROE 2022: 18,5%

\* Données au 28 Avril 2023.

\*\* Au 31 Décembre 2022.

*« Malgré la bonne orientation de l'activité d'exploitation en 2022, la rentabilité de SMART Tunisie a été prise à revers par la hausse des charges financières »*

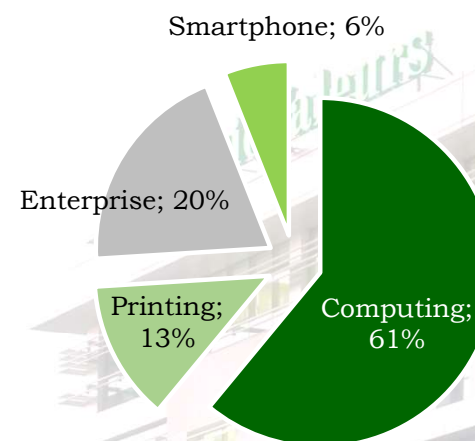


## SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'IT en Tunisie

### II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

- L'année 2022 a été un bon millésime pour SMART Tunisie sur le front des revenus. Malgré la morosité ambiante, le Groupe a vu son chiffre d'affaires consolidé croître de 14,3% à 361,6MDt, dépassant ainsi de 9% les promesses de l'introduction en bourse.
- Toutes les filiales du Groupe ont réussi à afficher des évolutions positives de leurs revenus hormis la société PROLOGIC Tunisie qui a inscrit une baisse de son chiffre d'affaires de 13,2% à 32,8MDt. La société mère SMART Tunisie, reste la locomotive de croissance du Groupe, concentrant 82,3% des revenus consolidés à fin 2022.
- Selon le management, le Top line du Groupe a profité de la bonne orientation des revenus pour toutes les lignes de métier de SMART Tunisie excepté la ligne « Smartphone » dont le chiffre d'affaires s'est quasiment stabilisé à 21MDt.
- La bonne dynamique commerciale du Groupe affichée en 2022 s'illustre, notamment, à travers la résistance salutaire de l'activité « Computing », fer de lance de SMART. Cette ligne de métier a vu ses revenus augmenter de 10,5% à 201,4MDt, contre un déclin de 30% pour le marché du « Computing » à l'échelle internationale et une baisse de 8% pour le marché national.
- Nonobstant les pressions inflationnistes et le contexte social tendu, SMART a réussi à améliorer ses niveaux de marges et sa rentabilité d'exploitation. Corollaire d'une politique volontariste de maîtrise des approvisionnements, le taux de marge brute a inscrit une avancée de 0,4 point de pourcentage à 17,6% et la marge d'EBITDA s'est engraisée de 0,5 point de pourcentage à 11,4%.

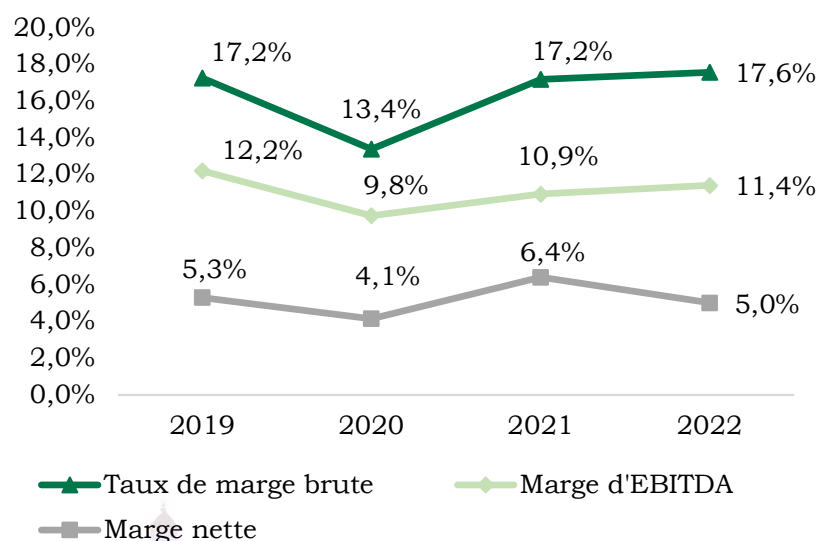
### Répartition des revenus de la société mère par ligne de métier (2022)



- Quant à l'EBITDA, il s'est envolé de 19,2%, atteignant un niveau record de 41,2MDt et surperformant les prévisions du business plan de l'IPO de 16,9%. Une performance qui a bénéficié, en sus de la gestion optimisée des achats, de la maîtrise des frais du personnel (+7,2% à 15,8MDt).
- Certes, l'activité d'exploitation s'est bien défendue en 2022 affichant des indicateurs dans le vert. Cependant, c'est au niveau des charges financières que le bât blesse. La dépréciation du dinar face au dollar américain (une baisse de 7,2% sur le marché interbancaire) et le contexte haussier des taux avec le relèvement à deux reprises du taux directeur de la BCT ont engendré une flambée des charges financières qui ont plus que doublé à 15,3MDt. Il sied de noter à cet effet, que sur l'année 2022, les pertes de change nettes ont plus que triplé à 7,6MDt. S'agissant des charges nettes d'intérêt, elles ont passé du simple au double à 7,8MDt.

## SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'IT en Tunisie

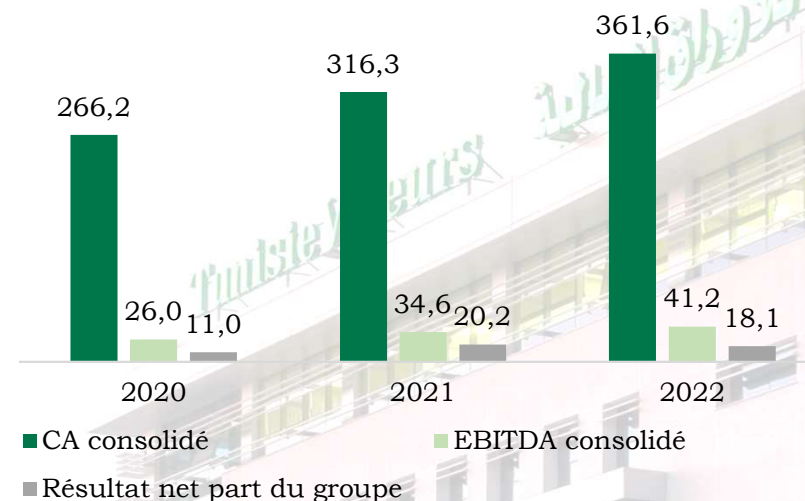
### Evolution des marges consolidées



La hausse substantielle du besoin en fonds de roulement a été le fait marquant de l'année écoulée. Après un premier trimestre caractérisé par une rupture des stocks et des perturbations logistiques, le Groupe a constaté une augmentation de la disponibilité des approvisionnements après l'éclatement du conflit armé entre l'Ukraine et la Russie. Et pour cause, le déclenchement de la guerre en Ukraine a orienté une partie de l'offre IT vers l'Afrique en général et vers la Tunisie en particulier. C'est ainsi que SMART a enregistré une augmentation sensible du volume de ses achats et de ses stocks. Au 31 Décembre 2022, le BFR d'exploitation consolidé affiche 123 jours de chiffre d'affaires contre 94 au 31 Décembre 2021.

Durant l'AGO du 28 Avril 2023, le management a précisé que face à la hausse du BFR, SMART a été contrainte de recourir d'avantage au levier financier.

### Evolution des principaux agrégats financiers



- Ainsi, la dette nette du Groupe est passée (tenant compte de l'escompte) de 39,2MDt à fin 2022 à 119,8MDt à fin 2023, soit gearing de 122,7%.
- En dépit d'une activité d'exploitation qui a affiché bonne mine, la rentabilité nette du Groupe SMART a été prise à revers par la flambée des charges financières en raison du contexte de change pénalisant, du contexte haussier des taux et de l'augmentation notable de l'endettement. Au terme de l'année 2022, SMART a dégagé un résultat net part du groupe de 18,1MDt, en repli de 10,6% par rapport à 2021 et en décalage de 12% par rapport aux projections du business plan de l'introduction en bourse de 2021.

Chiffres consolidés en MDt	2020	2021	2022
<b>Fonds propres</b>	52,0	96,3	97,7
<b>ROE</b>	21,2%	21,0%	18,5%
<b>Dette nette</b>	29,0	39,2	119,8
<b>Gearing (x)</b>	55,7%	40,7%	122,7%
<b>BFR total (En jours de CA)</b>	63	70	116
<b>Payout %</b>	62,3%	84,7%	68,1%



## SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'IT en Tunisie

- Au niveau de la société mère, le bénéfice net a enregistré une légère baisse de 6% à 18MDt. La baisse des bénéfices et la situation tendue de la trésorerie en raison de la flambée du besoin en fonds de roulement ont contraint la société à réviser à la baisse le montant des dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2022. En effet, **l'Assemblée Générale Ordinaire du 28 Avril 2023 a approuvé la distribution d'un dividende de 1,700Dt par action au titre de l'exercice 2022 et ce, à partir du 7 Juin 2023.**

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

- La stratégie du Groupe SMART, que le management compte mettre en place sur les prochaines années, s'articule autour de trois grands axes de développement :

i/ Préserver et consolider la position du Groupe en tant que leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie,

ii/ Elargir les lignes de produits à travers la représentation de nouvelles marques et l'introduction de nouvelles lignes de métiers axées sur le service,

iii/ Développer le volet logistique sur le moyen et long terme à travers la création d'une plateforme logistique pour le Groupe.

- Sur la période 2023-2025, le plan d'investissement que SMART compte mettre en place s'élève à 9,4MDt et ce, afin d'accompagner sa stratégie de développement. Il sera entièrement financé par les fonds propres du Groupe, grâce, notamment, à l'augmentation de capital que SMART a constaté en 2022 (après l'IPO et qui porte sur une levée de 10MDt). Ce programme d'investissement se détaille comme suit :

- L'extension du siège qui fait aussi office d'espace d'exposition et de stockage afin d'attirer plus de marques et améliorer les capacités logistiques du Groupe. Le management a précisé durant l'AGO du 28 Avril 2023 que l'extension du siège est en cours et qu'elle devrait être finalisée en 2024. Ce projet devrait permettre à SMART de tripler la capacité de stockage et de doubler l'espace de représentation des marques (passage de 30 box à 65 box).

- La création d'une plateforme logistique à Bouargoub (Gouvernorat de Nabeul) qui servira aussi bien pour les besoins du Groupe que pour les besoins d'entreprises tierces. L'entrée en activité de ce projet est prévue après 2025,

- L'achat d'un nouveau système d'informations plus efficient pour améliorer la fluidité et la qualité de l'information et améliorer la cohérence intra-groupe,

- Des investissements financiers à hauteur de 3MDt dans les différentes filiales et ceci dans le but de renforcer leurs trésoreries.

- Durant l'AGO du 28 Avril 2023, le management était serein sur les perspectives d'avenir du Groupe affirmant que le Groupe SMART est bien outillé pour surmonter les contraintes de son environnement opérationnel. Parmi ces contraintes nous citons:

1) La hausse des prix d'achat de chez les constructeurs impactant les prix de vente: la société répercute systématiquement la hausse des prix des intrants sur ses prix de vente,

2) Le glissement du dinar face aux principales devises: ce risque est en grande partie maîtrisé grâce à une politique des achats qui intègre les achats à terme et une politique de mix-financement en devises et en dinars avec un paiement à la livraison,

## SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'IT en Tunisie

3) La baisse des ventes de smartphones Huawei: le Groupe compte pallier ce problème en intensifiant la commercialisation des deux marques chinoises TECNO (leader sur le continent africain) et VIVO (qui fait partie du Top 5 à l'échelle mondiale au niveau des smartphone) sur le marché local. En fait, grâce au nouveau partenariat avec la marque VIVO noué début 2023 (et dont la commercialisation devrait débuter en Juin 2023), l'activité Téléphonie de SMART Tunisie est, désormais, composée des marques HUAWEI, TECNO, LOGICOM et VIVO. L'équipe de direction a signalé que l'activité Téléphonie devrait connaître un rebond en 2023 malgré la baisse du pouvoir d'achat et ce, après le creux affiché en 2022 (un décrochage de 30% pour le marché des smartphones en Tunisie en 2022, selon le management).

- Durant l'AGO du 28 Avril 2023, l'équipe de direction a levé le voile sur un nouveau business plan, s'étalant sur la période 2023-2025. Il allie croissance et consolidation de la rentabilité. Ce plan d'affaires nous semble fondé sur des hypothèses réalisables. Il table sur:

- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires consolidé de 5,2% sur la période 2023-2025,

- Une progression de l'EBITDA consolidé de 5,8% en moyenne sur la période prévisionnelle,

- et une hausse annuelle moyenne du Bottom line de 5,7% sur la période du business plan pour atteindre 21,8MDt à l'horizon 2025.

- D'ailleurs, le management a annoncé que si SMART Tunisie parviendrait à décrocher une nouvelle carte d'ici la fin de l'année, le Groupe serait capable de réaliser les chiffres de 2025 au terme de l'année en cours.

## IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- SMART Tunisie a affiché un parcours boursier terne depuis son entrée au marché, préservant, ainsi, son potentiel de hausse (une légère correction de -1% depuis l'IPO). Le contexte boursier ardu avec lequel a coïncidé la mise sur le marché de SMART a jeté une ombre sur le comportement boursier de la valeur.

- Avec une capitalisation de 166,3MDt, le titre traite à des multiples de valorisation de 8,5x les bénéfices et de 5,5x l'EBITDA estimés de 2023. Un niveau de valorisation tentant dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, SMART offre un rendement en dividende attractif (un dividend yield de 7,4%).

- Outre sa valorisation intéressante, SMART présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre :

- 1) Un leader de la distribution du matériel informatique en Tunisie avec 30 ans d'expérience dans le domaine IT,

- 2) Un business model innovant avec un portefeuille de près de 30 marques représentées, et une séparation multimarques (chaque marque a une équipe dédiée et un espace spécifique, alignant ainsi les motivations et maximisant les ventes),

- 3) Une politique de distribution de dividende des plus généreuses du marché actions,

- 4) Une vision globale grâce à un système d'information performant,

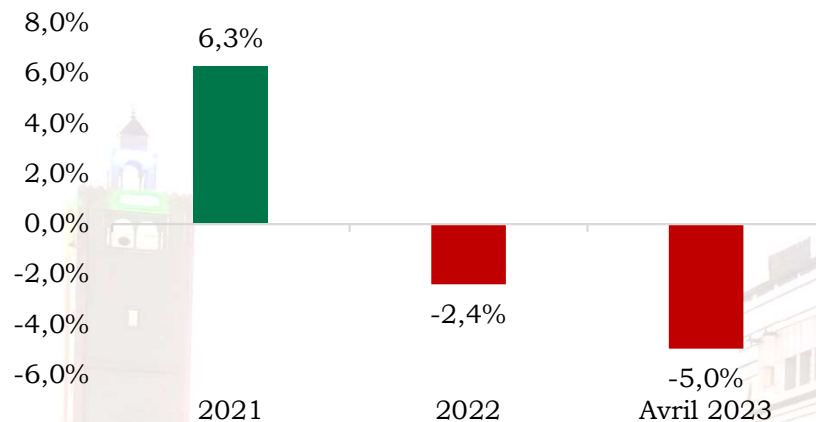


## SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'IT en Tunisie

5) Un important capital de confiance accordé par un réseau développé de partenaires. SMART travaille, en effet, en « Open Account » avec 90% de ses partenaires. Elle dispose, par ailleurs, du statut d'opérateur économique agréé auprès de la Douane Tunisienne\*; un statut enviable par bon nombre de sociétés commerciales tunisiennes.

▪ **Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur SMART Tunisie.**

Performances boursières annuelles du titre SMART Tunisie



▪ **L'AGE du 28 Avril 2023 a approuvé la réalisation d'une augmentation de capital par incorporation des réserves pour un montant de 14,5MDt à prélever sur le compte « Résultats reportés ». Cette augmentation de capital sera réalisée par l'attribution gratuite de 2892412 actions nouvelles de nominal 5 dinars chacune.**

▪ Cette augmentation de capital sera réalisée en deux tranches successives égales à 1446206 actions chacune comme suit:

1) Une première tranche pour un montant de 7,2MDt portant jouissance le 1<sup>er</sup> janvier 2023 sera réalisée en Juin 2023 à raison d'une action nouvelle pour 5 anciennes,

2) Une deuxième tranche pour un montant de 7,2MDt, portant jouissance le 1<sup>er</sup> Janvier 2024 sera réalisée au cours de l'exercice 2024 à raison d'une action nouvelle pour 6 anciennes.

▪ A l'issue de l'augmentation de capital, le capital social de SMART Tunisie s'élèvera à 50,6MDt divisé en 10 123 443 actions de nominal 5 dinars chacune.

▪ La société procédera à l'acquisition et à l'annulation des droits d'attribution rompus, à savoir un droit rompu pour chaque tranche.

\* L'opérateur économique agréé est un statut accordé à toute entreprise établie en Tunisie, exerçant une activité en relation avec le commerce extérieur, ayant la confiance de l'administration des douanes et remplissant des conditions minimales. L'entreprise ayant obtenu le statut de l'opérateur économique agréé bénéficie des simplifications des formalités administratives avec les services douaniers.