

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en mDt	2020*	2021*	2022e	2023P	2024P	2025P
Chiffre d'affaires	266 210	316 313	331 857	362 810	395 293	424 507
<i>Progression</i>	-	18,8%	4,9%	9,3%	9,0%	7,4%
Marge brute	35 613	54 315	54 636	59 712	64 687	69 841
<i>Progression</i>	-	52,5%	0,6%	9,3%	8,3%	8,0%
Taux de marge brute	13,4%	17,2%	16,5%	16,5%	16,4%	16,5%
EBITDA	25 962	34 563	35 252	38 951	42 414	46 011
<i>Progression</i>	-	33,1%	2,0%	10,5%	8,9%	8,5%
Marge d'EBITDA	9,8%	10,9%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%
Résultat net part du groupe	11 044	20 237	20 564	22 997	26 468	29 975
<i>Progression</i>	-	83,2%	1,6%	11,8%	15,1%	13,3%
Marge nette	4,1%	6,4%	6,2%	6,3%	6,7%	7,1%

* Le périmètre de consolidation en 2020 inclus seulement les sociétés AZUR COLORS et SMART INK. En 2021, le périmètre de consolidation inclus toutes les filiales du Groupe.

Sources: Etats financiers consolidés et prospectus d'introduction en bourse.

♦ **SMART Tunisie, la nouvelle recrue de la cote de la bourse a réussi son premier rendez-vous avec le marché. Le Groupe, leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, a surperformé ses promesses faites lors de son IPO. SMART affiche un dépassement de 3,1% à 316,3MDt au niveau de son chiffre d'affaires consolidé et un écart positif de 12,5% à 20,2MDt au niveau de son résultat net part du groupe.**

♦ **Malgré la crise de la Covid-19 qui a continué à secouer la Tunisie en 2021, l'activité du Groupe SMART a fait preuve d'une résilience salutaire. La croissance a été soutenue. Les marges ont été consolidées et la rentabilité a été sensiblement améliorée. SMART est parvenu, également, à renforcer sa solidité financière. En atteste la trajectoire baissière de l'endettement et la proposition d'un dividende supérieur aux promesses.**

♦ **La stratégie du Groupe 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/ élargir les lignes de produits à travers la représentation de nouvelles marques et l'introduction de nouvelles lignes de métiers axées sur le service, iii/ et développer le volet logistique sur le moyen et long terme à travers la création d'une plateforme logistique pour le Groupe et les autres sociétés intéressées. Les prévisions annoncées dans le cadre de l'introduction en bourse demeurent dans les cordes du Groupe. Les indicateurs d'activité au 1^{er} trimestre de l'année en cours laissent présager un excellent cru 2022 et un dépassement des projections pour la deuxième année de suite.**

♦ **SMART a fait du quasi-surplace depuis son entrée sur le marché. Le contexte ardu avec lequel a coïncidé la mise sur le marché a pesé sur le comportement boursier de la valeur préservant, ainsi, son potentiel de hausse. La valorisation actuelle du Groupe demeure alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, SMART présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre: une position de leadership sur un marché en pleine croissance, un *business model* innovant et une vision globale grâce à un système d'information performant. Nous recommandons le titre à l'« Achat ».**

Prix : 25,550Dt

Acheter (+)

Actionnariat post-IPO

Famille ESSAFI :	30,4%
Famille BOUDEN:	24,0%
M. Taoufik BEN KHEMIS:	13,7%
Personnel du Groupe SMART:	1,0%
Flottant:	30,4%

Capitalisation boursière: 185MDt

Ratios boursiers*:

PER 2022e:	9,0x
Dividend yield 2021:	8,8%
VE/EBITDA 2021:	6,5x
VE/EBITDA 2022e:	6,7x
P/B 2021:	1,9x
P/B 2022e:	1,8x
ROE 2021:	21,0%

* Données au 10 Mai 2022.

« Le Groupe SMART jouit de plusieurs qualités distinctives: une position de leadership sur un marché en pleine croissance, un business model innovant et une vision globale grâce à un système d'information performant »

I- Présentation du Groupe

▪ La création du Groupe SMART Tunisie remonte à 1985, année où la première société du Groupe, PROLOGIC, spécialisée dans la vente des solutions IBM, a été fondée par M. Abdelwaheb ESSAFI. En 1997, et suite à une nouvelle législation imposant la séparation des activités de vente en gros et les activités de vente en détail, auparavant regroupés chez PROLOGIC, M. Abdelwaheb ESSAFI, M. Mahmoud BOUDEN et M. Taoufik BEN KHEMIS ont créé une nouvelle société, SMART Tunisie, qui a pour vocation le commerce de gros du matériel informatique.

▪ Depuis sa création, le Groupe SMART a opté pour une stratégie de développement agressive en diversifiant son offre pour commercialiser et représenter plus de 25 marques internationales. Aujourd'hui les produits de SMART peuvent être regroupés en quatre principales familles :

1) Ordinateurs & Accessoires : Activité historique et stratégique du Groupe et la raison principale derrière la création de la société SMART, elle regroupe la vente des ordinateurs, du matériel informatique et des accessoires de bureau. SMART représente les plus grands constructeurs tel que HP, DELL et Lenovo ainsi que d'autres mastodontes de l'IT. Sur cette activité, le Groupe SMART est leader en Tunisie avec une part de marché de 39%.

2) Printing: Activité historique avec celle des Ordinateurs et Accessoires, elle consiste en la vente des imprimantes de grandes et moyennes tailles ainsi que les consommables d'impression. Les principales marques sont EPSON et HP. Sur cette ligne de métier, SMART est leader en

Tunisie avec une part de marché de 38%.

3) Solutions et Software : Vente de logiciels et de suites de solutions pour la productivité, la sécurité et le *cloud*. Parmi les marques représentées, on cite Microsoft, Seagate et Fortinet.

4) Téléphonie Mobile : Activité benjamine qui a été lancée en 2017, elle a vu une croissance très importante lors des 3 premières années, une croissance engendrée principalement par la représentation du géant chinois Huawei en Tunisie, depuis 2018. Sur cette ligne de métier, SMART est challenger avec une part de marché de 12%.

▪ SMART Tunisie commercialise sa gamme de produits aux revendeurs, aux grandes et moyennes surfaces (GMS), aux chaînes de magasins (Mytek, TunisiaNet...), aux intégrateurs IT (PROLOGIC, 3S...) et aux opérateurs téléphoniques (Ooredoo, Tunisie Télécom...).

▪ Les principaux concurrents de SMART, opérant dans les domaines de la distribution en gros du matériel informatique sont :

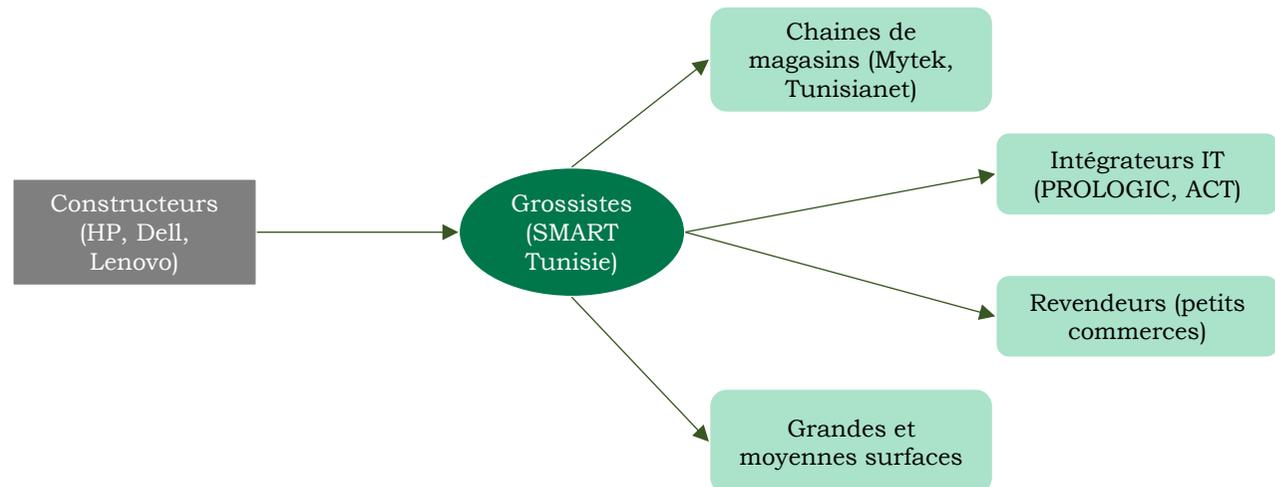
1) Disway : Située à la capitale Tunis, dans la zone industrielle Charguia. Disway est une société marocaine et le principal concurrent de SMART Tunisie sur toutes ses lignes de produits,

2) Codis : Situé dans la Zone Industrielle Charguia 1, la société est présente uniquement sur la ligne Ordinateurs et Accessoires.

▪ Le Groupe SMART est resté un « *brand name* » local avec une part des exportations ne dépassant pas 1% du chiffre d'affaires consolidé.

« Le Groupe SMART est resté un brand name local avec une part des exportations ne dépassant pas 1% du chiffre d'affaires consolidé »

Business model du Groupe SMART Tunisie



▪ Pour les besoins de son introduction en bourse, le Groupe SMART s'est restructuré, en 2021. Cette restructuration a consisté à regrouper les participations détenues par les membres des familles ESSAFI, BOUDEN et M. Taoufik BEN KHEMIS sous une même société mère, SMART Tunisie qui détient des participations directes dans cinq filiales. Ces entités sont:

1) PROLOGIC: Première société du Groupe en terme d'ancienneté, PROLOGIC se spécialise dans l'intégration des solutions *IT* et la commercialisation du matériel informatique principalement sous la marque HP auprès des entreprises et des particuliers.

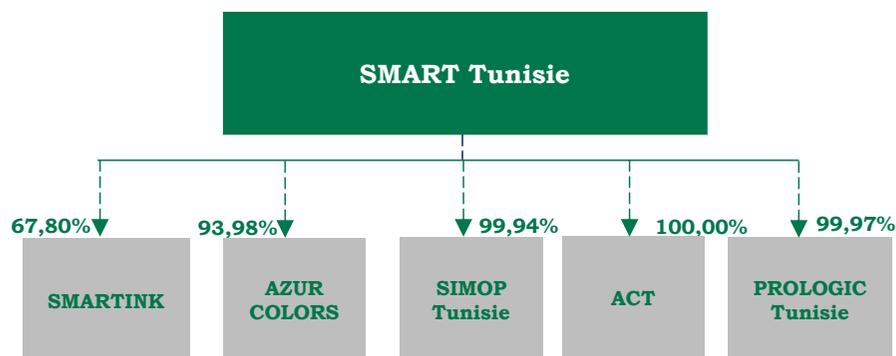
2) ACT: Créée en 1993, la société est spécialisée dans la vente d'équipements informatiques ainsi que dans l'intégration de solutions d'Infrastructures *IT*.

Echantillon de marques représentées



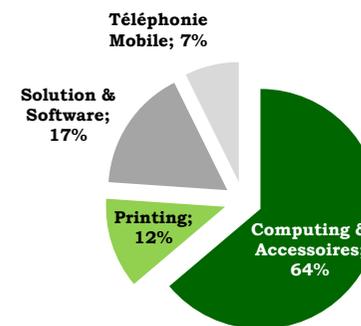
▪ Le chiffre d'affaires de ACT est réalisé principalement sur ces deux segments : (i) le segment *Computing* avec la vente des ordinateurs DELL et (ii) le segment Solution d'entreprise avec la mise en place des infrastructures *IT*.

Structure du Groupe SMART Tunisie

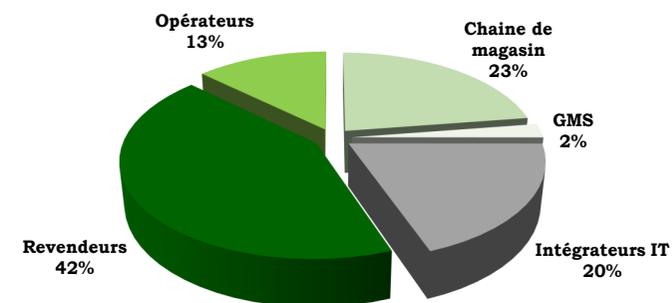


3) SIMOP: Créée en 1999, SIMOP est une société de services spécialisée dans la maintenance, la réparation et la vente de pièces détachées et consommables.

Structure du chiffre d'affaires par ligne de produits (2021)



Structure du chiffre d'affaires par client (2020)



« La restructuration du Groupe, opérée en 2021, a consisté à regrouper les participations détenues par les membres des familles ESSAFI, BOUDEN et M. Taoufik BEN KHEMIS sous une même société mère, SMART Tunisie, en vue de transformer cette dernière en un acteur majeur dans le secteur de l'IT, non seulement dans le commerce mais aussi dans l'intégration et l'après-vente »

- Le centre de réparation de SIMOP est le plus grand centre d'après vente et de réparation de matériel informatique en Tunisie. Le centre est agréé par de grandes marques mondiales telles que HP, DELL, EPSON, Lenovo et ACER qui sous-traitent leurs réparations sous garanties chez la société.

- La société réalise son chiffre d'affaires principalement à travers les réparations sous garanties constructeurs, les contrats de maintenance pour les sociétés et les clients passagers.

4) AZUR COLORS: La société AZUR COLORS est une société anonyme créée en 2015 et rachetée en 2020 par la société SMART. L'entreprise assure non seulement la vente des imprimantes grands formats mais aussi l'installation et le service après-vente.

5) SMART INK: Filiale marocaine du Groupe, elle a été créée en fin d'année 2020 avec un partenaire marocain pour la commercialisation et la distribution en gros et en détail des machines et des consommables d'impression grand format.

- SMART Tunisie est implantée à la zone industrielle Charguia 1 où se trouve son siège social. Ce siège est un atout majeur pour la société car il joue le rôle d'une salle d'exposition pour les marques représentées s'étalant sur une superficie de 2400m². Il s'agit d'un véritable centre commercial pour tout revendeur cherchant à agrandir son offre.

- Avec une capitalisation boursière de 184,4MDt, SMART Tunisie s'est introduite sur le marché principal de la cote de la bourse, et ce via une opération mixte de cession de titres (46MDt) et d'augmentation de capital (10MDt). La levée de

fonds devrait permettre au Groupe de renforcer son assise financière et de financer un programme d'investissement, portant sur une enveloppe de 17MDt.

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

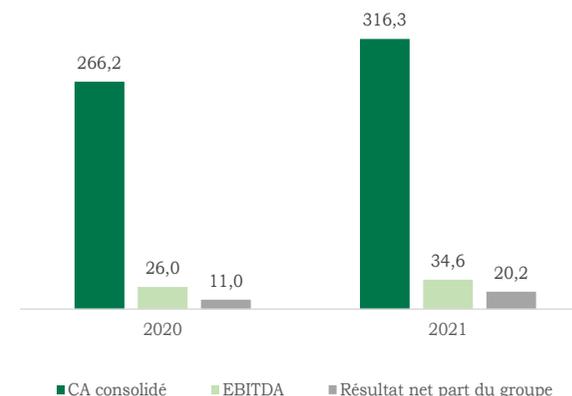
- SMART Tunisie a dépassé, tous azimuts, ses prévisions faites lors de son introduction en bourse. Malgré une économie nationale qui continue à être sous la coupe de la pandémie Covid-19, le Groupe est parvenu à afficher au titre de l'exercice 2021 des résultats rassurants, alliant croissance, consolidation de la rentabilité et solidité bilantielle.

- Le Groupe a réalisé une croissance de son chiffre d'affaires consolidé de 18,8% à 316,3MDt, soit un dépassement de 3,1% par rapport au Business Plan présenté lors de l'IPO.

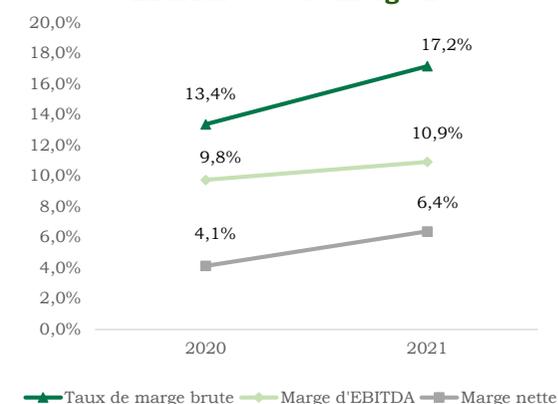
- Toutes les lignes de métier du Groupe ont bien performé en 2021 hormis la ligne « Téléphonie Mobile » qui a été affectée par la baisse des ventes des smartphones Huawei due aux sanctions américaines. Rappelons que depuis 2019, la marque chinoise a été interdite d'utiliser les produits et les services du géant américain Google dont le fameux système d'exploitation Android. Notons que les ventes de smartphones ont chuté de 69,1% en 2021 à 21MDt pour la société mère. Cependant, la mauvaise orientation de l'activité de la téléphonie mobile a été largement compensée par la vigueur de l'activité « Computing » (+47,6% à 182,3MDt) et la bonne tenue des activités « Solution & Software » (+12,5% à 47,3MDt) et « Printing » (+8,2% à 34,8MDt).

- Malgré l'environnement inflationniste et le glissement du dinar face au dollar américain (une dépréciation de 6,3%), SMART a réussi à consolider ses marges, en 2021. Le taux de marge brute a augmenté de 3,8 points de pourcentage à 17,2%, dépassant, ainsi, le niveau budgétisé (de 16,5%). Cette évolution louable est due au relèvement des prix, compensant le renchérissement des intrants et la hausse des coûts logistiques. Elle s'explique, également, par un effet mix favorable du fait du ciblage accru du segment haut de gamme comme le segment « gaming » dans la ligne de métier « Computing ».

Evolution du CA consolidé, de l'EBITDA et du résultat net part du groupe



Evolution du taux de marge brute, de la marge d'EBITDA et de la marge nette



- En dépit de l'augmentation sensible de la masse salariale (+127% à 14,7MDt) et des autres charges d'exploitation (+58,8% à 5MDt) qui est principalement justifiée par le changement du périmètre de consolidation qui incluait avant 2021 deux filiales seulement: AZUR COLORS et SMART INK, le Groupe a enregistré une amélioration de sa rentabilité d'exploitation. La marge d'EBITDA a signé une avancée de 1,2 point de pourcentage à 10,9% (contre un niveau budgétisé de 10,6%). L'EBITDA s'est, quant à lui, envolé de 33,1% à 34,6MDt, soit un taux de réalisation de 106,5% par rapport à l'objectif.

- En 2021, SMART a enregistré une baisse de ses charges financières de 24,6% à 5,7MDt. Le management a expliqué ce repli par la situation de pénurie des composants électroniques et par les perturbations logistiques qui ont amené le Groupe à mieux gérer son stock et son besoin en fonds de roulement. Un constat qui s'est traduit par un faible recours aux financements bancaires, et partant par un repli des charges financières. Notons que le BFR s'élève à fin 2021 à 70 jours de chiffre d'affaires.

- Profitant de la bonne orientation de l'activité d'exploitation, du recul des charges financières et de la baisse du taux de l'IS de 25% à 15%, en 2021, SMART est parvenu à améliorer d'une manière significative sa rentabilité nette. Le Groupe a bouclé l'année avec une envolée du résultat net part du groupe de 83,2% à 20,2MDt, surperformant, ainsi, de 12,5% les projections de l'introduction en bourse.

- Le renforcement de la rentabilité a été aussi bien constaté au niveau consolidé qu'au niveau de la société mère. Cette dernière a vu ses

bénéfices nets s'engraisser de 67,7% à 19,2MDt. Au vu de la hausse substantielle des bénéfices, **l'Assemblée Générale Ordinaire du 11 Mai 2022 a décidé la distribution d'un dividende par action de 2,250Dt, au titre de l'exercice 2021, et ce à partir du 7 Juin 2022, contre un montant de 1,718Dt par action annoncé lors de l'introduction en bourse.**

- Le Groupe affiche une caractéristique appréciable d'autant plus recherchée dans cette conjoncture morne: son bilan sain (un gearing de 40,7% en 2021, contre 55,7% en 2020). Le management a toujours œuvré à optimiser le BFR du Groupe et à privilégier la prudence dans ses financements. Les cash flows dégagés par l'activité d'exploitation sont récurrents. Ils autofinancent les investissements, réduisent le recours à la dette et rémunèrent généreusement les actionnaires (un payout de 84,7% en 2021 compte un taux de distribution de 70% promis lors de l'introduction en bourse). D'ailleurs, l'augmentation de capital (une levée de 10MDt), opérée dans le cadre de l'IPO et qui a été constatée début 2022 servira à désendetter davantage le bilan.

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.

Chiffres consolidés en MDt	2020	2021
Fonds propres	52,0	96,3
ROE	21,2%	21,0%
Dette nette	29,0	39,2
Gearing (x)	55,7%	40,7%
BFR (En jours de CA)	63	70
Payout %	62,3%	84,7%

- Sur la période 2022-2025, le plan d'investissement que SMART s'élève à 15.5MDT 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 (lors de l'IPO). 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 11 Mai 2022 que l'extension du siège est encore en phase d'étude et qu'elle devrait augmenter l'espace d'exposition de 2500m² supplémentaire et apporter un espace de stockage additionnel de 1800m².

- L'acquisition d'un terrain à Bouargoub (Gouvernorat de Nabeul) pour la création d'une plateforme logistique 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.

▪ Par ailleurs, SMART estime qu'à partir de 2021, des investissements à hauteur de 0,2% du chiffre d'affaires par an, seront nécessaires pour l'entretien et le renouvellement des équipements.

▪ Durant l'AGO du 11 Mai 2022, le management était serein sur les perspectives d'avenir du Groupe affirmant que SMART est bien outillé pour surmonter les contraintes de son environnement opérationnel. Parmi ces contraintes, l'équipe de direction a cité:

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) La contraintes logistiques qui se traduisent par la hausse des coûts de transport et l'indisponibilité des conteneurs,

3) La pénurie des composants électroniques: le Groupe a tiré profit de cette situation en plaçant des commandes importantes pour avoir des allocations,

4) 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,**

5) La baisse des ventes de smartphones Huawei: le Groupe compte pallier ce problème en intensifiant la commercialisation de la marque chinoise Tecno sur le marché local; une marque qui a rencontré un vif succès en Afrique et qui est leader sur ce continent.

▪ **Le management a, également, déclaré qu'il étudie la possibilité de réaliser une augmentation de capital par incorporation des réserves d'ici la fin de l'année et qu'il tiendra le marché informé de ses modalités au moment venu.**

▪ Les indicateurs d'activité du premier trimestre de l'année en cours sont bien orientés. Ils font état d'une croissance du chiffre d'affaires de la société mère de 18,2% à 84,6MDt. Ils laissent entrevoir un excellent cru 2022 et un dépassement des projections de l'introduction en bourse, et ce pour la deuxième année de suite. Rappelons que selon le prospectus d'introduction en bourse, le management table en 2022, sur la réalisation d'un chiffre d'affaires de 331,9MDt et sur un résultat net part du groupe de 20,6MDt.

IV- Parcours boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

▪ La nouvelle recrue de la cote, a fait du quasi-surplace depuis son introduction en bourse (+0,2%), préservant, ainsi, son potentiel de hausse. Le contexte boursier ardu avec lequel a

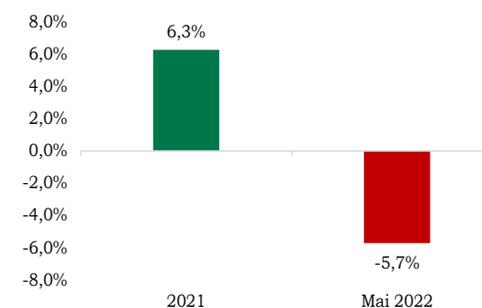
coïncidé la mise sur le marché a jeté une ombre sur le comportement boursier de la valeur, et ce malgré la reprise notable de l'activité attestée par les réalisations à fin 2021 et les anticipations sur un dépassement des promesses de l'IPO.

▪ Avec une capitalisation de 184,8MDt, le titre traite à des multiples de valorisation de 9x les bénéfices et de 6,7x l'EBITDA estimés de 2022. Un niveau de valorisation alléchant comparativement à la moyenne internationale et à notre marché actions (voir tableau de la page suivante).

▪ 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*,

Performances boursières du titre SMART Tunisie depuis sa mise sur le marché



« Les indicateurs d'activité du premier trimestre de 2022 laissent présager un dépassement des prévisions du business plan de l'introduction en bourse pour la deuxième année de suite »

2) Un *business model* innovant avec un portefeuille de 25 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,

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 Douance Tunisienne*; un statut enviable par bon nombre de sociétés commerciales tunisiennes,**

6) Une situation financière post augmentation plus assainie.

▪ **Nous recommandons un positionnement à l'« Achat » sur SMART Tunisie.**

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2021	P/E 2021 (x)	P/E 2022e (x)	VE/EBITDA 2021 (x)	VE/EBITDA 2022e (x)
SMART Tunisie	Tunisie	10,9%	9,1	9,0	6,5	6,7
ASBISc Entreprises Plc	Chypre	3,9%	2,1	2,9	0,8	1,2
Disway SA	Maroc	10,9%	13,5	15,8	7,6	9,5
Esprinet S.p.A.	Italie	1,8%	10,9	9,4	1,9	1,7
ScanSource Inc.	Etats-Unis	3,0%	11,2	10,3	6,3	5,9
Canon Marketing Japan Inc.	Japon	9,1%	12,5	10,8	5,2	4,9
Médiane	-	3,9%	11,2	10,3	5,2	4,9

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.

* L'opérateur économique agréé est un statut accordée a 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.