

Rédigé le 27/06/2023

SIAME: Cap sur les Smart Grids !

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 ».

SIAME : Cap sur les *Smart Grids** !

I- Points clefs

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Chiffre d'affaires	58,5	58,6	53,5	64,3	49,3	62,0
<i>Progression</i>	-	0,1%	-8,8%	20,3%	-23,4%	25,7%
Marge brute	19,8	20,4	19,8	23,1	17,8	22,6
<i>Progression</i>	-	2,6%	-2,8%	16,9%	-22,8%	26,7%
Taux de marge brute	33,9%	34,7%	37,0%	36,0%	36,2%	36,5%
EBITDA	7,3	7,7	6,8	8,4	5,0	8,5
<i>Progression</i>	-	5,6%	-12,4%	24,6%	-40,2%	69,3%
Marge d'EBITDA	12,5%	13,2%	12,6%	13,1%	10,2%	13,8%
Résultat net part du groupe	2,7	2,6	1,7	4,1	- 0,3	2,8
<i>Progression</i>	-	-6,5%	-34,5%	144,6%	-	-
Marge nette	4,7%	4,4%	3,1%	6,4%	-0,5%	4,6%

Sources: états financiers consolidés de la SIAME et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **2022 est une année à oublier pour le Groupe SIAME. Le spécialiste de l'appareillage électrique a subi les contrecoups d'une conjoncture nettement défavorable, impactant les ventes et la rentabilité. Au final, SIAME a terminé l'année dernière sur des pertes de -0,3MDt.**

♦ **2023 sera l'année de la reprise tous azimuts accompagnée par la maîtrise du BFR. Malgré le retard de notification des commandes de la STEG accusé sur les quatre premiers mois de l'année, le management y anticipe la réalisation d'un chiffre d'affaires de 40,9MDt et d'un résultat net de 3,1MDt au niveau de la société mère. Selon les dirigeants de la SIAME, l'année 2023 devrait aussi être marquée par le démarrage de la production et de la livraison du nouveau compteur *smart* pour la STEG dans le cadre de la phase POC (*Proof Of Concept*).**

♦ **La stratégie de développement qui sera mise en œuvre par le management dans les prochaines années repose sur les axes suivants: consolider le leadership de la société sur le marché de l'appareillage électrique en Tunisie, renforcer les ventes à l'export pour atteindre 30% des ventes totales, moderniser les ateliers de production via l'implémentation d'une industrie 4.0, maîtriser les coûts et améliorer la marge brute et développer la capacité d'innovation à travers notamment le lancement de la production des compteurs intelligents et prépayés.**

Prix** : 3,380Dt

Acheter (+)

Actionnariat***

M. Mohamed Hédi BEN AYED: 20,7%

COTUNAL****: 8,2%

INTERMETAL****: 8,1%

SNCI****: 6,4%

PROSID****: 6,4%

Autres actionnaires: 50,2%

Capitalisation boursière**:
52MDt

Ratios boursiers**:

PER 2023e: 18,5x

EV/EBITDA 2023e: 9,7x

Dividend yield 2022: 2,1%

Performance 2023: -11,8%

ROE 2022: Négatif

* 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.

** Données au 27/06/2023.

*** Au 11/05/2023.

**** Sociétés appartenant au Groupe IPS, détenu par l'actionnaire de référence M. Mohamed Hédi BEN AYED. 2

SIAME : Cap sur les *Smart Grids* !

♦ L'avenir pour le Groupe SIAME est prometteur. Le projet « *Smart Grid* » lancé par la STEG en 2019 (publication de l'avis d'appel d'offres international) pour une enveloppe initiale de 400 millions de dinars et dont le potentiel global s'élève à un milliard de dinars, représente un levier de croissance important et une opportunité unique à saisir par la SIAME. Le Groupe s'est bien préparé à cette transition vers les solutions de comptage intelligent, depuis cinq ans, avec notamment la création d'une nouvelle filiale, la société Innov-Alliance-Technology « I@T ». Cette filiale devrait accompagner la SIAME dans le développement de nouvelles solutions de *smart metering*, afin de conquérir de nouveaux marchés en Afrique et au moyen Orient. Capitalisant sur la réussite de son expérience avec la STEG, la SIAME ambitionne, en effet, de déployer sa solution en Afrique et au Moyen Orient.

♦ Présentement, avec une capitalisation de 52MDt, le Groupe SIAME traite à 18,5x ses bénéfices estimés de 2023. Ce niveau de valorisation a beau refléter le réveil commercial du Groupe attendu en 2023, 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 économique et de la dégradation du climat des affaires en Tunisie. Avec la concrétisation définitive du marché « *Smart Grid* », le titre devrait susciter l'intérêt des investisseurs. Un effort de communication est nécessaire pour redorer l'image du titre en bourse. Nous recommandons un positionnement à l'achat sur la valeur.

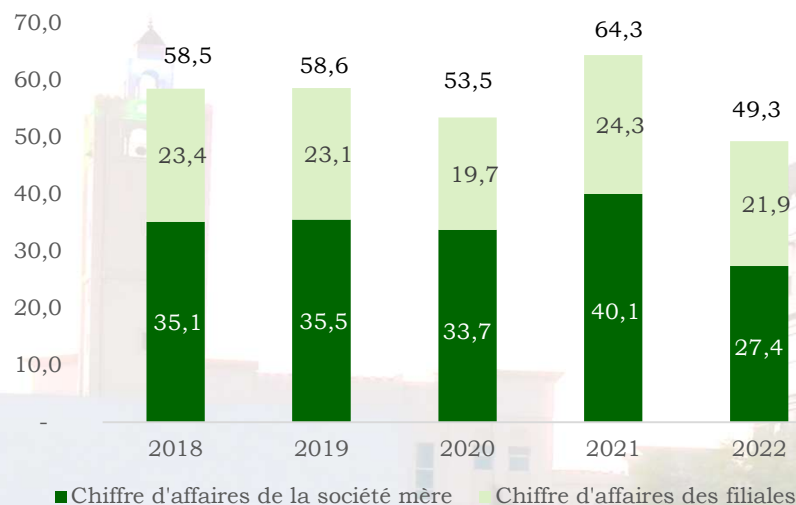
II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

▪ La société mère a subi un tassement des ventes (-31,6% à 27,4MDt). La baisse des ventes en 2022, s'explique essentiellement par la forte régression des ventes à la STEG, qui ont cumulé au terme de l'année, un total de 1,6MDt contre 11,4MDt une année auparavant, soit une chute de -86,4%. Les ventes à la STEG ont été pénalisées par l'annulation de l'Appel d'Offres relatif à la livraison de compteurs statiques et dont la SIAME était adjudicataire de plusieurs lots, (6 lots sur un total de 12), totalisant 150000 compteurs et tableaux de comptage monophasés, pour une valeur totale de 14MDt. Aussi, les ventes à l'export ont enregistré une baisse de -35,6%, passant ainsi de 13,1MDt au 31/12/2021 à 8,4MDt au terme de l'exercice 2022. En général, les méventes enregistrées sur les marchés exports sont dues à la crise économique qui a impacté la quasi-majorité des pays de la planète. La crise économique a bouleversé les priorités et les approvisionnements en produits alimentaires, sont devenus la priorité absolue des gouvernements. Les investissements dans les projets d'infrastructure et notamment dans les réseaux électriques, sont relégués au second plan. Par ailleurs, les ventes sur le Marché Local Privé ont pour leur part enregistré une progression +12,0%, par rapport à leur niveau en 2021 passant ainsi de 15,6MDt à 17,5MDt. L'évolution des ventes sur le Marché Local Privé, s'explique par l'évolution des volumes vendus et par l'augmentation des prix décidée à partir du 1^{er} Mars 2022. Les ventes sur le Marché Local Privé auraient pu évoluer dans des proportions plus importantes si ce n'étaient les ruptures de certains produits notamment la gamme des disjoncteurs différentiels.

SIAME : Cap sur les Smart Grids !

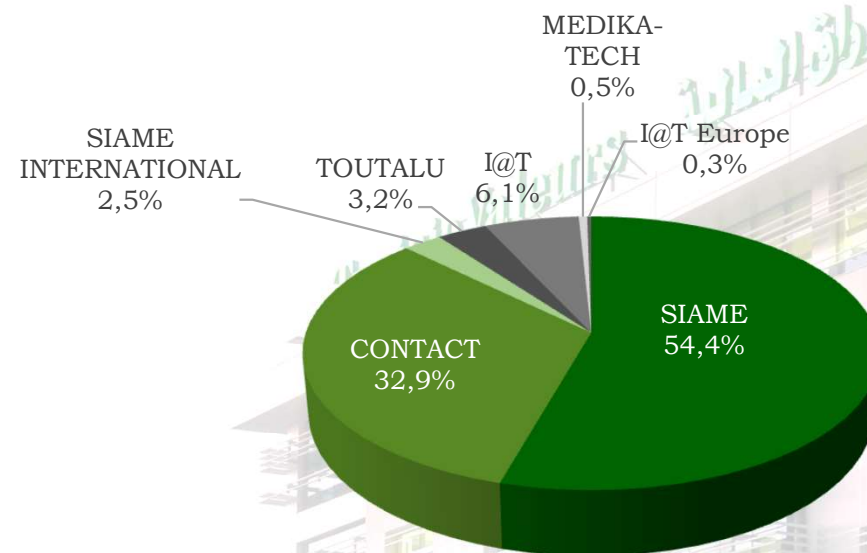
▪ L'année a, également, été difficile pour le Groupe SIAME sur le front des revenus. Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a affiché un décrochage de -23,4% à 49,3MDt. Toutes les entités du Groupe ont enregistré une baisse de leurs revenus hormis les filiales SIAME INTERNATIONAL et I@T. A noter que l'année 2022 a été marquée par la sortie des sociétés ELECTRICA et SITEL du périmètre de consolidation du moment qu'elles passent par une phase de restructuration financière. Le management a annoncé, à cet effet, la possibilité de réintégrer ces deux sociétés dans le périmètre de consolidation une fois l'assainissement financier terminé.

Evolution du chiffre d'affaires du Groupe SIAME en MDt

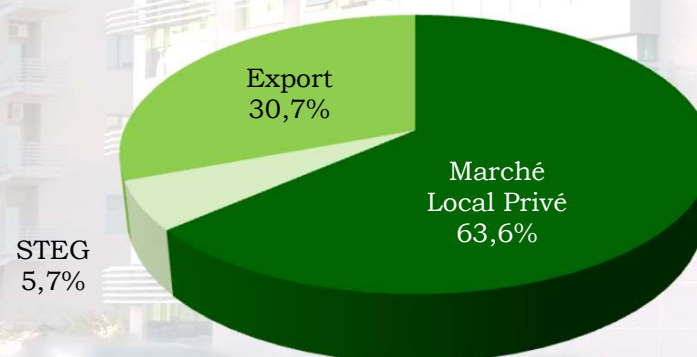


▪ En 2022, les marges du Groupe ont affiché des évolutions contrastées. Alors que le taux de marge brute a enregistré une légère amélioration de +0,3 point de pourcentage à 36,2%, la marge d'EBITDA a affiché une dégradation de 2,9 points de pourcentage à 10,2%.

Répartition des ventes agrégées du Groupe SIAME (2022)



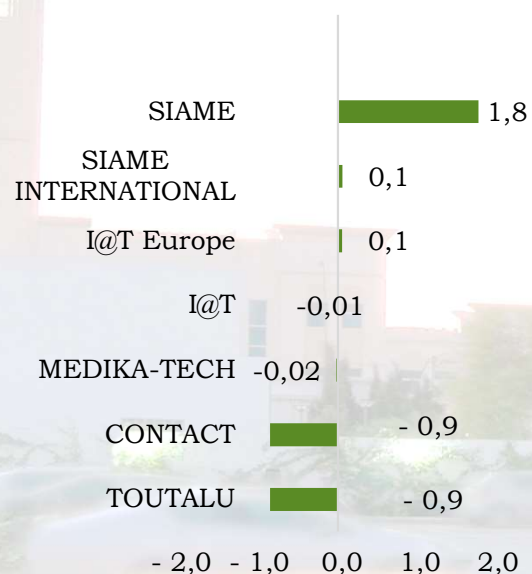
Structure des revenus de la société mère (2022)



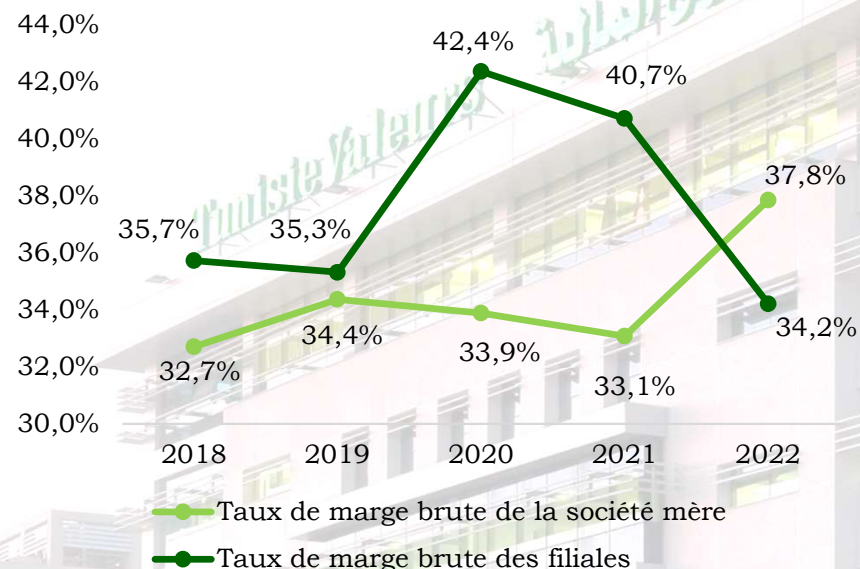
SIAME : Cap sur les Smart Grids !

- En 2022, c'est la société mère qui a tiré vers le haut les marges du Groupe (voir les deux graphes ci-contre).
- Malgré la maîtrise des charges financières (-4% à 2MDt), la dégradation de la rentabilité d'exploitation (-49,4% à 2,8MDt au niveau du résultat d'exploitation) a fini par impacter la rentabilité nette du Groupe. En effet, le résultat net part du groupe de la SIAME a basculé en territoire négatif à -251,7 mille dinars à fin 2022, contre des bénéfices de 4,1MDt en 2021. Notons que sur les sept entités constituant le Groupe SIAME, seulement la société mère (un résultat net de 1,8MDt), la société SIAME INTERNATIONAL (un résultat net de 55,6 mille dinars) et la société I@T EUROPE (un résultat net de 52,8 mille dinars) ont affiché un Bottom line dans le vert en 2022.

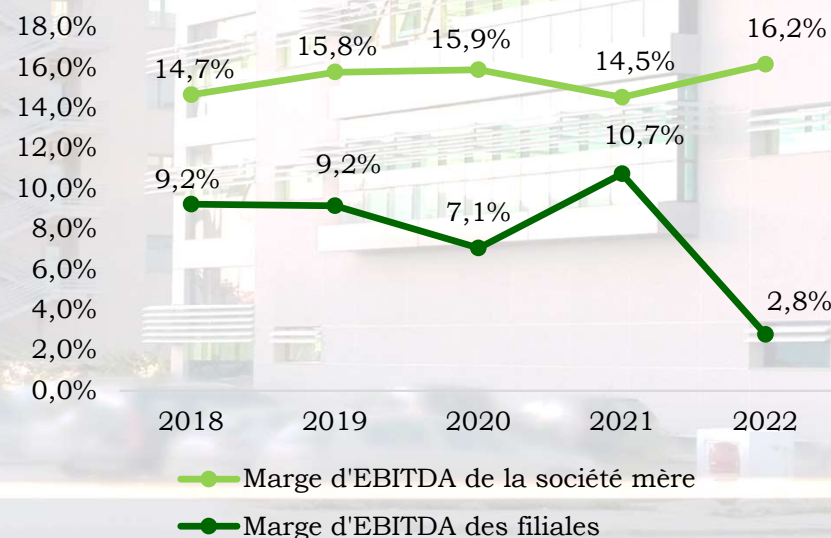
Evolution du Bottom line des sociétés formant le Groupe SIAME



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



SIAME : Cap sur les Smart Grids !

▪ Côtés fondamentaux, le Groupe jouit d'une structure financière saine. **La hausse soutenue du BFR (+29,8% à 35,4MDt) générant un plus fort recours à l'endettement (+48,5% à 24,7MDt au niveau des dettes financières) en 2022 nous semble un évènement exceptionnel.** L'activité d'exploitation du Groupe génère des cash flows historiquement suffisants qui permettent de rémunérer généreusement les actionnaires (un payout de 60,1% en 2022). **A noter que l'Assemblée Générale Ordinaire du 11 Mai 2023 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,070Dt par action, contre un montant de 0,180Dt par action versé au titre de l'exercice 2021. Ces dividendes seront distribués à partir du 27 Juillet 2022.**

III- Perspectives d'avenir & prévisions

▪ Les prévisions issues du Business Plan actualisé, pour la période 2021 – 2025, prévoient pour l'année 2023, un chiffre d'affaires de 40,9MDt pour la société mère, reparti entre les trois marchés de la façon suivante :

- Marché Local Privé :20,7MDt,
- Export: 12MDt,
- STEG: 8,2MDt

▪ Selon l'équipe de direction, au vu des résultats des soumissions aux Appels d'Offres de la STEG, du potentiel de facturation à ce premier client, de la reprise des ventes en Irak et dans certains pays africains et de la résolution des problèmes des ruptures des produits ABB, l'objectif pour l'année 2023 se définit comme étant un objectif raisonnable en dépit de la conjoncture économique difficile, des problèmes de trésorerie de certains clients et de l'assèchement de la liquidité bancaire.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash Flow d'exploitation -	0,5	5,0	6,7	2,2	5,2
Investissements	2,9	3,9	2,3	1,4	2,8
Free Cash Flow -	3,4	1,1	4,5	0,9	8,0
Dette nette	13,6	15,4	12,4	12,7	22,6
Gearing	47,8%	53,7%	43,8%	41,8%	76,6%
ROE	8,1%	7,6%	5,0%	13,3%	Négatif
ROCE	7,9%	8,4%	7,2%	10,3%	4,4%

▪ Aussi, la SIAME continue à faire face aux longs délais de dédouanement des matières premières et composants imposés par les services du Ministère de l'Industrie, pour le renouvellement des privilèges d'importation prévus par les dispositions de l'Article 14 du décret n°2004-1090 du 17 Mai 2004, portant sur le soutien de la compétitivité de l'industrie locale et des procédures douanières devenues trop contraignantes pour les industriels.

▪ Les ventes des quatre premiers mois de l'exercice en cours ont enregistré un léger retard par rapport à celles réalisées durant la même période de l'année écoulée: -858 mille dinars ou -7,4%. Ce décalage s'explique essentiellement par le retard de notification des commandes de la STEG. Selon les dirigeants de la SIAME, les prévisions pour les mois à venir s'annoncent prometteuses et dépasseraient de loin les réalisations de 2022.

▪ Au niveau de la rentabilité nette, le management table sur la réalisation d'un résultat net de 3,1MDt en 2023 pour la société mère, soit une envolée de 72,3% par rapport à 2023.

SIAME : Cap sur les *Smart Grids* !

- A la lumière des objectifs et des prévisions du management pour la société mère, nous pensons que le Groupe SIAME est bien outillé pour réaliser sur l'année 2023 une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 25,7% à 62MDt et un résultat net part du groupe de 2,8MDt.
- La stratégie de développement qui sera mise en œuvre par le management dans les prochaines années repose sur les axes suivants: consolider le leadership de la société sur le marché de l'appareillage électrique en Tunisie, renforcer les ventes à l'export pour atteindre 30% des ventes totales, moderniser les ateliers de production via l'implémentation d'une industrie 4.0, maîtriser les coûts et améliorer la marge brute et développer la capacité d'innovation à travers notamment le lancement de la production des compteurs intelligents et prépayés. **A cet effet, le démarrage de la production et de la livraison du nouveau compteur *smart* pour la STEG en 2023 dans le cadre de la phase POC a été l'annonce majeure de l'AGO du 11 Mai 2023. Le premier compteur *smart* sera déployé en Tunisie en Juillet 2023.**
- A plus long terme, 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 initiale de 400 millions de Dinars et un potentiel global de 1 milliard de dinars, représente une opportunité unique à saisir et un important levier de croissance pour la SIAME. Le Groupe s'est bien préparé à cette transition vers les solutions de comptage intelligent, depuis cinq ans, avec notamment la création d'une nouvelle filiale, la société Innov-Alliance-Technology « I@T ». Cette filiale devrait accompagner la SIAME dans le développement de nouvelles solutions de *smart metering*, afin de conquérir de nouveaux marchés en Afrique et au moyen Orient.

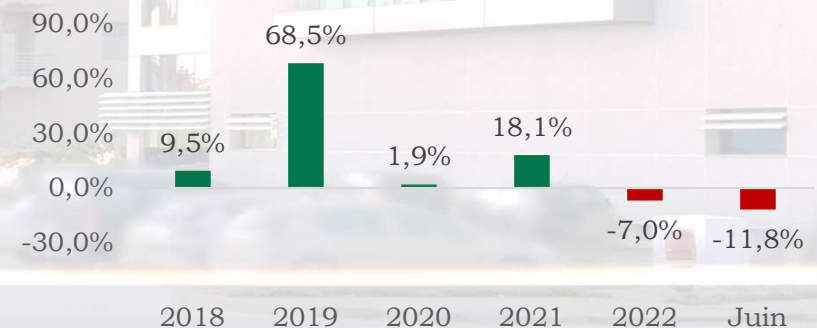
Capitalisant sur la réussite de son expérience avec la STEG, la SIAME ambitionne, en effet, de déployer sa solution un peu partout en Afrique et au Moyen Orient.

- A noter que le Groupe SIAME a participé à l'appel d'offres du projet « *Smart Grid* » dans sa première phase (projet pilote portant sur une enveloppe de 120 millions d'euros financé par l'Agence Française de Développement), en consortium avec la société française SAGEMCOM.
- **La quote-part de la SIAME dans ce projet s'élève à 30% des quantités totales et pourrait générer un chiffre d'affaires prévisionnel de presque 10MDt sur la période 2023-2024. 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.**

IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Depuis 2022, le titre SIAME a connu un parcours boursier difficile. La baisse de régime anticipée au niveau du Top line et la dégradation pressentie de la rentabilité en 2022 ont quelque peu refroidi l'appétit des investisseurs pour le titre.

Performances boursières annuelles du titre SIAME



SIAME : Cap sur les *Smart Grids* !

- Présentement, avec une capitalisation de 52,2MDt, SIAME traite à 18,5x ses bénéfices estimés de 2023. Ce niveau de valorisation a beau refléter le réveil commercial du Groupe amorcé en 2023, 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 économique et de la dégradation du climat des affaires en Tunisie.
- Les investisseurs sont dans l'expectative et attendent impatiemment l'amorce du virage vers les compteurs smart. Un effort de communication est nécessaire pour redorer l'image du titre en bourse.**
- Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre SIAME.**

Echantillon de comparables internationaux de la SIAME

Société	Pays	VE/EBITDA 2023e	PER 2023e
Bizlink Holding Inc.	Taiwan	8,1	14,8
Havells India Limited	Inde	47,1	71,6
Hubbell Incorporated	Etats-Unis	17,1	24,1
Legrand SA	France	13,1	19,9
Phoenix Mecano AG	Suisse	6,1	N.D
Schneider Electric S.E.	France	14,3	21,0
WEG S.A.	Brésil	23,3	30,2
Zhejiang Chint Electrics Co., Ltd.	Chine	7,8	11,7
Médiane internationale		13,7	21,0
SIAME	Tunisie	9,7	18,5

Sources: S&P Capital IQ et calculs de Tunisie Valeurs.