

ETUDE
SAM : CAP SUR
L'INTERNATIONAL

Points clés

MEUBLE INTÉRIEURS est parvenu à stabiliser ses revenus en 2024 (une légère progression de 1,8 % à 29,2 MDt), portés par un portefeuille de plus de 3 000 clients servis au cours de l'année.

En 2024, la rentabilité opérationnelle s'est inscrite en retrait. La marge d'EBITDA a reculé de -6,3 % à 5 MDt. Le taux de marge d'EBITDA s'est également rétracté de -1,5 point de pourcentage à 17,1 %.

Le résultat net consolidé a enregistré une baisse de -25,7 %, s'établissant à 2,8 MDt en 2024 suite à l'augmentation des dotations aux provisions et aux amortissements dont 200 mille dinars de provisions sur la filiale spécialisée dans le e-commerce TALOS ainsi qu'à la montée de la pression fiscale. Pour sa part, le taux de marge nette a reculé de -3,6 points de pourcentage, pour s'établir à 9,6 %.

MEUBLE INTÉRIEURS prévoit une croissance soutenue de son chiffre d'affaires consolidé, avec une hausse estimée de 4,5 % à 30,5 MDt en 2025. Le groupe table également sur une marge d'EBITDA en amélioration de 6 % à 5,3 MDt en 2025.

Valorisée à 34,4 MDt, soit un PER 2025e de 11,3 x et un VE/EBITDA 2025e de 6,6 x, la société affiche un niveau de valorisation attrayant. Le groupe jouit de bons fondamentaux et d'un fort potentiel de croissance. Nous réitérons notre recommandation à « L'Achat » sur le titre SAM.

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 bureau 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.

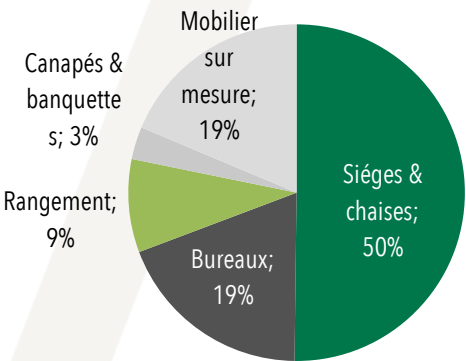
La société Atelier du Meuble Intérieurs est la société mère de quatre filiales :

- La SOCIÉTÉ LE MOBILIER CONTEMPORAIN « SMC ». Il s'agit d'une SARL assurant le commerce des meubles, luminaires, décoration et 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 mobilier de bureau, équipements et fournitures ;
- La société « INTERIEURS COTE D'IVOIRE » est une société anonyme de droit Ivoirien, assurant le commerce de meubles en Côte d'Ivoire ;
- La société « INTERIEUR FRANCE » est une société de droit français, créée en 2024 et spécialisée dans le commerce de gros et de détail de mobilier de bureau, matériel électrique, équipements et fournitures, matériel audio et vidéo, ainsi que la vente à distance sur catalogue spécialisé.

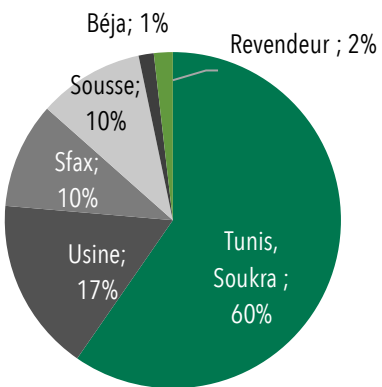
Actionnariat (au 31.12.2024)	
Famille BEN SLIMANE	59,0%
Investisseurs institutionnels	7,0%
Autres actionnaires	34,0%

Cours (au 30.06.2025): 6,190 Dt
Capitalisation boursière (au 30.06.2025) : 34,4 MDt
Recommandation: Acheter (+)
ROE consolidé 2024 :18,2 %

Structure du chiffre d'affaires par famille de produit de la société mère (2024)



Structure du chiffre d'affaires de la société mère par canal de distribution en 2024 (mobilier de bureau)



En Tunisie, le secteur compte environ plus que 200 entreprises structurées, dont 60 entreprises environ fabriquent le mobilier de bureau et 4 seulement spécialisées uniquement dans le mobilier de bureau. Les principaux concurrents du groupe Intérieurs sont : MEUBLATEX, MEUBLES MEZGHANI et 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, américaines, 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.

II- Faits et éléments saillants de l'exercice 2024

1- Des revenus quasi- stables en 2024

MEUBLE INTÉRIEURS est parvenu à stabiliser ses revenus en 2024 (une légère progression de 1,8 % à 29,2 MDt), portés par un portefeuille de plus de 3 000 clients servis au cours de l'année.

En 2024, l'entreprise a renforcé son orientation stratégique vers les gros comptes, à savoir les clients dont le montant de commande dépasse les 50 mille dinars. Cette catégorie, regroupant près de 85 clients, a vu son poids dans le chiffre d'affaires progresser pour passer de 13,8 MDt en 2023 à 15 MDt en 2024.

Le chiffre d'affaires reste fortement ancré sur le marché local, qui représente 93 % des ventes, contre seulement 6,7 % pour l'export, répartis entre trois principaux marchés : le marché Libyen (57 %), le marché ivoirien (35 %) et le marché sénégalais (8 %). Ces revenus à l'export ont bondi de 48 % à 2 MDt en 2024.

Sur le plan du réseau de vente local, malgré la diversité des canaux de vente, le showroom de la Soukra, d'une surface de 2 000 m², s'est imposé comme un véritable pilier commercial, concentrant à lui seul 60 % des ventes sur le marché local.

2- Une rentabilité en baisse

En raison de l'augmentation du coût des entrants (bois et articles de quincaillerie), principalement liée à la hausse des frais de transport maritime, la marge brute a légèrement diminué de -0,7 % pour s'établir à 12,5 MDt en 2024. Le taux de marge brute s'est quant à lui dégradé de -1,1 points de pourcentage à 42,7 %.

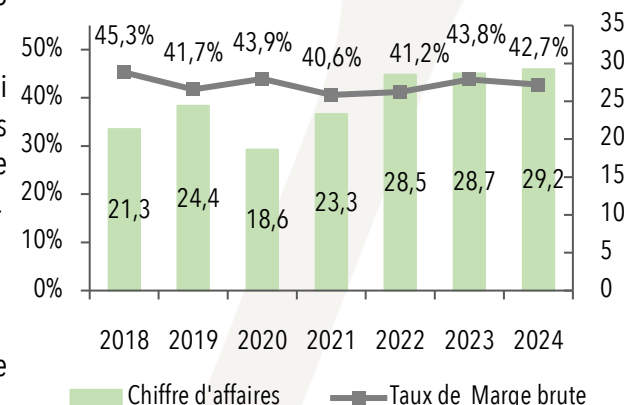
En 2024, la rentabilité opérationnelle s'est inscrite en retrait. La marge d'EBITDA a reculé de 6,3 % à 5 MDt. Le taux de marge d'EBITDA s'est également rétracté de -1,5 point de pourcentage à 17,1 %.

Le résultat net consolidé a enregistré une baisse de -25,7 %, s'établissant à 2,8 MDt en 2024 suite à l'augmentation des dotations aux provisions et aux amortissements dont 200 mille dinars de provisions sur la filiale spécialisée dans le e-commerce : TALOS ainsi qu'à la montée de la pression fiscale. Pour sa part, le taux de marge nette a reculé de -3,6 points de pourcentage, pour s'établir à 9,6 %.

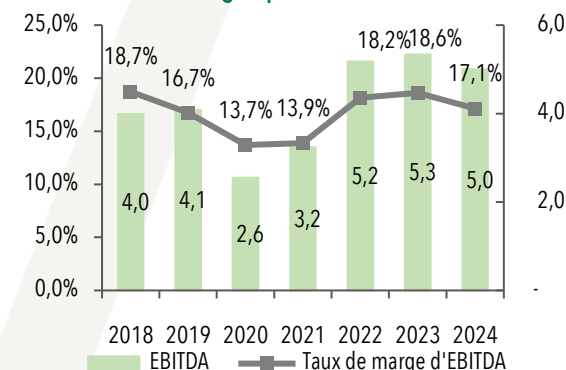
3- Une assise financière toujours solide

À l'instar des exercices précédents, le groupe MEUBLE INTÉRIEURS affiche une assise financière solide, en nette amélioration. Le groupe présente un faible niveau d'endettement, avec une dette nette de 0,2 MDt en 2024, soit un ratio de gearing de 1,5 % contre 4,5 % en 2023.

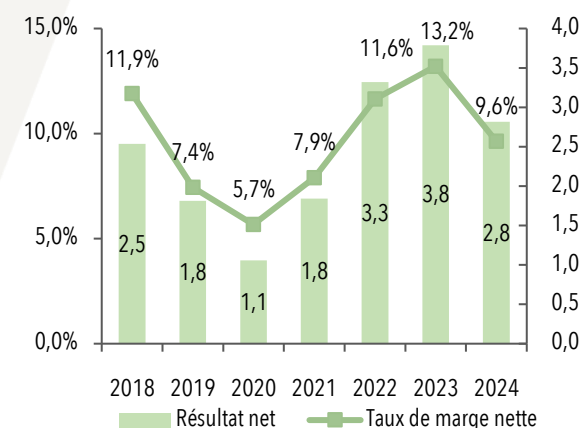
Evolution du chiffre d'affaires (en MDt) et de la marge brute consolidés du groupe INTÉRIEURS



Evolution de l'EBITDA (en MDt) et du taux de marge d'EBITDA du groupe INTÉRIEURS



Evolution du résultat net part du groupe (en MDt) et du taux de marge nette part du groupe INTÉRIEURS



La société a réussi à optimiser son besoin en fonds de roulement, pour le ramener de 9,2 MDt en 2023 à 8,2 MDt en 2024. Ce redressement, associé à une dynamique positive de l'exploitation, s'est traduit par une hausse de 21,3 % des flux de trésorerie disponibles (Free Cash-Flows), qui se sont établis à 3,5 MDt au terme de 2024, contre 2,9 MDt une année plus tôt.

III. Perspectives de développement et opinion de TUNISIE VALEURS

Pour 2025, le management demeure confiant quant à la possibilité de continuer à réaliser une croissance satisfaisante de son chiffre d'affaires. A fin mars 2025, le chiffre d'affaires consolidé est resté quasi stable (+1 % à 6,9 MDt). Cette performance aurait pu être plus élevée n'eut été la baisse des revenus de la société mère (-6 % à 5,9 MDt).

Les revenus de SAM SA ont été pénalisés par la mauvaise tenue du chiffre d'affaires à l'export. En effet, en dépit d'une forte progression enregistrée sur le marché ivoirien (+81 % au T1 2025 par rapport au T1 2024), les revenus issus de l'export ont été affectés par le tassement des ventes en Libye et un effet de base défavorable par rapport au T1 2024. Rappelons qu'au T1 2024, SAM a réussi à faire progresser ses revenus sur le marché libyen de 69 %.

Durant l'Assemblée Générale Ordinaire du 24 juin 2025, le management a affirmé qu'il s'active sur tous les fronts pour insuffler une nouvelle dynamique à la société et renouer avec la croissance avec un plan d'expansion tourné vers l'international. L'exportation est perçue comme un levier essentiel de croissance et un moyen stratégique de diversifier le chiffre d'affaires. Au-delà de la conquête de nouveaux marchés, l'export constitue pour le groupe un indicateur de compétitivité, reflétant sa capacité à répondre aux exigences et normes internationales.

Pour ce faire, le management compte :

- ❖ Renforcer la présence et augmenter le CA de +20 % sur le marché ivoirien ;
- ❖ Diversifier les contacts et les distributeurs en ciblant des zones géographiques politiquement stables ;
- ❖ Consolider la présence en Libye. Des visites de prospection ont ainsi été entamées depuis début 2025 dans ce pays. Selon le management, malgré la situation sécuritaire précaire en Libye, les risques d'impayés y restent faibles. En effet, la stratégie commerciale adoptée par le groupe prévoit un encaissement de 50 % du montant à la commande, avant le lancement de la production, et l'encaissement du reliquat du montant à la livraison.
- ❖ Prospector un nouveau partenaire en Mauritanie ;
- ❖ Etudier l'expansion vers de nouveaux marchés de l'Afrique subsaharienne tels que le Benin et le Burkina Faso.

L'ouverture d'un showroom en France est prévue pour le 1^{er} août 2025. Situé à Villeneuve-Loubet (sud-est de la France), ce showroom de 200 m² sera exploité en co-branding avec MillerKnoll, leader mondial du mobilier de bureau, qui n'est pas encore présent sur le marché français. Ce point de vente distribuera en exclusivité ses produits sur la région de Nice, Cannes et la Côte d'Azur.

Selon le management, la collaboration avec MillerKnoll constitue un levier stratégique, permettant de gagner en visibilité sur un marché où le groupe n'est pas encore connu. Une campagne publicitaire d'envergure sera lancée dès le T4 2025 pour accompagner l'ouverture du showroom. Les premières retombées commerciales sont attendues à partir de 2026.

Dans le volet des matières premières, le management de la société a indiqué avoir passé une commande couvrant une année, avec un paiement réparti sur six mois. Un accord a également été trouvé avec les fournisseurs pour un délai de paiement de 180 jours pour se protéger contre les hausses de prix et les éventuelles perturbations dans les chaînes d'approvisionnement.

Principaux agrégats financiers consolidés du groupe INTÉRIEURS entre 2019 et 2024

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
BFR	6,1	5,0	7,0	8,4	9,2	8,2
Trésorerie d'exploitation	0,2	3,0	0,5	2,4	3,8	4,1
Free Cash Flow	0,0	2,8	0,2	2,0	2,9	3,5
Dette nette	1,9	-0,1	1,3	0,9	0,7	0,2
Gearing	17,1%	-1,3%	10,5%	6,1%	4,5%	1,5%
ROE	16,7%	9,3%	16,2%	27,0%	27,3%	18,2%

Durant l'AGO du 24 juin 2025, le management a également fait le point sur la filiale de e-commerce TALOS. Dans la continuité des dernières années, cette société passe par des difficultés opérationnelles et financières. Elle a essuyé à titre d'illustration des pertes nettes de -268 mille dinars. A noter que la participation de MEUBLE INTERIEURS dans cette entité est entièrement provisionnée au 31/12/2024. D'ailleurs, selon les commissaires aux comptes de SAM : « les états financiers de la société « TALOS » font apparaître des fonds propres négatifs. Cette situation indique l'existence d'une incertitude susceptible de jeter un doute important sur la capacité de la société à poursuivre son exploitation ».

Malgré les défis auxquels fait face TALOS, le management du groupe compte continuer d'accompagner le développement de cette filiale en s'inspirant des meilleures pratiques internationales et en les adaptant au marché tunisien. Convaincu du potentiel prometteur de TALOS, il considère cette activité comme un pilier stratégique pour l'avenir. Le management a ajouté que la rentabilité ne sera, néanmoins, atteinte qu'à moyen terme.

Du côté des prévisions, MEUBLES INTERIEURS prévoit une croissance soutenue de son chiffre d'affaires consolidé, avec une hausse estimée de 4,5 % à 30,5 MDt en 2025. Le groupe table également sur une marge d'EBITDA en amélioration de 6 % à 5,3 MDt en 2025.

IV. Parcours boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

Le rallye boursier s'est poursuivi pour le titre MEUBLES INTÉRIEURS en 2024. L'action du spécialiste en mobilier de bureau a enregistré une belle performance boursière en 2024, avec une progression de 45 %. Cette dynamique positive s'est poursuivie au début de l'année, avec une avancée de 5,3 %.

Valorisée à 34,4 MDt, soit un PER2025e de 11,3 x et un VE/EBITDA 2024e de 6,6 x, la société affiche un niveau de valorisation attrayant. Le groupe jouit de bons fondamentaux et d'un fort potentiel de croissance.

L'AGO du 24 juin 2025 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,450 Dt au titre de l'exercice 2024 (contre un dividende de 0,500 Dt versé au titre de l'exercice 2023), soit un payout exceptionnel de 92,6 % et un rendement en dividende attractif de 7,3 %. Les dividendes seront mis en paiement à partir du 29 aout 2025. **Nous réitérons notre recommandation à « l'Achat » sur le titre SAM.**

Chiffres clés de l'état de résultat du groupe INTÉRIEURS

Chiffres consolidés (en MDt)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Revenus	24,4	18,6	23,3	28,5	28,7	29,2	30,5
Progression	14,5%	-23,7%	25,1%	22,4%	0,6%	1,8%	4,5%
Marge brute	10,2	8,2	9,5	11,7	12,6	12,5	13,0
Taux de marge brute	41,7%	43,9%	40,6%	41,2%	43,8%	42,7%	42,7%
EBITDA	4,1	2,6	3,2	5,2	5,3	5,0	5,3
Progression	2,3%	-37,5%	26,8%	60,0%	3,1%	-6,3%	6,0%
Marge d'EBITDA	16,7%	13,7%	13,9%	18,2%	18,6%	17,1%	17,4%
Résultat net part du groupe	1,8	1,1	1,8	3,3	3,8	2,8	3,1
Progression	-28,5%	-41,8%	74,3%	80,3%	14,1%	-25,7%	8,4%
Marge nette	7,4%	5,7%	7,9%	11,6%	13,2%	9,6%	10,0%

Sources : Etats financiers consolidés du groupe INTÉRIEURS, prévisions du management du groupe et estimations 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 d'actions.

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.