

26/11/2021

SIAME

L'innovation au service de la croissance !

Achat

Secteur

INDUSTRIE ELECTRIQUE

Cours

4,230 TND

Prix cible

4.900 TND

Potentiel

16%

Horizon

Long et moyen terme*

Principaux actionnaires (%)

Mohamed Hedi BEN AYED	19,51%
COTUNAL	8,15%
INTERMETAL	8,12%
SNCI	6,41%
PROSID	6,41%
Autres actionnaires	51,40%

Market Data

Mnémonique	SIAME
Nombre d'actions	15 444 000
Capitalisation (MD)	66,7
52 semaines +H/+B	4,50/3,06
Volume moyen /jour	50,7

Analyste

Mohamed Dhieb BJEoui

(+ 216) 71 144 512

Mohamed.bjeoui@capfinance.tn

Head of Research

Jihene JARRAYA BORGHI

(+ 216) 71 144 511

jihene.borgi@capfinance.tn

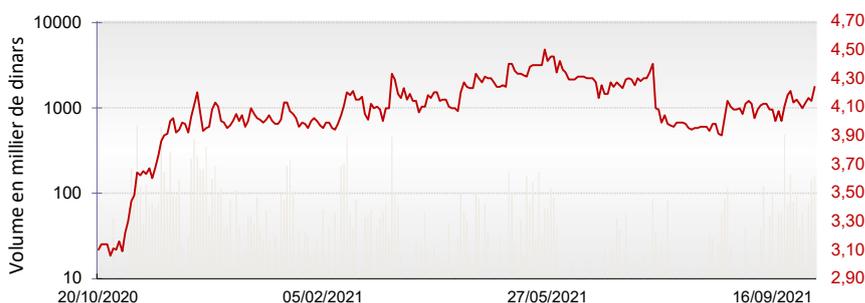
Synthèse & recommandation

Le groupe SIAME a un potentiel de croissance important en lien avec le projet SMART GRID de la STEG dont le projet pilote est financé par l'AFD et devra être déployé sur la période 2022-2024. La SIAME qui a participé à l'appel d'offre en consortium avec la société française SAGEMCOM a toutes les chances d'en remporter une bonne partie d'autant plus que le consortium a été retenu comme le moins disant sur 3 lots (sur 5) lors de l'ouverture des plis.

Dans le cadre de notre couverture de la valeur, nous proposons une évaluation du titre SIAME tenant compte de ses perspectives d'avenir en essayant de comprendre l'impact de ce projet sur ses chiffres futurs. Nous avons estimé une croissance annuelle moyenne des revenus du groupe de 11% (contre 9% réalisés sur les 5 dernières années). Une marge d'exploitation moyenne de 10% sur la période du business plan (contre 8% réalisée actuellement) et un réinvestissement moyen de 2MD par an (sachant que le groupe a investi en moyenne 3 MD par an sur la période 2017-2020 essentiellement pour le développement d'une solution de Smart Metering). Notre valorisation fait ressortir un prix cible de 4D900 par action qui pourrait être atteint dès la concrétisation du projet. Les risques de non réalisation du projet sont très minimes, par ailleurs, sa réalisation devra améliorer les perspectives de la société au-delà des trois prochaines années, vu que le projet pilote actuel ne couvre que 10% du besoin total du pays, sans oublier, son impact sur les perspectives à l'export du groupe.

Chiffres clés

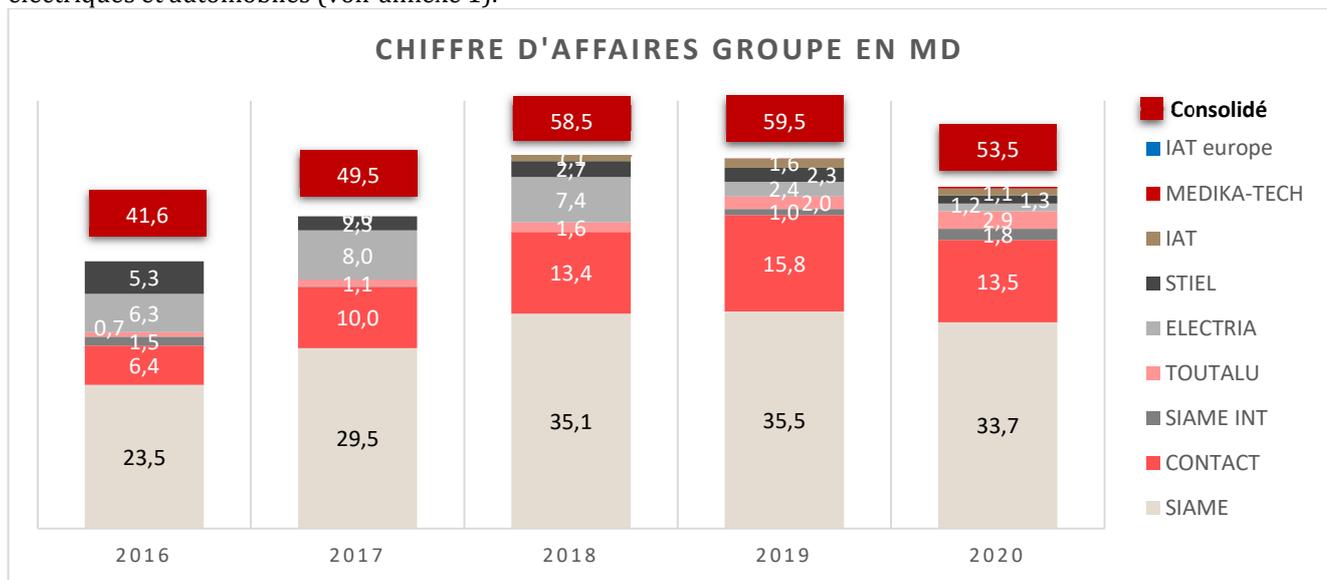
En MD	2019R	2020R	2021e
Revenus	59,6	54,0	64,7
Marge Brute	20,5	19,9	22,0
Taux de MB%	32,5%	40,4%	34,0%
EBITDA	7,7	6,8	8,0
Résultat net	2,2	1,4	3,0
BPA en DT (EPS)	0,154	0,101	0,206
ROE%	7,6%	5,0%	10,5%
EV/EBITDA	9,5	10,4	9,7
PER	26,8	40,6	21,6
PBV	2,02	2,03	2,21
Div Yeild%	2,9%	2,9%	3,5%
D/E	0,5	0,4	0,4



PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHÉ

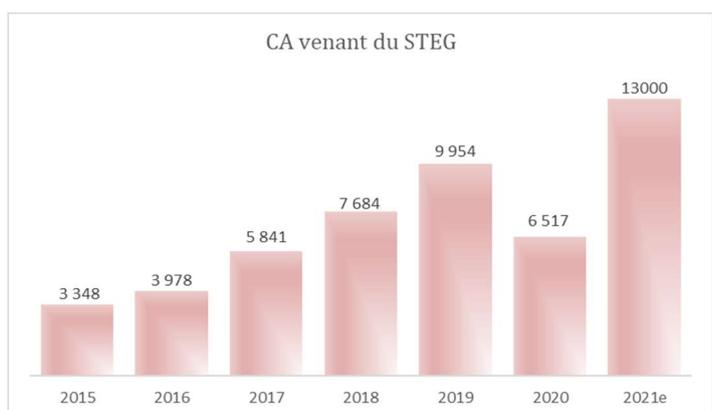
SIAME, la principale entreprise tunisienne spécialisée dans les solutions de comptage, a été créée par la « STEG » (Société tunisienne de l'électricité et du gaz) en 1976. Elle a été privatisée puis introduite en bourse en 1999. En octobre 2009, la société a fait l'objet d'une OPA au profit de Mr Mohamed Hédi BEN AYED agissant de concert avec des personnes physiques et morales, leur permettant d'acquérir un bloc de contrôle de 53,46%. Ainsi, la société s'adosse au Groupe IPS contrôlant une cinquantaine de sociétés qui opèrent essentiellement dans le secteur de sidérurgie (voir annexe 2). Elle se caractérise par un effectif supérieur à 350 employés permanents, un chiffre d'affaires dépassant 30 MD dont 35% à l'export en 2020 et une haute qualité de service (certifié ISO 9001, 14001 et ISO TS16449). La SIAME fabrique toute une gamme de produits avec un taux d'intégration technique variant entre 60 et 90 %. Sa capacité de production est 240 000 compteurs d'énergie monophasés et triphasés par an, dont 22% de ses ventes, tout article confondu, sont réalisés avec la STEG. De plus, elle approvisionne le marché local, en tableaux de comptage, disjoncteurs, accessoires de ligne basse et moyenne tension, lampes économiques, détecteurs de gaz et interrupteurs domestiques (voir annexe 3).

Le groupe SIAME est composé de 9 sociétés y compris la société mère. Elles interviennent dans des activités telles que la distribution, l'étude et le développement, la fabrication de l'appareillage et la sous-traitance des pièces et composants électriques et automobiles (voir annexe 1).



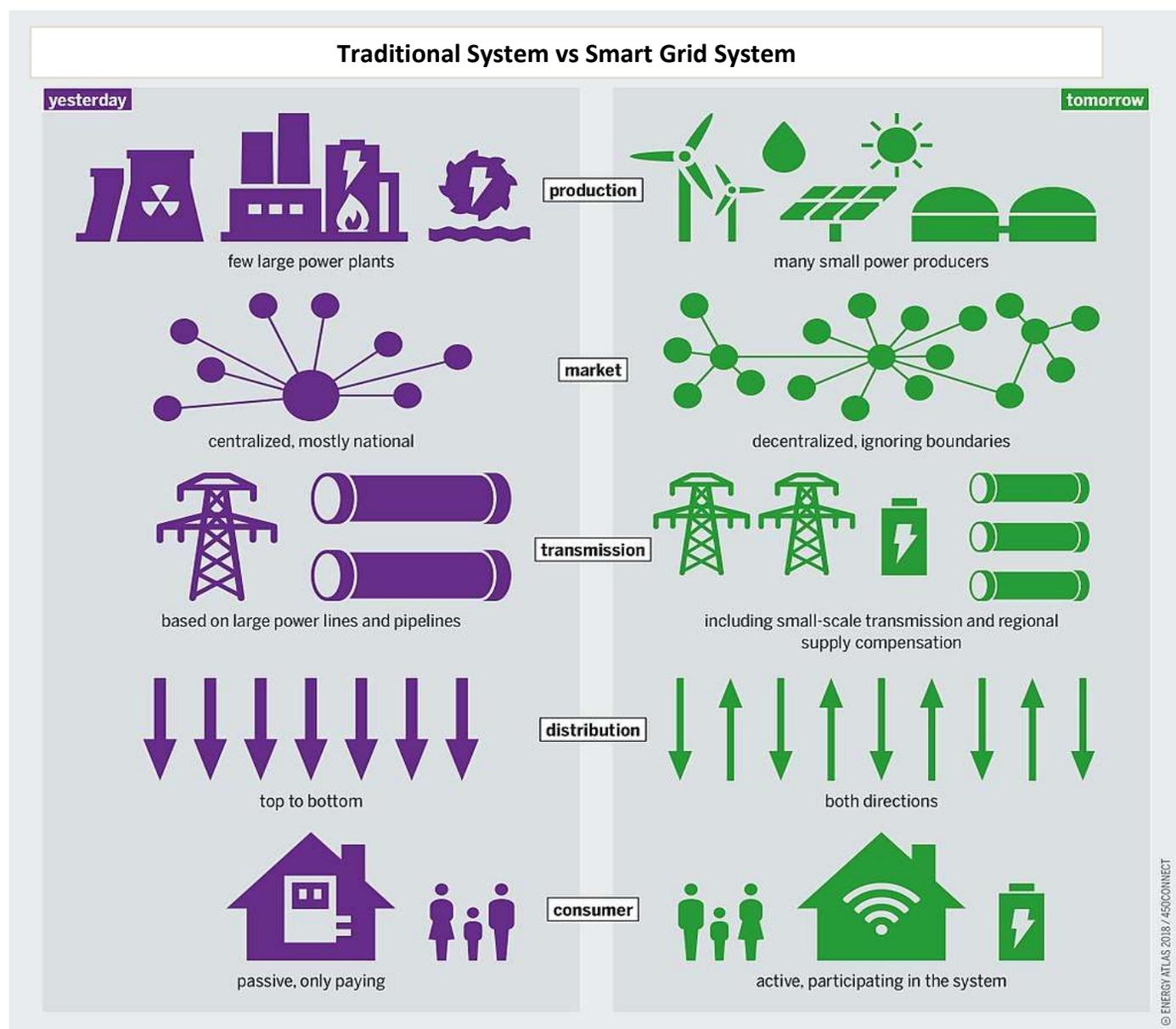
Mis à part la société CONTACT, totalement exportatrice, qui soustrait des composants automobiles pour le compte de donneurs d'ordres étrangers, toutes les sociétés du groupe SIAME ont une activité qui gravite autour de la société mère. Cette dernière est donc la locomotive de croissance du groupe réalisant 63% du chiffre d'affaires consolidé en 2020.

Depuis janvier 2017, la société SIAME a procédé au développement d'une solution intégrée de comptage intelligent « Smart METERING » dédiée au projet « smart GRID » de la STEG de nature à contribuer au développement des services à distance et à la rationalisation de la consommation. Le projet pilote est financé par l'AFD (Agence Française de développement) et estimé à 120 Millions d'euros. La première phase de ce projet qui va commencer début 2022 sur cinq zones (Sfax, Sousse, Kram, Sidi Bouzid et Béjà) consiste à installer 400 000 compteurs intelligents à l'horizon 2025. Ce réseau sera généralisé progressivement à tout le territoire au cours de la période 2025-2029, avec l'installation de près de 4 millions de compteurs. Ce projet est donc prometteur pour l'activité de SIAME. Pour rappel, son offre présentée conjointement avec la société SAGEMCOM ENERGY & TELECOM SAS, dans le cadre d'un consortium formé pour répondre au projet Smart GRID de la STEG, est en cours de dépouillement avec l'ensemble des offres reçus des différents soumissionnaires. La décision finale (offre technique et financière) n'a pas été encore annoncée mais l'ouverture des plis de l'offre financière a fait sortir que le consortium SIAME/SAGEM est le moins disant sur 3 zones. La SIAME a commencé les investissements en recherche et développement dans le cadre de ce projet depuis 2017, la partie Hardware au niveau de la société SIAME et la partie software au niveau de sa filiale I@T, l'enveloppe totale est de l'ordre de 5MD.



FOCUS « SMART GRID » : NUMERISATION DE L'ÉNERGIE

Le concept intègre les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) mettant en place une infrastructure de mesure et de comptage communicante pour la gestion d'un flux d'énergie à travers un réseau intelligent, optimisant toute la chaîne, de la production à la consommation. L'objectif principal étant l'amélioration de la qualité des services et la réduction des pertes techniques et commerciales. Cette technologie permet, aussi, une meilleure gestion de l'intégration des énergies renouvelables (EnR) et la production centralisée. À moyen et long terme, la principale perspective des « SMART GRID » est d'arriver à stocker de l'énergie. De même, le surplus d'électricité pourrait être transformé en chaleur et introduit dans les systèmes de chauffage.



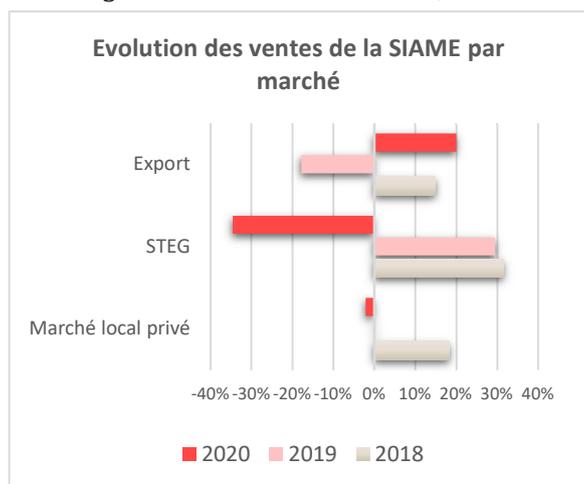
La mise en place d'un réseau « SMART GRID » s'appuie sur deux parties. L'outil de base est le compteur électrique intelligent. Ce compteur constitue une interface de communication entre le réseau électrique et le consommateur (Advanced Metric Infrastructure « AMI ») et permet de recueillir automatiquement et en continu des données sur la consommation globale d'énergie. La seconde partie comprend le système d'information (Data Management System) utilisé pour une valorisation et gestion pertinente des données.

LE GROUPE SIAME EN CHIFFRES

Les revenus consolidés du groupe « SIAME » ont totalisé au terme de l'exercice 2020, la somme de 53,9 MD (même niveau que l'année 2018) en baisse de 9% par rapport aux revenus réalisés durant l'exercice 2019, soit -5,6 MD. Les ventes à la STEG ont accusé un retard consistant de -3,4 MD ou -34,5% par rapport à l'exercice 2019 et -15% par rapport à 2018. Outre l'effet COVID, les ventes à la STEG ont été impactées par le décalage des contrats signés avec cette dernière et dont la réalisation a débuté à partir du quatrième trimestre de l'année 2020.

Par ailleurs, les ventes sur le marché local privé ont connu une stagnation aux alentours de 15 MD pour les années 2018, 2019 et 2020. La baisse des ventes sur le Marché Local Privé s'explique essentiellement par le tassement des ventes de la gamme des Disjoncteurs due à la transition de la gamme GE vers la gamme ABB. Durant cette période transitoire, la société a été contrainte de liquider en priorité, les stocks de produits GE, pour pouvoir lancer la vente des nouveaux produits ABB et éviter autant que faire se peut, les problématiques des stocks morts de GE¹.

De leur côté, les ventes à l'export ont enregistré une évolution de 2 MD soit +20,1%, par rapport à leur niveau au 2019. Cette évolution s'explique par la reprise des ventes sur le marché Irakien, dont le total a atteint au terme de l'année 2020, la somme de 6,971 MD, contre 4,241 MD en 2019 soit une évolution de +2,730 MD (+64,4%). La deuxième performance a été enregistrée sur le marché Ivoirien, avec un total des ventes de 0,907 MD contre un chiffre d'affaires nul en 2019.



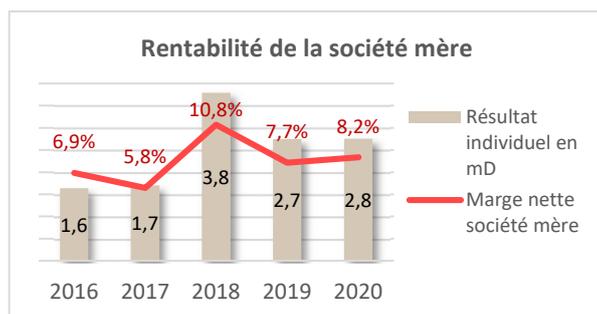
SIAME SA en MD	2017	2018	2019	2020
Marché local privé	13 223	15 646	15 696	15 374
STEG	5 841	7 684	9 954	6 517
Export	10 423	11 986	9 859	11 842

Total	29 487	35 316	35 509	33 733
-------	--------	--------	--------	--------

Le recul du chiffre d'affaires s'explique essentiellement par l'impact négatif de la crise sanitaire COVID-19 qui a impacté l'activité du groupe durant les trois premiers trimestres de 2020. Ce n'est que durant le quatrième trimestre de l'année, que le groupe a retrouvé un rythme d'activité normal, ce qui a lui 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.

Parallèlement, le groupe a perdu 0,6 MD en termes de marge brute, soit un recul de 3%. Par contre le taux de la marge brute a connu une hausse à 40,4% fin 2020 contre 32,5% et 33,6% en 2019 et 2018 respectivement. Cette amélioration est due à la stabilité des prix des matières premières durant la première moitié de l'année et l'appréciation de la parité du Dinar par rapport aux principales monnaies d'échange Euro et Dollar US. La marge d'exploitation paraît stable à 8,3% fin 2020 contre 8,2% en 2019 tandis que le solde d'exploitation a perdu 1 MD passant de 5 MD en 2019 à 4 MD fin 2020. En effet, les charges personnelles ont enregistré une hausse de 0,56 MD pour atteindre 9,5 contre 8,9 MD en 2019 représentant 18% du chiffre d'affaires contre 15% en 2019.

	2018	2019	2020
Revenus	59 322	59 577	53 953
Variation du stock de produits f	-220	-3 354	4 796
Production	59 541	62 931	49 157
Achats consommés	39 548	42 474	29 297
% de revenus	66,4%	67,5%	59,6%
Marge Brute	19 993	20 457	19 860
<i>Taux de marge brute(%)</i>	<i>33,6%</i>	<i>32,5%</i>	<i>40,4%</i>
Résultat d'exploitation (EBIT)	4 612	5 130	4 085
<i>Marge d'exploitation(%)</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,3%</i>
Résultat du Groupe	2 735	2 167	1 415
<i>Marge nette(%)</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,9%</i>



Finalement, le groupe a clôturé l'année avec un résultat en baisse de 0,7 MD à 1,4 MD, soit -35%, contre 2,2 MD fin 2019. La marge nette du groupe s'est limitée à 2,9% fin 2020.

Il est à noter que le groupe « SIAME » se caractérise par une marge nette faible ne dépassant pas les barre de 4%. Cette marge est tirée vers le bas par les filiales du groupe. En effet, la société SIAME SA réalise une marge nette nettement supérieure.

¹ Le géant suisse ABB avait annoncé en juin 2018 avoir finalisé l'acquisition de GE Industrial Solutions (GEIS), l'activité mondiale de solutions d'électrification de l'américain General Electric.

Analyse DUPOND	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
ROE²	5,0%	9,3%	9,8%	7,6%	5,0%	8,7%
Marge nette	2,8%	4,6%	3,8%	3,4%	2,9%	3,7%
Leverage	2,0	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3
Efficience des actifs	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	1,0

L'analyse DUPON du groupe montre effectivement la faible rentabilité des capitaux propres du groupe toujours en dessous des 10% avec une baisse importante en 2020 à 5%. Le groupe dégage un niveau d'efficience d'actifs adéquat notamment en raison de la vétusté relative de ses actifs immobilisés (amortis à raison de 73%). Le niveau de recours à la dette (financière et opérationnelle) est acceptable, toutefois son point faible est sa marge nette qui reste limité à 2,9% en 2020.

En MD	2016	2017	2018	2019	2020	
Actifs immobilisés	11,6	12,6	14,0	16,1	16,1	L'examen du bilan financier du groupe montre une évolution de l'actif immobilisé suite aux investissements qui ont porté essentiellement sur le développement du projet Smart Grid et qui sont inscrites dans l'actif incorporel. De son côté, le groupe gère un BFR important mais sa relative maîtrise en 2020 lui a permis de réduire son endettement net à 30% des capitaux investis ce qui démontre une structure financière saine. Les capitaux propres du groupe ont stagné sur les trois dernières années en raison de la distribution de presque la totalité des bénéfices du groupe en dividendes. Rappelons que les dividendes sont distribués sur les comptes individuels, et comme la société mère réalise des bénéfices plus importants que ceux dégagés en consolidé, le pay-out sur les comptes individuels est de l'ordre de 60%.
BFR	20,8	24,7	28,4	28,3	24,8	
Actif économique	32,4	37,4	42,4	44,4	40,9	
Capitaux Propres	25,1	27,1	28,6	28,7	28,3	
Dette Nette	7,3	10,3	13,9	15,7	12,6	
Capitaux Investis	32,4	37,4	42,4	44,4	40,9	

Nombre d'actions et BPA	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
Nombre d'actions	14 040 000	14 040 000	14 040 000	14 040 000	14 040 000	15 444 000
BPA (Groupe)	0,088	0,173	0,195	0,154	0,101	0,206
Dividende par action	0,070	0,100	0,150	0,120	0,120	0,160
Dividende distribués	983	1 404	2 106	1 685	1 685	2 471
Payout	79,30%	57,87%	76,99%	77,75%	119,06%	81,42%
Pay-out comptes individuels	60,16%	82,52%	55,52%	61,29%	61,18%	65,03%

PERSPECTIVES ET BUSINESS PLAN

L'année 2021 sera marquée par la reprise de l'activité à la normale pour le groupe. Au 30 septembre de l'année en cours, la société mère a enregistré une hausse de son chiffre d'affaires de 42% à 29,4 MD. Cette performance est essentiellement soutenue par une hausse importante des ventes locales soit +62% à 20,3 MD à fin septembre. Pareillement, le chiffre d'affaires à l'export est en hausse de 11% passant ainsi de 8,2 MD à 9 MD au 30-09-2021. Selon nos estimations, le groupe devrait clôturer cette année avec un total des revenus en hausse de 20% à 65 MD, soit 42MD estimés pour la société mère. Rappelons que suite au décalage des appels d'offres de la STEG en 2020, le carnet de commande de la société avec le fournisseur national d'électricité a totalisé 13MD en 2021, compte non tenu du projet SMART GRID. La société SIAME SA table sur un résultat net de 3,8MD soit une évolution de 38%.

Les chiffres des sociétés filiales également devront s'améliorer à partir de 2021, notamment pour CONTACT qui travaille pour des donneurs d'ordres étrangers ainsi que pour TOUTALU et I@T.

Le BP présenté dans ce rapport est estimé par nos soins. Le management du groupe n'a pas encore présenté un BP en fonction des projets en cours.

Nos hypothèses portent essentiellement sur :

- Le déploiement de la première phase du projet Smart Grid sur deux zones par le Consortium SIAME-SAGEMCOM sur la période (2022-2024) soit un supplément de revenu pour la SIAME représentant 11% de la valeur totale du projet (environ 45MD), ce qui devra générer une croissance de l'ordre de 11% en moyenne du CA STEG sur la période avec un pic en 2024 (l'essentiel du projet devra être déployé en cette année);
- Une évolution de 12% par an à l'export suite au déploiement des nouveaux produits sur les marchés de moyen orient et Afrique sub-saharienne.

² ROE (Rentabilité des Capitaux propres) = Résultat net / Capitaux propres moyens = Marge Nette (Résultat net/Chiffre d'affaires) * Efficience des actifs (Chiffre d'affaires/total des actifs moyens) * Leverage(actifs moyens/capitaux propres moyens)

- Une évolution du chiffre d'affaire local de 6% par an.
- Amélioration de la marge brute pour atteindre 35% avec l'entrée en production des nouveaux produits à forte valeur ajoutée.
- Un investissement moyen de 2 MD par an sur la période.
- Une distribution d'environ 80% des bénéfices.

Business Plan

	2020R	2021e	2022P	2023P	2024P	2025P	TCAM
Siame local	15 374	16 000	16 960	17 978	19 056	20 200	6,00%
Siame STEG	6 517	13 000	17 000	19 000	28 000	20 000	11,37%
Siame Export	11 842	13 000	14 560	16 307	18 264	20 456	12,00%
Reste du groupe	22 211	26 700	28 035	29 437	30 909	32 454	5,00%
Total	55 944	68 700	76 555	82 722	96 229	93 109	
Revenus consolidés	53 953	64 744	73 571	80 692	92 954	91 320	9,00%
Achats consommés + V de stk	34 093	42 731	48 189	52 450	60 420	59 358	
MB	19 860	22 013	25 382	28 242	32 534	31 962	
Taux de marge brut	36,8%	34,0%	34,5%	35,0%	35,0%	35,0%	34,7%
Autres charges d'exploitation	3 605	4 000	4 500	5 000	5 500	5 800	9,73%
Charges de personnel	9 492	10 000	10 800	11 880	13 068	14 375	10,00%
EBITDA	6 763	8 013	10 082	11 362	13 966	11 787	11,75%
Marge d'EBITDA	12,5%	12,4%	13,7%	14,1%	15,0%	12,9%	
Dotation aux amortissements et ii	2 678	2 700	2 800	3 000	3 300	3 000	
EBIT	4 085	5 313	7 282	8 362	10 666	8 787	16,56%
Marge d'exploitation	7,6%	8,2%	9,9%	10,4%	11,5%	9,6%	
Charges financières nettes	-2 269	-1 942	-2 207	-2 017	-2 324	-1 826	
Autres gains et pertes	233	200	200	200	200	200	
Résultat avant impôts	2 048	3 571	5 275	6 545	8 542	7 161	
Impôts sur les sociétés	633	536	791	982	1 281	1 074	
Résultat Net	1 415	3 035	4 484	5 563	7 261	6 087	
Marge nette	2,6%	4,7%	6,1%	6,9%	7,8%	6,7%	

Comme le groupe un niveau important de charges fixes, sa rentabilité devra s'améliorer avec l'évolution du chiffre d'affaires pour atteindre une marge nette moyenne de 7,6% dur la période 2023-2025.

Bilan simplifié

	2020R	2021e	2022P	2023P	2024P	2025P	TCAM
Actifs immobilisés	16 135	15 435	14 635	13 635	12 335	11 335	
BFR	24 803	24 855	26 148	26 961	28 178	28 461	
Actif économique	42 418	40 290	40 783	40 596	40 513	39 796	
Capitaux Propres	28 309	29 659	31 672	33 374	36 002	36 683	
Dette Nette	12 629	10 631	9 111	7 222	4 512	3 113	
Capitaux Investis	42 418	40 290	40 783	40 596	40 513	39 796	

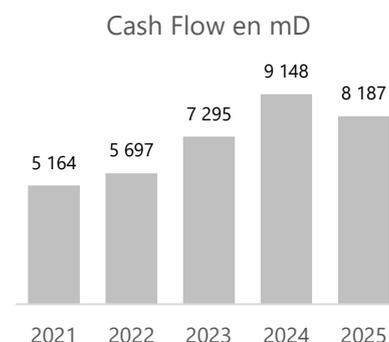
	2020R	2021e	2022P	2023P	2024P	2025P	TCAM
Investissement groupe	2 265	2 000					

	2020R	2021e	2022P	2023P	2024P	2025P	TCAM
Distribution de dividendes							
Pay-out	119%	81%	86%	83%	68%	81%	
Bénéfice par action (EPS)	0,101	0,206	0,290	0,360	0,470	0,394	17,6%
Dividende	1 685	2 471	3 861	4 633	5 405	4 942	
Par action	0,120	0,160	0,250	0,300	0,320	0,320	21,7%
Nombre d'actions	14 040 000	15 444 000	15 444 000	15 444 000	15 444 000	15 444 000	

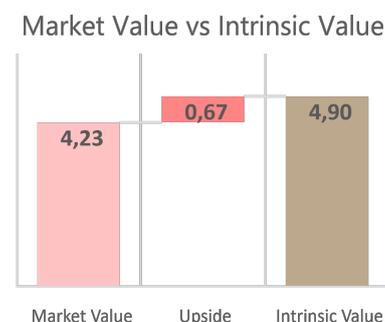
VALORISATION

La méthode standard pour l'évaluation des entreprises qui ont un potentiel de croissance est la méthode de l'actualisation des flux futurs qui reviennent à l'entreprise (Discounted Cash-Flow *to firm* -DCF-). Cette méthode consiste à l'actualisation des flux prévisionnels sur cinq ans puis la détermination d'une valeur terminale à la date N. Notre modèle de calcul de la valeur terminale repose sur une moyenne de deux méthodes : (1) l'actualisation à l'infini d'un flux normatif ; et (2) l'utilisation d'un multiple d'EBITDA prévisionnel pour l'estimation de la valeur terminale à la date N.

Assumptions		Terminal Value	
Tax Rate	15%	Perpetual Growth	86 896
Discount Rate	11% ³	EV/EBITDA	94 298
Perpetual Growth Rate	1,5%	Average	90 597
EV/EBITDA Multiple	8,0x		
Current Price	4,23		
Shares Outstanding	15 444 000	Rate of Return	
Debt	12 000	Target Price Upside	16%
Capex	(2 000)	Internal Rate of Return (IRR)	12%



Intrinsic Value		Market Value	
Enterprise Value	87 717	Market Cap	65 328
Plus: Cash	-	Plus: Debt	12 000
Less: Debt	12 000	Less: Cash	-
Equity Value	75 717	Enterprise Value	77 328
Equity Value/Share	4,90	Equity Value/Share	4,23



Par ailleurs, l'utilisation d'un multiple d'EBITDA de 8 fois en 2025 repose sur une étude de la valorisation historique du groupe par ce multiple. En effet, le groupe a historiquement affiché un multiple d'EBITDA de 8 fois en moyenne sur les périodes où les investisseurs n'anticipent pas une croissance des résultats, et 10 fois en moyenne sur les périodes où une forte croissance est anticipée (2019-2021). Nous avons estimé que ce multiple devra revenir à un niveau de 8 fois à l'horizon 2025 (voir annexe 4). Pour le taux de croissance à l'infini nous avons choisi 1,5% (au lieu de 1% habituellement) afin de refléter la croissance sur la période (2025-2030) qui devra être supérieure à la croissance perpétuelle vu les perspectives de déploiement du projet SMART GRID sur le reste du territoire national.

Cette méthode dégage une valeur de 4D900 par action soit un potentiel de croissance de 16% par rapport au cours actuel. Une étude de la sensibilité de la valorisation aux principales hypothèses du BP et aux paramètres de l'évaluation nous fait ressortir les résultats suivants :

		Croissance du CA					Béta				
		8%	10%	12%	14%	16%	0,4	0,6	0,8	1,0	
Taux de marge brute	34,0%	3,8	4,1	4,5	4,8	5,2	4,9	4,7	4,5	4,3	
	34,5%	4,0	4,3	4,7	5,0	5,4	5,1	4,8	4,6	4,4	
	35,0%	4,2	4,5	4,9	5,3	5,6	5,2	4,9	4,7	4,4	
	35,5%	4,4	4,8	5,1	5,5	5,9	5,3	5,0	4,8	4,5	
	36,0%	4,6	5,0	5,3	5,7	6,1	5,5	5,1	4,9	4,6	
Taux croissance à l'infini	0,5%	4,9	4,7	4,5	4,3		4,9	4,7	4,5	4,3	
	1,0%	5,1	4,8	4,6	4,4		5,1	4,8	4,6	4,4	
	1,5%	5,2	4,9	4,7	4,4		5,2	4,9	4,7	4,4	
	2,0%	5,3	5,0	4,8	4,5		5,3	5,0	4,8	4,5	
	2,5%	5,5	5,1	4,9	4,6		5,5	5,1	4,9	4,6	

³ Coût moyen pondéré du capital (WACC) de 11%, calculé selon les paramètres suivants : (1) un béta de marché de 0,6 déterminé selon la méthode historique en se basant sur des revenus mensuels sur cinq ans, tout en vérifiant sa cohérence avec un béta sectoriel reconstitué ; (2) une prime de risque de marché actions de 5% ; (3) un taux sans risque de 9,2% dégagé à partir de la courbe de taux des bonds de trésor pour un horizon de placement de 10 ans ; et (4) une structure de dettes représentant 30% du capital.

VALORISATION

La deuxième méthode qui nous paraît adéquate pour évaluer cette valeur est la méthode de l'actualisation des dividendes futures. En effet, le groupe SIAME a toujours distribué des dividendes même dans les périodes difficiles (année 2020 et pandémie du COVID-19). Aussi, la stratégie du groupe en matière de distribution est généreuse.

Nous avons estimé pay-out de 80% sur la période du business plan. Compte tenu de l'évolution des bénéfices, les dividendes devront passer de 0D120 en 2020 à 0D320 en 2025, soit un taux de croissance annuel moyen de 21%.

Par ailleurs, à la fin de la période du business plan nous avons déterminé la valeur terminale selon deux méthodes :

- La première étant un multiple d'EBITDA de 8 fois, qui nous fait ressortir une valeur par action à la date N=5 de 5D900.
- La deuxième est la méthode de l'actualisation des dividendes à l'infini avec une période de transition du taux de croissance des dividendes de 5 ans vers le taux long terme estimé à 3,2%⁴ (H-model⁵).

Assumptions						
Short term growth rate	21%	5years				
Long term growth rate	3,2%					
Cost of equity	12,20%					
		2021e	2022P	2023P	2024P	2025P
		1	2	3	4	5
Discounted Dividend		0,143	0,199	0,212	0,202	0,180
Terminal value (EBITDA multiple)						94 298
						Terminal value per share
Value / share (1)	4,3					5,93
Value / share (H-model) (2)	3,9					5,25

La combinaison de ces deux méthodes nous donne une valeur moyenne de 4D100 par action. Par ailleurs nous avons retenu comme prix cible la valeur dégagée par la méthode DCF soit **4D900**.

Conclusion :

Depuis l'annonce de l'appel d'offres de la STEG pour le projet SMART GRID en fin 2019, le titre SIAME s'est envolé pour passer de 3D000 en octobre 2019 à 4D000 en début de 2020. Avec la crise COVID et les décalages de l'appel d'offre le titre a de nouveau baissé au cours de l'année 2020 pour revenir à un niveau de 3D200-3D500. Ensuite, depuis décembre 2020 et avec la reprise de l'appel d'offre, et son dépouillement, le titre est revenu à un niveau de 4D00 l'action avec un pic de 4D500 en mai 2021. En effet, la réalisation du projet SMART GRID est un élément crucial dans les perspectives d'avenir de ce groupe. Cette réalisation devra non seulement améliorer la rentabilité du groupe mais aussi augmenter son potentiel de croissance à l'export. **Rappelons que notre valorisation repose sur la réalisation de ce projet et du leadership du groupe accompagné d'un partenaire étranger (SAGEMCOM) et d'une offre financière compétitive.** Ceci dit, nous pensons que le titre devra atteindre le niveau de 4D900-5D000 dès la concrétisation du projet. Il est actuellement valorisé à 21 fois son bénéfice estimé de 2021 et à 14 fois son bénéfice de 2022. Sont rendement de dividendes pour l'année 2021 est estimé à 3,8%. **Nous recommandons l'achat du titre pour un horizon moyen et long terme.**

⁴ L'estimation du taux de croissance à long terme des dividendes repose sur la formule suivante : $g_{Long} = (1 - \text{pay-out}) * ROE$, avec un ROE cible à long terme (la moyenne des ROE sur la période (2022-2025)) pour la SIAME de 16%.

⁵ Fuller et Hsia (1984) ont développé une variante du modèle d'actualisation des dividendes en deux étapes dans laquelle la croissance commence à un rythme élevé et diminue linéairement tout au long de la période de croissance supranormale jusqu'à ce qu'il atteigne un taux normal à la fin. La valeur du flux de dividendes dans le modèle H est $V = (D(1+gl) + D*H*(gs-gl)) / (r-gl)$. Avec V= valeur par action, D= dividende par action, gl= taux de croissance long terme, gs : taux de croissance court terme et H = la moitié de la période de transition.

GROUPE SIAME

Raison sociale	Activité principale	% de contrôle	Méthode de consolidation	Chiffre d'affaires		Résultat net		Marge nette	
				2020	2019	2020	2019	2020	2019
	L'activité de la société consiste en la fabrication et la commercialisation de matériel et d'appareillage électroniques (compteurs, disjoncteurs, tableaux d'éclairages, accessoires de ligne, lampes économiques ect.) et généralement, le développement de solutions de comptage évoluées.	100,00%	IG	33 734	35 509	2 754	2 749	8%	8%
	SARL ayant un capital de 2.810.000 Dinars, 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.	100,00%	IG	13 467	15 784	858	720	6%	5%
	SA, créée en 2007 et ayant un capital de 2 800 000 Dinars. Elle 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.	81,47%	IG	2 906	2 015	24	-115	1%	-6%
	SARL ayant un capital de 1 000 000 Dinars, créée en 1999, ayant pour objet la commercialisation de matériel électrique et électronique fabriqués par la « SIAME » ainsi que les produits complémentaires de gamme, importés de chez le partenaire du groupe la société ABB.	80,00%	IG	1 224	2 439	-947	-273	-77%	-11%
	SA, au capital de 1.000.000 de Dinars. La « SITEL » 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 ;	59,77%	IG	1 319	2 277	-620	-651	-47%	-29%
SIAME INT	SARL, créée en 2009, ayant un capital de 150 000 Dinars. L'objet de cette société est de répondre aux besoins des clients à l'export de la « SIAME », en produits complémentaires non fabriqués par la « SIAME » et ses filiales.	99,99%	IG	1 807	983	156	90	9%	9%
IAT	SA créée en 2017 avec un capital initial de 300 000 Dinars, Le capital a été augmenté en 2018 de 500 000 Dinars par un apport en numéraire, pour le porter à 800 000 Dinars. La 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.	50,00%	IG	1 142	1 634	-502	191	-44%	12%
MEDIKA-TECH	SARL, créée en Septembre 2018, ayant un capital de 100 000 TND. Elle 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.	51,00%	IG	346	40	23	-26	7%	-66%
IAT Europe	SARL, créée en Juin 2019, implantée en France et ayant un capital de 20 000 Euro. Elle exerce dans le domaine de services et conseils en matière informatique, électronique, logiciels, marketing, publicité, gestion, fiscalité, finances, stratégie d'entreprise, juridique, l'audit et l'expertise des systèmes informatiques.	95,00%	IG	29	-	-6	-	-21%	-

GROUPE IPS

Le Groupe SIAME fait partie d'un groupe de sociétés leader sur le marché tunisien des produits sidérurgiques. Les trois sociétés **INTERMETAL**, **PROSID** et **SNCI** sont la locomotive du groupe privé tunisien **IPS** composé de 47 sociétés.

Tout a commencé avec la **SNCI** (Société Nouvelle de Coupe Industrielle) en 1990 avec un capital de 180.000 DT. Aujourd'hui, la société a un capital social de 21 400 000 DT et assure la fabrication d'une dizaine de familles de produits sidérurgiques. **PROSID** a été par la suite créée en 1992 pour assurer une présence congruente sur la zone nord de la Tunisie et a constitué un premier pas dans le développement du groupe.

La gamme de produits commercialisée par **PROSID** s'est diversifiée au fil des années et englobe actuellement non seulement les produits plats mais aussi les produits longs et tous les produits sidérurgiques en général y compris les aciers spéciaux.

En 1998, **INTERMETAL**, unique producteur de Fer Marchand en Tunisie, fut racheté par les deux sociétés **SNCI** et **PROSID** afin de développer davantage l'industrie sidérurgique dans le pays et au sein du groupe.

Par la suite, le groupe s'est ouvert à l'international pour développer l'exportation de ses produits. C'est ainsi que la Société **CAPROMET** fut créée en 2003 à Annaba pour la commercialisation des produits sidérurgiques, suivie de 4 autres sociétés en Algérie en 2010. En France, le groupe s'est installé depuis 2005 avec l'acquisition de 4 sociétés spécialisées dans la métallurgie.

En parallèle le groupe **IPS** s'est diversifié en Tunisie à d'autres secteurs par :

- L'acquisition du Groupe **SIAME** en 2009, spécialisé dans le domaine électrique.
- Création de L'immobilière Contemporaine en 2009 pour la promotion immobilière.
- La création de la société de transport maritime **METALSHIP** en 2007.
- L'acquisition de la société **INTERCHAUX** à Thala en 2006 spécialisée dans la production de chaux.
- L'acquisition de l'intermédiaire en Bourse **TSI** en 2006.

CHIFFRES CLÉS DU GROUPE :

- Nombre de sociétés en 2020 : 47 sociétés
- Chiffre d'Affaires Cumulé en 2020 : 1091 MDT
- Nombre d'employés : 3 000 personnes
- Pays d'implantation : Tunisie, Algérie, France
- % du Chiffre d'Affaires réalisé à l'International : 30%

PRODUITS SIAME

ACCESSOIRES DE LIGNE



Connecteur BT
Perforation d'isolant CPA25



Connecteur BT
Perforation d'isolant CPA70



Connecteur BT
perforation d'isolant CPL95

CIRCUIT BREAKER DISJONCTEURS MODULAIRES



Disjoncteur Serie EP60



Disjoncteur Serie EP100



Disjoncteur Serie EP250

SOLUTION DE COMPTAGE



Compteur Triphasé MT34
Optique



Compteur Triphasé MT340
EURIDIS



Compteur Triphasé BT
T34B



Compteur Monophasé BT
E967C

ECLAIRAGE



Lampe Economique E27-
26W



Lampe Economique E27-
24W



Lampe Economique E27-
20W

SIAME	2017	2018	2019	2020	Estimation 2021
Ratios et Agrégats Financiers (Statistics and Financial Ratios)					
<i>Cours au 31/12</i>	2,400	2,540	4,130	4,090	4,230
<i>Capitalisation Boursière (MD)</i>	33,7	35,7	58,0	57,4	65,3
Ratios de valorisation (Valuation Ratios)					
P/E	13,89	13,04	26,76	40,58	21,53
P/S	0,68	0,60	0,97	1,06	1,01
P/B	1,24	1,25	2,02	2,03	2,20
P/FCF	-13,71	-10,54	52,48	12,88	14,52
Dividend yield	4,2%	5,9%	2,9%	2,9%	3,8%
Market Cap (Millions de Dinars)	33,7	35,7	58,0	57,4	65,3
EV (Millions de Dinars)	44,0	49,5	73,6	70,1	77,3
EV/S	0,89	0,83	1,24	1,30	1,19
EV/EBIT	9,29	10,74	14,36	17,15	14,56
EV/EBITDA	6,7	6,8	9,5	10,4	9,7
Ratios de Rentabilité (Profitability Ratios)					
ROE (<i>Rentabilité des Capitaux propres</i>)	9,3%	9,8%	7,6%	5,0%	10,5%
ROA (<i>Rentabilité des Actifs</i>)	4,2%	4,1%	3,3%	2,2%	4,7%
ROIC (<i>Rentabilité des capitaux investis</i>)	10,9%	9,3%	9,1%	6,9%	9,7%
ROCE (<i>Rentabilité de l'actif économique</i>)	14,6%	12,3%	12,1%	9,2%	13,0%
CROIC (<i>Cash Return On invested Capital</i>)	-7,6%	-9,1%	2,6%	10,1%	11,0%
GPA (<i>Gross Profitability to Assets</i>)	27,6%	30,3%	30,8%	30,7%	33,8%
Ratios de Solvabilité (Solvency Ratios)					
Liquidité générale (<i>Current Ratio</i>)	1,5	1,5	1,4	1,4	
Liquidité réduite (<i>Quick Ratio</i>)	0,7	0,6	0,7	0,8	
Liquidité Immédiate (<i>Cash Ratio</i>)	0,1	0,1	0,1	0,2	
Ratio Intervalle Défensif (<i>Defensive Interval Ratio</i>)	247,8	218,2	185,5	291,2	
Ratio de conversion de cash (<i>Cash Conversion Ratio</i>)	157,6	162,2	189,5	229,1	
Dette Nette / Capitaux Propres	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
Debt to Equity Ratio	0,5	0,7	0,7	0,7	
Debt to Asset Ratio	0,2	0,3	0,3	0,3	
Debt to Capital Ratio	0,3	0,4	0,4	0,4	
Financial Leverage Ratio	2,3	2,4	2,2	2,3	
Interest Coverage Ratio	1,9	1,9	2,0	1,8	
Ratios Opérationnels (Activity Ratios)					
Rotation des Stocks (Inventory Turnover)	1,9	1,7	1,9	1,6	
En jours (Days of Inventory On Hand - DOH-)	192	213	195	233	
Rotation de clients (Receivable Turnover)	2,8	3,2	3,1	2,7	
En jours (Days of Sales Outstanding - DSO-)	130	114	116	133	
Rotation des fournisseurs (Payables Turnover)	2,2	2,2	3,0	2,7	
en jours (Number of days payables)	164	164	122	137	
Rotation du BFR (Working Capital Turnover)	2,2	2,2	2,1	2,0	
Rotation des actifs Immobilisés (Fixed Assets Turnover)		4,1	4,4	4,0	3,4
Rotation des actifs (Total Assets Turnover)	0,9	0,9	0,9	0,8	
Marges					
Taux de Marge Brute (Gross profitability Margin)	31,1%	33,6%	32,5%	40,4%	34,0%
Marge d'EBE (EBITDA Margin)	12,8%	12,3%	12,3%	13,8%	12,0%
Marge d'exploitation (EBIT Margin)	9,3%	7,7%	8,2%	8,3%	8,0%
Marge Nette (Net profitability Margin)	4,6%	3,8%	3,4%	2,9%	4,5%

LEXIQUE

MB : marge brute | MD : Millions de dinars | mD : milliers de dinars

RBE : Résultat brut d'exploitation

CA : chiffre d'affaires

BP : Business Plan

GUIDE DES RECOMMANDATIONS :

Recommandation des valeurs

Achat : le rendement espéré devra **augmenter plus de 10%** sur les prochains 12 mois.

Conserver : le rendement espéré devra être entre -10% et 10% sur les 12 mois prochains.

Vendre : Le rendement espéré devra **chuter plus de 10%** sur les prochains 12 mois.

Recommandation des secteurs

Sur pondérer : Les valeurs du secteur, pondérés par leur capitalisation boursière, ont globalement une recommandation positive.

Neutre : Les valeurs du secteur, pondérés par leur capitalisation boursière, ont globalement une recommandation neutre.

Sous pondérer : Les valeurs du secteur, pondérés par leur capitalisation boursière, ont globalement une recommandation négative.

Détection de conflit d'intérêts potentiels

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité
Non	Non	Non	Oui⁶	Non

Avertissement

Ce document a été préparé seulement pour information, il est destiné pour les clients de COFIB CAPITAL FINANCES. Ce document est confidentiel et destiné à une circulation interne et privée, il ne doit pas être reproduit, distribué et publié en totalité ou en partie sans le consentement préalable écrit de COFIB CAPITAL FINANCES.

Ce document a été préparé par ses auteurs, indépendamment de la Société. COFIB CAPITAL FINANCES n'a aucune autorité pour donner des renseignements ou faire aucune représentation ou garantie au nom de la Société ou toute autre personne à cet égard. En particulier, les opinions, estimations et prévisions exprimées sont uniquement celles des auteurs des présentes.

Ce document est basé sur les informations que nous considérons fiables, mais COFIB CAPITAL FINANCES ne fait aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, quant à l'équité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la vraisemblance de l'information, des opinions et projections contenues dans ce document. Les opinions, estimations, projections y exprimées sont à compter de la date des présentes et sont sujets à changement sans préavis.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Toute recommandation apportée par ce document peut contenir des risques importants et ne peut pas être convenable à tout type d'investisseurs. Ces derniers sont invités à faire leur propre décision d'investissement selon leurs propres objectifs d'investissement, situation financière et besoins spécifiques. Une consultation d'experts en investissement financier peut être nécessaire.

COFIB CAPITAL FINANCES n'assume aucune responsabilité pour toute perte liée à l'utilisation de ce document ou son contenu, ou qui pourraient en résulter. COFIB CAPITAL FINANCES, ses directeurs, associés et collaborateurs peuvent avoir des positions ou des intérêts dans toute valeur mobilière ou instrument financier mentionné dans ce rapport.

Département Analyses et recherches :

Jihene JARRAYA BORGHI

Head of Research

jihene.borgi@capfinance.tn

Mohamed Dhieb BJELOUI

Analyste financier Junior

mohamed.bjaoui@capfinance.tn

COFIB CAPITAL FINANCES

Intermédiaire en Bourse

25 Rue Dr Calmette, Cité Mahrajène – 1082 Tunis

Tel : +216 71 144 500 Fax : +216 71 843 778

www.capfinance.tn

⁶ Pour s'assurer que notre business plan est en cohérence avec les perspectives réelles de la société, nous avons envoyé le BP au management pour commentaires. Par ailleurs, le management n'a aucune influence sur les résultats et les conclusions de notre étude.