

ETUDE
**SMART TUNISIE : DES
HORIZONS DE
CROISSANCE PLUS
ÉLARGIS GRÂCE À LA
CARTE SAMSUNG**

I. Présentation du groupe

Le groupe SMART est constitué d'une société mère SMART TUNISIE et de cinq filiales (PROLOGIC, ACT, SIMOP, AZUR COLORS et SMART INK), opérant dans le secteur informatique à savoir le commerce de gros et de détail de matériels informatiques et d'impression, de logiciels, de la maintenance et de la vente des accessoires et consommables informatiques.

Depuis sa création, en 1985, le groupe SMART a opté pour une stratégie de développement agressive en diversifiant son offre pour commercialiser et représenter une trentaine de marques internationales. Aujourd'hui les produits de SMART peuvent être regroupés en cinq 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 commercialisées sont EPSON, HP et CANON. Sur cette ligne de métier, SMART est leader en Tunisie avec une part de marché de 38%.

3) Solutions et Software (ou Enterprise) : Vente de logiciels et de suites de solutions pour la productivité, la sécurité et le cloud. Parmi les marques représentées, on cite HPE, DELL EMC, FORTINET et HUAWEI.

4) Téléphonie Mobile : Activité nouvelle 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 compte enrichir d'avantage son offre de produit en représentant de nouvelles marques. On trouve aujourd'hui dans le portefeuille de SMART les marques HUAWEI, TECNO, LOGICOM, VIVO, HONOR et SAMSUNG.

5) Électroménager : Dernier né du groupe, cette activité a été lancée au début de l'année en cours par la signature d'un contrat de partenariat à titre non exclusif avec la société « WHIRLPOOL EMEA S.R.L », leader mondial des produits de gros électroménager, pour distribuer la marque italienne ARISTON en Tunisie. Dans cette ligne de métier, SMART compte distribuer une large gamme de produits comme les réfrigérateurs, les congélateurs, les lave-linges, sèche-linges, lave-vaisselles et les produits encastrables comme les hottes aspirantes, les fours et les plaques de cuisson.

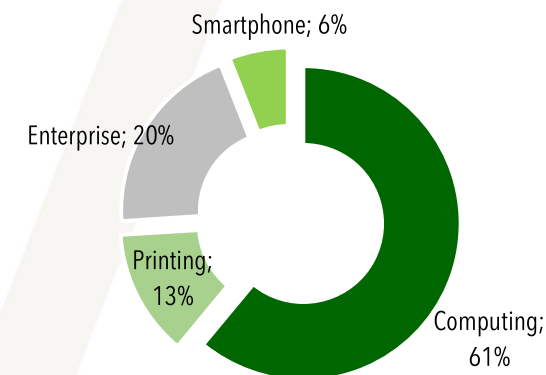
II. Faits et éléments saillants au 30 juin 2023*

L'exercice 2023 s'annonce difficile pour SMART TUNISIE. C'est ce qui ressort de la lecture des états financiers de la société mère au 30 juin 2023. Il semblerait que le contexte économique international et national difficile ait rejailli sur les performances opérationnelles du leader de la distribution de l'IT en Tunisie. Inflation, pénurie de composants, baisse des investissements et glissement du dinar ont encouragé un allongement du cycle de remplacement du matériel informatique et entraîné un repli de la demande.

Sur la première moitié de 2023, les ventes de la société mère ont reporté une croissance timide de 1,7 % à 158,6 Mdt. La baisse de l'activité historique (Computing) a été compensée par la croissance des activités solutions d'entreprise et téléphonie. Il est important de signaler qu'il s'agit d'un contexte international et que n'eût été la diversité des métiers de la société, l'activité globale aurait pu être plus impactée par la conjoncture.

Actionnariat (au 28.04.2023)	
Famille ESSAFI	33,5%
M. Mahmoud BOUDEN	24,7%
M. Mohamed Taoufik BEN KHEMIS	14,3%
Autres actionnaires	27,4%

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



« Sur le premier semestre 2023, n'eût été la diversité des métiers de la société, l'activité globale aurait pu être plus impactée par la conjoncture »

* Notre analyse financière se limite aux états financiers individuels vu que SMART ne publie pas des comptes consolidés intermédiaires au 30 juin 2023. Notons que la société mère concentre, à fin 2022, plus de 90% du chiffre d'affaires de l'ensemble du groupe SMART.

Par ailleurs, SMART a accusé une légère dégradation de sa rentabilité d'exploitation. Le taux de marge brute s'est rétracté de 0,8 point de pourcentage à 14 % au 30 juin 2023 par rapport au premier semestre 2022. Plus voulue que subie, cette baisse est due à la politique de la société de réduction des prix afin de redresser ses niveaux de stocks.

De même, la marge d'EBITDA a été pénalisée par l'élargissement des frais généraux (+10,9 % à 6,6 MDt). Cette dernière a enregistré sur le premier semestre de l'année écoulée une baisse de 1,1 point de pourcentage à 9,9 %. Dans le même ordre d'idées, l'EBITDA a reculé de 8,6 % à 15,7 MDt.

Outre la détérioration de sa rentabilité d'exploitation, la rentabilité nette de SMART a été pénalisée par le maintien de ses charges financières à des niveaux élevés (à 6,5 MDt). En effet, malgré un contexte de change plus clément comparativement au premier semestre 2022 générant une régression des pertes nettes de change (ses dernières sont passées de 4 MDt au S1 2022 à 2,1 MDt au terme du S1 2023), la société a souffert du contexte haussier des taux qui a prévalu en 2023 (une hausse des charges d'intérêt de 70,9 % à 4,4 MDt). SMART termine, in fine, les six premiers mois de 2023 sur une régression du résultat net de 10,1 % à 8,4 MDt.

La baisse du besoin en fonds de roulement comparativement au premier semestre 2022 a été l'évènement le plus marquant de la première moitié de 2023. Exprimé en jours de chiffre d'affaires, le BFR est passé de 133 jours au 30 juin 2022 à 117 jours au 30 juin 2023. La baisse du BFR a permis à la société de moins recourir au levier financier. C'est, ainsi, que la dette nette de la compagnie s'est pliée de 9 % à 64,8 MDt, soit un gearing de 69 % au 30 juin 2023; un niveau d'endettement appréciable qui permet d'extérioriser les cash-flows et de rémunérer généreusement les actionnaires.

III. Perspectives de développement et prévisions 2023-2025

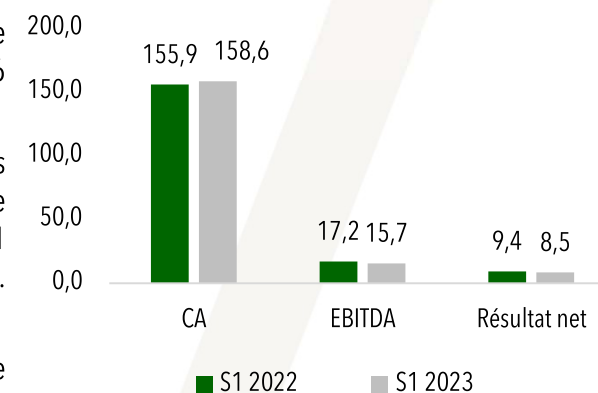
La stratégie du groupe SMART, que le management compte déployer sur les prochaines années, s'articule autour de trois grands axes de développement :

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. Le groupe SMART Tunisie est parvenu, fin 2023, à signer un accord de partenariat avec le géant mondial SAMSUNG ELECTRONICS pour distribuer les smartphones et les tablettes de la marque SAMSUNG en Tunisie. Avec ce nouveau partenariat, l'activité téléphonie mobile de SMART se compose ainsi des marques HUAWEI, TECNO, LOGICOM, VIVO, HONOR et SAMSUNG. **En signant un contrat de distribution avec le n°2 mondial des smartphones, SMART TUNISIE décroche le jackpot et consolide sa stratégie de One-Stop-Shop dans l'activité téléphonie mobile.** Le partenariat avec la marque sud-coréenne lui permettrait, de plus, de palier à la baisse des ventes de la marque chinoise HUAWEI sur fond de 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.

Le management de SMART TUNISIE s'active sur tous les fronts afin de poursuivre sa stratégie de diversification d'activités et de marques distribuées lui permettant de renforcer sa présence, de s'adapter aux tendances du marché et aux nouvelles demandes des clients et d'offrir un large éventail de produits. C'est en ce sens que le groupe compte enrichir son offre de produits et de marques représentées dans l'activité naissante de l'électroménager. **En effet, après ARISTON, l'équipe de direction compte cibler la représentation d'autres marques dans les prochaines années pour s'introduire sur les segments des téléviseurs et des climatiseurs.**

Evolution des principaux agrégats de l'état de résultat individuel (en MDt)



Chiffres en MDt	Chiffres consolidés			Chiffres individuels	
	2020	2021	2022	2022	S1 2023
Fonds propres	52,0	96,3	97,7	97,9	93,9
ROE	21,2%	21,0%	18,5%	18,4%	-
Dette nette	29,0	39,2	119,8	49,2	64,8
Gearing (x)	55,7%	40,7%	122,7%	50,2%	69,0%
BFR total (En jours de CA)	63	70	116	85	117
Payout %	70,1%	84,7%	68,1%	68,1%	-

« Le management de SMART TUNISIE s'active sur tous les fronts afin de poursuivre sa stratégie de diversification d'activités et de marques distribuées lui permettant de renforcer sa présence, de s'adapter aux tendances du marché et aux nouvelles demandes des clients et d'offrir un large éventail de produits »

iii/ Développer le volet logistique sur le court et moyen terme à travers la finalisation de l'extension du siège qui devrait entrer en exploitation en 2024 et la création d'une plateforme logistique (après 2025) pour les besoins du groupe que pour les besoins d'entreprises tierces. A noter que l'extension du siège devrait permettre à SMART de tripler la capacité de stockage et de doubler l'espace de représentation des marques (passage de 30 box à 65 box).

L'extension du siège qui fait aussi office d'espace d'exposition et de stockage permettrait d'attirer plus de marques et améliorer les capacités logistiques du groupe.

2023 s'annonce comme l'année de l'atterrissage en douceur pour le groupe SMART TUNISIE. L'environnement opérationnel difficile et le contexte inflationniste devraient impacter le niveau d'activité et la rentabilité. Au-delà de 2023, la donne devrait, cependant, changer. Le groupe devrait remonter la pente et atteindre des niveaux de rentabilité plus élevés. La carte SAMSUNG sera sans doute l'atout majeur de la société pour monter en gamme, gagner des parts de marché et surmonter la morosité ambiante. Nous estimons que la carte SAMSUNG devrait avoir un effet plein sur les réalisations de l'exercice 2024 avec un chiffre d'affaires prévisionnel additionnel de 55 MDt.

Ainsi, et sur la base d'hypothèses conservatrices, nous tablons sur la période 2023-2025 sur:

- une croissance moyenne du chiffre d'affaires consolidé de 7,1 % pour atteindre 444 MDt à l'horizon 2025 ;
- une progression de l'EBITDA de 5,9 % en moyenne sur la période prévisionnelle ;
- une hausse annuelle moyenne du résultat net part du groupe de 8,8 % sur la période du business plan pour s'établir à 23,3 MDt d'ici 2025.

IV. Comportement boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

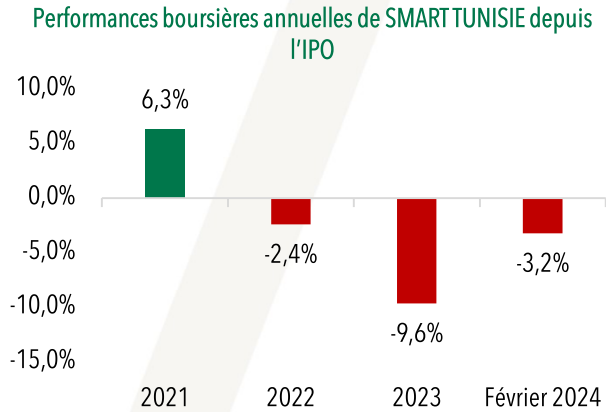
Malgré l'annonce d'un programme d'augmentation de capital par incorporation des réserves à réaliser en deux tranches sur la période 2023-2024 (une attribution gratuite d'actions nouvelles en 2023 à raison d'une action nouvelle pour cinq anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2023 et une attribution gratuite d'actions nouvelles en 2024 à raison d'une action nouvelle pour six anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2024), le titre SMART TUNISIE n'a pas réussi à se démarquer en Bourse en 2023 (une contreperformance de -9,6 %). Depuis le début de l'année en cours, le titre s'est bien défendu, affichant une glissade de -3,2 %.

Avec une capitalisation de 138,8 MDt, le titre traite à des multiples de valorisation de 6,8 x les bénéfices et de 5 x l'EBITDA estimés de 2024. Un niveau de valorisation tentant dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, SMART offre un rendement en dividende attractif et récurrent (un dividend yield 2024^e de 11,3 %).

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 environ 40 ans d'expérience dans le domaine IT ;
- 2) Un business model innovant avec un portefeuille d'environ 30 marques représentées, et une séparation multimarque (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 (un payout de 68,1 % en 2022) ;
- 4) Une vision globale grâce à un système d'information performant ;

« La carte SAMSUNG sera le point focal dans la stratégie du groupe SMART. Elle lui permettrait de monter en gamme, de conforter son leadership et d'atteindre des niveaux de rentabilité plus élevés »



Indicateurs Clefs 2024e (MDt)*	
Enterprise Value	220,7
Capitalisation boursière	138,8
P/E	6,8x
VE/EBITDA	5,0x
Dette nette/ VE	37,1%
Dividend yield	11,3%
Dividende par action 2022	1,700 Dt

* Chiffres au 29 février 2024.

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

Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur l'action SMART TUNISIE.

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

Business Plan consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2020	2021	2022	2023e	2024p	2025p
Chiffre d'affaires	266,2	316,3	361,6	365,2	409,0	443,8
<i>Progression</i>	-	18,8%	14,3%	1,0%	12,0%	8,5%
Marge brute	35,6	54,3	63,5	60,3	70,4	77,2
<i>Progression</i>	-	52,5%	16,9%	-5,1%	16,8%	9,8%
Taux de marge brute	13,4%	17,2%	17,6%	16,5%	17,2%	17,4%
EBITDA	26,0	34,6	41,2	36,7	44,3	48,9
<i>Progression</i>	-	33,1%	19,2%	-10,9%	20,7%	10,4%
Marge d'EBITDA	9,8%	10,9%	11,4%	10,1%	10,8%	11,0%
Résultat net part du groupe	11,0	20,2	18,1	15,7	20,5	23,3
<i>Progression</i>	-	83,2%	-10,6%	-13,4%	31,0%	13,7%
Marge nette	4,1%	6,4%	5,0%	4,3%	5,0%	5,3%

Sources: états financiers consolidés de SMART TUNISIE et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/Chiffre d'affaires 2024e (x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PER 2024e (x)
SMARTTUNISIE	Tunisie	0,5	5,0	6,8
DISWAY S.A.	Maroc	0,8	9,5	14,3
ASBISC ENTERPRISES PLC	Chypre	0,2	3,7	4,0
ESPRINET S.P.A.	Italie	0,1	6,9	8,8
DIGIWORLD CORPORATION	Vietnam	0,5	16,3	18,2
CANON MARKETING JAPAN INC.	Japon	0,8	7,4	14,4
Moyenne internationale		0,5	8,8	11,9

Sources: S&P CAPITAL IQ et calculs 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.