

SIMO INTERNATIONAL

Cours au 21 avril 1999 : **46,85 €** (307 F)
 Secteur : **Distribution spécialisée**
 Reuter : SION.PA
 SICOVAM : 3498
 Extrêmes 99 : 31 - 47,25 €
 Nombre d'actions : 400 000

Opinion boursière: ACHAT
Actionnariat
 Famille Goral : 89%
 Flottant : 11%
Capitalisation boursière
 18,74 millions € (124 MFRF)

<i>En milliers FRF</i>	1996	1997	1998	1999e	2000e
CA	52 737	54 932	80 965	100 000	120 000
<i>Evolution</i>	29%	4%	47%	24%	20%
Bénéfice Net, pdg	2 345	2 668	6 060	8 790	11 593
<i>Evolution</i>	96%	14%	127%	45%	32%
Cash-flow	2 648	3 106	8 609	9 690	12 593

Données boursières en FRF

BNPA	5,9	6,7	15,2	22,0	29,0
CFPA	6,6	7,8	21,5	24,2	31,5
Dividende net	2,5	3,0	6,0	8,0	10,5

Données boursières en €

BNPA	0,89	1,02	2,31	3,35	4,42
CFPA	1,01	1,18	3,28	3,69	4,80
Dividende net	0,38	0,46	0,92	1,22	1,60

Multiples et rendement

PER	52,4	46,1	20,3	14,0	10,6
PCF	46,4	39,6	14,3	12,7	9,8
Rendement brut	1,2%	1,5%	2,9%	3,9%	5,1%

L'exercice 1998 a confirmé de façon éclatante le succès du développement de Simo International ainsi que la réussite de son concept original de distribution des stocks d'inventus de grandes marques de l'habillement et du sportswear. La société a enregistré une croissance en nette accélération sur l'exercice 1998 avec une hausse du chiffre d'affaires de 47% (32% en moyenne sur la période 1995-98) et du résultat d'exploitation de +189% (109% en moyenne sur la période 1995-98).

Simo International commence à recueillir les fruits de sa stratégie de contractualisation des relations avec les fournisseurs entamée depuis plusieurs années. Le nombre des contrats d'approvisionnement, avec de grandes marques qui assurent une croissance et une régularité du flux, est passé de 1 en 1997 à 6 actuellement. La part du chiffre d'affaires réalisé dans le cadre de ces contrats est passée de 45% en 1997 à 75% en 1998.

Le taux de marge brute a augmenté de 5,3 points à 30,7% en 1998 pour des raisons structurelles, meilleure sélectivité des achats, mais aussi conjoncturelles, effet Coupe du Monde de football sur le sportswear. Grâce à la légèreté de la structure d'exploitation, la poursuite de la croissance de l'activité (chiffre d'affaires +31% au 1^{er} trimestre 1999) devrait se traduire par une amélioration continue de la rentabilité. Nous estimons que le résultat net pour l'exercice 1999 atteindra 8,8 MF, soit une marge nette de 8,8%. L'exercice 2000 serait sur la même tendance avec une prévision de résultat net de 11,6 MF.

Le niveau des PER (14 pour 1999) est modéré compte tenu de la croissance actuelle. Simo International se présente donc dans une excellente situation financière à la veille de son transfert sur le Second Marché prévu avant fin 1999.

I. LE POSITIONNEMENT ORIGINAL DE SIMO INTERNATIONAL

Avant d'examiner les réalisations de Simo International en 1998, nous rappellerons les fondamentaux de son activité.

Dans le secteur du destockage, les anciens « soldeurs » doivent progressivement laisser la place à des spécialistes tels que Simo International qui disposent de la capacité suffisante pour assurer, de façon récurrente et sur des volumes importants, l'écoulement des stocks d'invendus des grandes marques. Les relations entre le fabricant et le destockeur se caractérisent par une relation de partenariat sur le long terme.

Pour plus de détails, nous renvoyons le lecteur à notre étude de juin 1998.

1) Une place économique à part entière.

Le raccourcissement des cycles opérationnels de la production à la vente au client final est un phénomène qui se généralise avec des conséquences importantes pour les réseaux commerciaux :

- L'amélioration de la souplesse des processus fabrications, le recours éventuel à l'outsourcing et la sophistication des techniques de marketing ont entraîné une augmentation du nombre de produits proposés au public. Dans certains secteurs comme l'habillement, les collections ne sont plus bi-annuelles comme il y a quelques années mais se succèdent souvent tous les 2 ou 3 mois.
- De façon à éviter les engorgements tant au niveau de la production que dans les réseaux commerciaux et laisser ainsi la place aux nouvelles collections, les marques cherchent à écouler rapidement les marchandises les plus anciennes. Certains groupes ont même constitué des structures qui rachètent aux filiales commerciales leurs invendus afin de les écouler au plus vite via une centrale de vente. Une rotation rapide des stocks de produits finis permet également de minimiser les provisions pour dépréciation de stocks en fin d'exercice. L'écoulement des stocks d'invendus génèrent par conséquent de plus en plus des flux d'affaires réguliers.
- Cette accélération des processus opérationnels relativise les notions traditionnelles de sur-stocks, fins de série ou lots d'invendus. Il ne s'agit pas d'articles périmés ou de mauvaise qualité mais de produits de marque "démodés" par rapport aux campagnes marketing.
- Le phénomène est particulièrement vrai pour les sociétés dont le cycle économique est soumis à des effets de mode. Simo International l'a bien compris et travaille presque exclusivement avec de grandes marques du textile et du sportswear dont elle distribue des articles tels que joggings, jeans, T-shirts ou chaussures (l'habillement représente 76% du chiffre d'affaires 1998, et les chaussures 24%).

Simo International s'est positionné au bon moment sur ce canal de distribution des stocks de marques qui devient depuis quelques années un marché à part entière. La société ne connaît que deux concurrents d'une taille supérieure à la sienne en Europe. Les produits qu'elle distribue proviennent de collections encore relativement récentes et de toute façon pas démodé par rapport au client final qui peut se trouver, grâce à l'étendue des réseaux commerciaux aval de la société, en Afrique ou dans les pays de l'Est.

2) La contractualisation des rapports avec les fournisseurs.

La croissance de Simo International dépend de la capacité de la société à faire de l'écoulement de ces stocks un métier à part entière générant une activité récurrente basée sur des relations pérennes avec les marques.

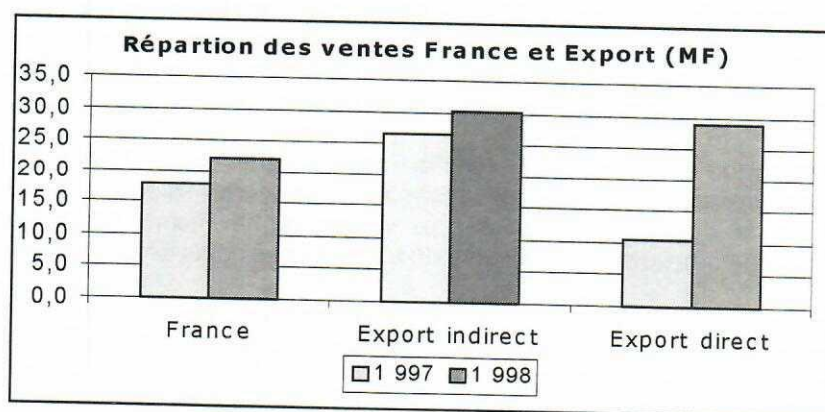
Après avoir mobilisé au maximum leurs circuits commerciaux habituels, essentiellement leurs filiales de distribution, les grandes marques ont besoin d'un partenaire tiers en qui elles peuvent avoir confiance afin d'écouler régulièrement leurs stocks de fins de collection. En contrepartie d'un prix d'achat très attractif, Simo International, distributeur de dernier recours, doit respecter scrupuleusement la stratégie commerciale de la marque, notamment en ne cannibalisant pas son réseau de distribution traditionnel.

L'un des atouts de Simo International est d'avoir su développer depuis plusieurs années des rapports contractuels avec ses fournisseurs. Ces derniers assurent des flux d'affaires réguliers à Simo International qui s'engage de son côté, à travers des clauses de restrictions territoriales notamment, à ne pas gêner la stratégie des marques. Par souci de confidentialité, Simo International n'indique pas le nom de ses partenaires. On peut toutefois mentionner qu'il s'agit entre autres des plus grandes marques mondiales du sportswear.

3) Un réseau aval étendu.

Simo International revend à des réseaux avals les stocks qu'il achète à ses fournisseurs. Ces réseaux sont implantés hors des zones commerciales traditionnelles des marques, notamment en Afrique (Algérie, Tunisie, Lybie, Afrique Noire francophone) et dans les pays de l'Est (Pologne, Hongrie). On distinguera toutefois les ventes « export » et les ventes « export indirect ». Dans ce dernier cas, les marchandises transitent par un intermédiaire basé en France qui se charge de revendre ces stocks à l'exportation et assume donc le risque. Dans tous les cas, le risque client est extrêmement limité dans la mesure où le paiement intervient avant la livraison de la marchandise.

En définitive, Simo International exerce plutôt un métier d'achat que de vente car la société dispose de canaux commerciaux avals variés toujours demandeurs des stocks qu'il achète et prêt à payer avant livraison.



II. LES DEVELOPPEMENTS REALISES EN 1998.

Mise en place à partir de 1996, la contractualisation des relations avec les fournisseurs a rapidement porté ses fruits. Elle est directement à l'origine de la forte croissance du chiffre d'affaires en 1998 (+47%). L'augmentation du nombre de fournisseurs partenaires a permis d'optimiser les négociations commerciales, avec un effet favorable sur les marges. La croissance des résultats (bénéfice net en hausse de +127% en 1998) tient également à l'amélioration de la souplesse opérationnelle de Simo International après son emménagement dans de nouveaux locaux à la Plaine-Saint-Denis.

1) Augmentation du nombre de grandes marques partenaires.

On l'a vu, la conclusion d'un contrat avec une grande marque assure un flux d'affaires régulier. Le développement récent de Simo International est directement lié au nombre de ces contrats qui est passé de 1 en 1997 à 6 début 1999. La Coupe du Monde a été l'occasion d'accélérer le processus de contractualisation, la société travaillant essentiellement dans le sportswear. La part des ventes dans le cadre de ces contrats d'approvisionnement est passée de 45% en 1997 à 75% en 1998. Il s'agit toutefois plus de contrats-cadres permettant de professionnaliser les relations que d'obligations réciproques précises en termes de volumes ou de prix.

Parmi les marques travaillant avec Simo International, et dont les noms ne sont pas divulgués, quatre sont de taille mondiale et deux de taille européenne. Même s'il ne s'agit que de leurs derniers stocks invendus, négociés avec des rabais significatifs sur les prix tarifs, les volumes d'affaires concernés sont importants.

En rationalisant l'écoulement de leurs stocks d'invendus, les marques diminuent généralement le nombre de leurs partenaires distributeurs. Par exemple un des grands noms du sport les a réduit de 11 à 3 pour l'Europe et Simo International fait partie de ces trois « partenaires A ». Ceci conforte les perspectives d'activité de la société pour plusieurs années, les contrats étant généralement d'une durée de 3 ans et ayant vocation à être reconduits.

2) Amélioration de la souplesse opérationnelle.

L'accroissement des volumes traités va de pair avec l'amélioration du processus opérationnel. Ne disposant plus d'assez de place dans ses locaux parisiens rue Martel, Simo International a transféré ses activités de manutention dans deux entrepôts à la Plaine Saint-Denis durant l'été 1998. Ce transfert a permis un triplement de la surface utilisée à 5.000 m².

La recomposition des stocks en fonction des marchés avals cibles entraîne en effet de nombreuses opérations de tri et de reformulation des lots, selon les modèles, les tailles, les couleurs ou la qualité des articles. Les locaux de la Plaine Saint-Denis permettent par conséquent une amélioration qualitative du travail et des gains de productivité.

L'amélioration de la souplesse opérationnelle permet de traiter l'envolée du flux d'affaires avec des moyens à peu près constants. Ceci se traduit par une hausse du chiffre d'affaires par personne de 3 MF en 1997 à 4,5 MF en 1998.

La société est en train de mettre en place un système informatique de gestion des stocks. Cet inventaire permanent viendra compléter, à partir du 2nd semestre 1999, l'amélioration des opérations initiée suite au déménagement vers la Plaine Saint-Denis. Les locaux actuels sont suffisants pour traiter un volume d'affaires annuel de l'ordre de 130 MF.

3) Accélération de la rotation des stocks.

Le fait de travailler avec les fournisseurs dans des relations de partenariat à moyen-long terme, c'est-à-dire de façon régulière, entraîne un étalement des flux. Pour schématiser, on peut opposer la succession de « coups » faits par un « soldeur », quand les occasions se présentent, à l'activité récurrente du partenaire distributeur de stocks d'invendus qu'une marque mobilise en dernier recours. La stratégie de Simo International lui permet d'être parmi les rares sociétés dans le deuxième cas.

L'étalement des flux explique que, malgré la croissance de 47% du CA en 1998, le niveau des stocks n'a que peu augmenté, passant de 14,4 MF fin 1997 à 15,1 MF fin 1998 (+4%). Par rapport au doublement du CA, il n'a augmenté que de 55% sur les 3 dernières années.

Cette évolution correspond aussi à l'accélération des cycles de mode chez les marques précédemment mentionnées, la génération de stocks d'invendus tendant ainsi à devenir structurelle.

La poursuite d'une forte croissance dans les prochaines années est étayée par le développement rapide des partenariats contractuels. Simo International envisage également une extension de son activité dans les secteurs de la cosmétique ou des jouets. La société n'a aucun soucis quant à la capacité d'absorption des stocks par ses réseaux avals, ceux-ci étant structurellement demandeurs de produits de marque.

III. FORTE CROISSANCE DES RESULTATS ET DES MARGES.

Si la croissance de l'activité a été très forte en 1998, le principal levier sur les résultats a été la hausse de la marge brute (+5,3 points de chiffre d'affaires). Cette amélioration s'explique par une meilleure sélectivité des achats mais aussi par l'environnement favorable dans le secteur du sportswear du fait de la Coupe du Monde de Football.

1) Hausse de 127% du résultat net en 1998.

Le triplement de l'Excédent Brut d'Exploitation à 14,4 MF en 1998 tient à l'effet de marge mentionné plus haut et à la meilleure absorption des frais fixes (frais de personnel baissant relativement de 8,3% du chiffre d'affaires en 1997 à 6,2% en 1998). Au-delà de cette tendance de fond, les comptes 1998 incluent :

- Une hausse du résultat financier de 0 à 0,4 MF résultant du placement des free cash-flows.
- Une provision de 1,5 MF, inclut dans les charges exceptionnelles, en raison d'un litige avec un fournisseur (ce litige a été provisionné à 50%).
- Une provision de 2,3 MF résultant, dans le cadre du litige précédemment mentionné, d'une dépréciation de stocks actuellement bloqués chez Simo International.

COMPTE DE RESULTAT

<i>En milliers de FRF</i>	1997		1998		1999 ^e		2000 ^e	
Chiffre d'affaires	54 932		80 965		100 000		120 000	
Autres	231		193		0		0	
Produits	55 163	100%	81 158	100%	100 000	100%	120 000	100%
<i>Evolution</i>	3%		47%		23%		20%	
Achats	41 068	74,4%	56 089	69,1%	71 500	71,5%	85 000	70,8%
Autres charges ext	4 549	8,2%	5 204	6,4%	6 300	6,3%	7 300	6,1%
Valeur ajoutée	9 546	17,3%	19 865	24,5%	22 200	22,2%	27 700	23,1%
Impôts et taxes	393	0,7%	462	0,6%	600	0,6%	800	0,7%
Personnel	4 603	8,3%	5 022	6,2%	6 200	6,2%	6 800	5,7%
EBE	4 550	8,2%	14 381	17,7%	15 400	15,4%	20 100	16,8%
Amortissements	314	0,6%	244	0,3%	400	0,4%	500	0,4%
Provisions	124	0,2%	2 305	2,8%	500	0,5%	500	0,4%
Autres	42	0,1%	14	0,0%	100	0,1%	100	0,1%
Résultat d'exploit.	4 070	7,4%	11 818	14,6%	14 400	14,4%	19 000	15,8%
<i>Evolution</i>	1%		190%		22%		32%	
Résultat financier	41	0,1%	387	0,5%	500	0,5%	650	0,5%
RCAI	4 111	7,5%	12 205	15,0%	14 900	14,9%	19 650	16,4%
Résultat exceptionnel	519		-1 650		0		0	
IS	1 962		4 495		6 110		8 058	
Taux IS	47,7%		42,6%		41,0%		41,0%	
Résultat net	2 668	4,8%	6 060	7,5%	8 790	8,8%	11 593	9,7%
<i>Evolution</i>	14%		127%		45%		32%	

2) Des taux de croissance des résultats de +30/40% probables pour 1999 et 2000.

La société indique des prévisions qu'elle juge prudentes pour les 2 prochains exercices (notons à ce propos, qu'elle a jusqu'ici largement dépassé ses prévisions).

Les hypothèses retiennent une remontée du poids des achats aux alentours de 71% du chiffre d'affaires après l'excellente performance de 1998. Les frais de structure augmenteront peu (effectif prévu fin 1999 : 22 personnes, contre 18 fin 1998) mais l'exercice en cours enregistrera le coût de l'informatisation des stocks estimé autour de 1 MF.

Au regard de la souplesse opérationnelle de la société et du développement actuel de l'activité (chiffre d'affaires 1^{er} trimestre 1999 : 27,4 MF, +31%), des résultats nets proches de 9 MF en 1999 et de 11,5 MF en 2000 semblent réalistes.

3) Des BFR contenus, permettant le renforcement de la situation financière.

La situation financière de Simo International est très solide et se renforce grâce à l'ampleur des free cash-flows (3 MF par an en moyenne de 1995 à 1998).

Les immobilisations nettes sont limitées à 2,2 MF. Les besoins d'exploitation se résument au financement des stocks, qui représentent à peu près la moitié du bilan et sont couverts par les fonds propres (14,6 MF fin 1998). Simo International disposait à fin 1998 d'une trésorerie nette de dettes de 5,8 MF.

En 1999 et 2000, les investissements devraient rester inférieurs à 1 MF par an et permettre des free cash-flows annuels entre 3 et 4 MF. La croissance des besoins en fond de roulement de

Simo International restera inférieure à celle du chiffre d'affaires et la trésorerie devrait régulièrement augmenter, même après la distribution de dividendes élevés.

IV. CONCLUSION BOURSIERE.

Rappelons qu'un des objectifs de Simo International était, lors de son inscription au Marché Libre en septembre 1996, de passer rapidement au Second Marché. Le seuil de 100 MF de chiffre d'affaires visé pour cela sera vraisemblablement atteint dès 1999, avec un an d'avance sur les prévisions initiales.

Même après l'envolée du cours de l'action depuis 2 ans, les multiples de capitalisation restent raisonnables :

- Le PER est de 14 fois pour 1999 et de 10,6 fois pour 2000.
- La valeur d'entreprise (capitalisation boursière – trésorerie nette) capitalise 9,9 fois le résultat d'exploitation estimé pour 1999 et 8,5 fois pour 2000.

La capitalisation boursière actuelle est de l'ordre de grandeur du chiffre d'affaires attendu cette année. Depuis son entrée en Bourse, le rendement de l'action est élevé à 3,9% avoir fiscal compris estimé au titre de 1999. Il devrait le rester compte tenu de la souplesse opérationnelle de la société, de ses faibles besoins d'investissements et donc de ses importants free cash-flows.

Grâce à son positionnement professionnel dans un métier en phase de recomposition autour de quelques acteurs, Simo International est en plein décollage, conjuguant forte hausse du chiffre d'affaires et des marges. La société se trouve dans une excellente situation pour aborder son transfert au Second Marché, qui devrait intervenir avant la fin de l'année.

Christian Kédinger