

## Compte de résultat

Chiffres en mDT	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
<b>Revenus</b>	47 253	47 036	43 805	32 012	39 070	43 954
<i>Progression</i>	-	-0,5%	-6,9%	-26,9%	22,1%	12,5%
<b>Marge brute</b>	22 929	22 726	19 955	16 810	19 905	22 371
<i>Progression</i>	-	-0,9%	-12,2%	-15,8%	18,4%	12,4%
<b>Taux de marge brute</b>	48,5%	48,3%	45,6%	52,5%	50,9%	50,9%
<b>EBITDA</b>	6 284	7 335	1 949	- 2 009	3 253	5 085
<i>Progression</i>	-	16,7%	-73,4%	-	-	56,3%
<b>Marge d'EBITDA</b>	13,3%	15,6%	4,5%	-6,3%	8,3%	11,6%
<b>Résultat net</b>	6 008	4 046	- 3 119	3 882	- 255	1 023
<i>Progression</i>	-	-32,7%	-	-	-	-
<b>Marge nette</b>	12,7%	8,6%	-7,1%	12,1%	-0,7%	2,3%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **A l'image de 2020 (hors éléments exceptionnels), 2021 a été une année décevante pour SOTETEL. Malgré l'embellie au niveau du chiffre d'affaires et la maîtrise relative des charges opératoires, le spécialiste des réseaux de télécommunications a dégagé sur l'année écoulée des pertes. En effet, les dotations aux amortissements et aux provisions et les charges financières ont eu raison de la rentabilité.**

♦ **La feuille de route tracée par le management pour les prochaines années prévoit principalement de : 1) développer l'activité export, 2) consolider l'activité locale, 3) mettre en place un système d'évaluation des performances et 4) de se différencier de la concurrence en se dotant d'outils de transformation digitale.**

♦ **Selon le management, les actions entreprises sur les dernières années devraient permettre, d'une part, de revigorer davantage l'activité, et d'autre part, de saisir les nouvelles opportunités qui se présentent en rapport avec la digitalisation et les besoins futurs en connectivité.**

♦ **2022 s'annonce sous de meilleurs auspices pour la SOTETEL, a déclaré le management de la société durant l'AGO du 7 Juillet 2022. Ses ventes devraient poursuivre leur trend haussier et sa rentabilité devrait décoller. Le budget de 2022 de la société prévoit une croissance des revenus de 20% et une amélioration de l'EBITDA de 58% par rapport à 2021.**

♦ **Depuis 2019, le cours boursier de la SOTETEL a enregistré une longue descente. La succession des déficits (ne tenant pas compte de la plus-value exceptionnelle de 11,7MDt réalisée en 2020 sur la cession de la participation dans l'université privée ESPRIT, le résultat net de 2020 aurait ressorti déficitaire à -7,8MDt) et l'avènement de la pandémie de la Covid-19 ont jeté une ombre sur le titre en bourse. Le retour aux bénéfiques qui se profile en 2022 et le niveau de valorisation intéressant affiché par le titre, présentement, justifie un changement de notre recommandation sur la SOTETEL de « Conserver » à « Acheter ».**

**Prix : 2,790Dt**

**Acheter (+)**

### Actionnariat

Tunisie Télécom :	35%
Autres actionnaires :	65%

**Capitalisation boursière: 13MDt**

### Ratios boursiers\*:

PER 2022e: 12,6x

P/B 2021: 0,5x

VE/EBITDA 2022e: 2,4x

Dividend yield 2021: 0%

ROE 2021: négatif

Performance 2022: -1,1%

\* Données au 7 Juillet 2022.

*« Le retour aux bénéfiques qui se profile en 2022 et le niveau de valorisation intéressant affiché par le titre, présentement, justifie un changement de notre recommandation sur la SOTETEL de Conserver à Acheter »*

## I- Présentation de la société

▪ Créée en 1981, la SOTETEL est une société spécialisée dans le conseil, l'ingénierie et l'implémentation des infrastructures numériques, de télécommunications et d'énergie.

▪ La société opère dans trois principales activités:

**1) Les réseaux d'accès et Backbone:** cette activité porte principalement sur le développement et la maintenance des réseaux en fibres optiques.

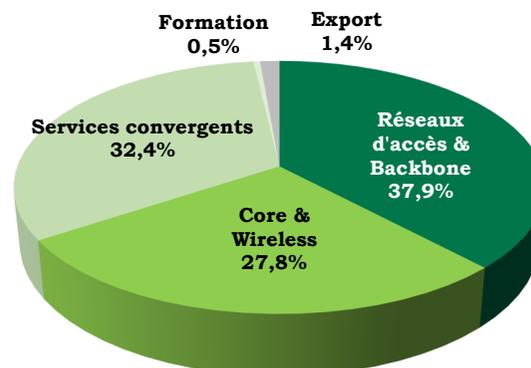
**2) Core et Wireless:** elle couvre le déploiement des réseaux 4G et 3G ainsi que la maintenance des sites GSM.

**3) Les services convergents:** ils concernent l'installation et la fourniture des équipements de routage et des réseaux de communication unifiés.

▪ SOTETEL a joué un rôle prépondérant dans le déploiement de l'infrastructure de télécommunications en Tunisie, en prenant part à tous les grands projets réalisés pour le compte de l'Etat puis de l'opérateur national Tunisie Télécom. Elle est également le partenaire privilégié des principaux équipementiers internationaux opérant en Tunisie.

▪ La principale particularité de la SOTETEL et qui fait selon nous sa faiblesse, est la concentration de son activité dans le secteur public, et plus précisément pour le compte de Tunisie Télécom (75% du chiffre d'affaires de la SOTETEL, à fin 2021). Ceci est le 1<sup>er</sup> signe de dépendance structurelle à l'opérateur, qui trouve sans doute son origine dans l'historique de la SOTETEL, celle-ci étant une succursale de Tunisie Télécom (qui y détient encore 35% du capital).

## Répartition des ventes par segment d'activité (2021)



## II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

▪ Conformément à nos attentes, 2021 a été une année difficile pour la SOTETEL. Malgré les efforts déployés par le management pour revigorer l'activité, l'année écoulée s'est bouclée avec un résultat net déficitaire.

▪ Après une année 2020 profondément marquée par la pandémie de la Covid-19, la SOTETEL commence à remonter la pente au niveau du chiffre d'affaires. Les ventes de la compagnie se sont envolées de 22,1% à 39,1MDt, en 2021. Tous les pôles d'activité de la société ont affiché des évolutions positives de leurs revenus. A noter que la branche des services convergents a signé la hausse la plus marquée au niveau des revenus (+5,2MDt, soit une variation de +70% à 12,7MDt).

▪ La SOTETEL a enregistré une évolution contrastée au niveau de ses marges.

▪ Souffrant du renchérissement des intrants, le taux de marge brute a reculé de 1,6 point de pourcentage à 50,9%.

▪ Alors que le taux de marge brute a baissé, la

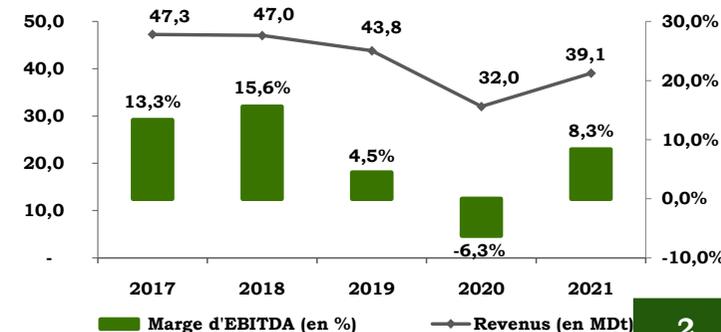
SOTETEL a réussi à améliorer significativement sa marge d'EBITDA. Cette dernière a basculé en territoire positif à 8,3% mais elle demeure à un palier inférieur aux années fastes 2017 et 2018 (une marge d'EBITDA moyenne de 14,4%). Il semble que les efforts de digitalisation des processus aient commencé à se ressentir sur la rentabilité d'exploitation de la compagnie. En effet, le management a poursuivi, en 2021, le plan de transformation digitale de l'entreprise via:

- la généralisation de l'utilisation de la plateforme de gestion de projets (EPPM),

- et l'entrée en exploitation de la plateforme de Système d'Information Géographique (GISCloud).

▪ Les bienfaits de la stratégie de digitalisation sont également perceptibles au niveau de l'EBITDA. Ce dernier s'est monté à 3,3MDt, contre un déficit d'exploitation de 2MDt subi en 2020. Cette performance a profité de la mise en application d'un plan social (départ volontaire de 56 agents permanents, réduisant l'effectif de la SOTETEL à 376 personnes à fin 2021) d'où la baisse de la facture salariale de 10,6% à 13,7MDt. La hausse de l'EBITDA a, par ailleurs, bénéficié de la maîtrise des autres charges d'exploitation (un repli de 3,9% à 4MDt).

## Evolution des revenus et de la marge d'EBITDA



- En dépit de l'amélioration de la rentabilité d'exploitation, la SOTETEL a pâti de dotations aux amortissements et aux provisions pesantes (quoiqu'en chute de 34,6% à 3,1MDt) et de charges financières toujours importantes (de 1,5MDt), malgré la réalisation d'une entrée de cash de 11,9MDt sur la cession de la participation dans l'université privée ESPRIT en 2020. L'année écoulée s'est, finalement, bouclée par des pertes de 254,8 mille dinars.

- A noter que les produits de placement n'ont que faiblement contribué à la formation du résultat net de 2021 (des produits de placement de 0,8MDt seulement), la société ayant préféré utiliser l'entrée de cash provenant de la cession de la participation dans l'université ESPRIT dans le financement du cycle d'exploitation. En effet, le BFR de la SOTETEL a sensiblement augmenté en 2021 (+87,5% à 14,7MDt soit 136 jours de chiffres d'affaires en 2021, contre 88 jours de chiffre d'affaires en 2020). Il sied de noter que l'endettement net de la société est négatif (une dette nette de -2,5MDt) mais il s'est dégradé comparativement, à 2020, tout en demeurant négatif (une dette nette de -9MDt en 2020).

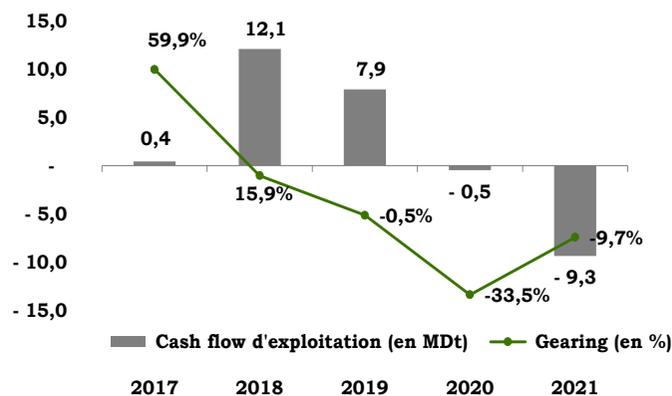
- Au vu du déficit dégagé en 2021, et en dépit de l'assise financière solide de la société (un gearing de -9,7%), l'AGO du 7 Juillet 2022 a décidé de ne pas distribuer de dividendes au titre de l'exercice 2021.

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

- Le management actuel de la société aux commandes depuis Avril 2018 compte continuer le chantier de la restructuration pour redorer l'image de la SOTETEL et lui permettre de reprendre sa place dans un marché métamorphosé par la

concurrence.

#### Evolution du cash-flow d'exploitation et du gearing



- Dans un contexte économique difficile, le plan de développement stratégique de la SOTETEL vise principalement à :

- Développer le business à l'export vers des activités à forte valeur ajoutée,
- Se repositionner en tant qu'acteur majeur dans le déploiement de l'infrastructure Telco en Libye,
- Créer une filiale de SOTETEL en France en remplacement de la succursale, et ce suite au refus des permis de travail aux techniciens de la société,
- Consolider l'activité locale avec les partenaires historiques,
- Développer d'autres partenariats stratégiques (technologiques et business),
- Mettre en place un système d'évaluation des performances,
- Concrétiser la mise en place du Centre de Compétence qui est destiné à devenir un véritable centre de profit pour la SOTETEL,

- Optimiser l'interaction entre les outils du système d'information (ERP, EPPM, GisCloud, facturation, CRM...),

- Continuer à se différencier de la compétition en se dotant d'outils de transformation digitale.

- Les actions prévues en 2022 devraient permettre d'une part, de renforcer la capacité de résilience de la SOTETEL dans un contexte économique difficile, et d'autre part de confirmer le trend positif entamé depuis 2021.

- Selon le management, 2022 devrait s'inscrire sous le signe du retour aux bénéfices. L'équipe de direction a affirmé que le budget 2022 prévoit une croissance des revenus de 20% et une amélioration de l'EBITDA de 58% par rapport à 2021.

*« Le premier semestre de l'année en cours a été exceptionnel pour la SOTETEL, a affirmé le management »*

- A la lumière des prévisions avancées par la direction de la SOTETEL durant l'AGO du 7 Juillet 2022, nous tablons sur l'année 2022 sur une croissance du chiffre d'affaires de 12,5% à 44MDt et sur la réalisation d'un bénéfice de 1MDt.

### IV- Comportement boursier et opinion de Tunisie Valeurs

- Depuis 2019, le cours de la SOTETEL a enregistré une longue descente. La succession des déficits (ne tenant pas compte de la plus-value exceptionnelle de 11,7MDt réalisée en 2020 sur la cession de la participation dans l'université privée ESPRIT, le résultat net de 2020 aurait ressorti déficitaire à -7,8MDt) et l'avènement de la pandémie de la Covid-19 ont jeté une ombre sur le titre en bourse.

▪ Actuellement, et avec une capitalisation de 12,9MDt, la SOTETEL se négocie à 12,6x ses bénéfiques et à 2,4x son EBITDA estimés de 2022. Un niveau de valorisation attractif comparativement au benchmark international (voir le tableau ci-contre).

▪ **Le retour aux bénéfiques qui se profile en 2022 et le niveau de valorisation intéressant affiché par le titre, présentement, justifient un changement de recommandation sur la SOTETEL de « Conserver » à « Acheter ».**

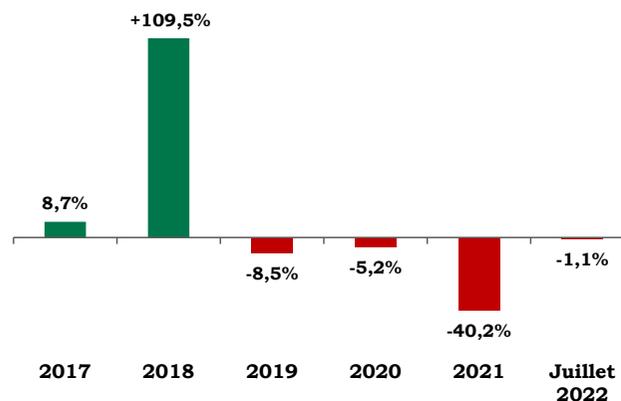
▪ Notons enfin que si l'activité intrinsèque commence à se rétablir, les perspectives à long terme de la société demeurent tributaires de trois principaux facteurs :

i) Sa capacité à reprendre des parts de marché dans un secteur marqué par la concurrence,

ii) Sa disposition à diversifier d'une manière structurelle son portefeuille de clients et à réduire sa dépendance vis-à-vis de Tunisie Télécom,

iii) Son aptitude à apurer son encours de créances (principalement envers de Tunisie Télécom) et à développer une génération autonome de cash-flows. L'activité de la société est fortement consommatrice en BFR. Nous espérons qu'une croissance aussi rapide de l'activité ne conduise, à moyen terme, à un dérapage au niveau des charges financières. Notons que parmi les observations formulées par le commissaire aux comptes et signalées dans son rapport général relatif à l'exercice 2021: « la SOTETEL n'a pas finalisé les travaux de justification des anciens montants figurant au niveau du compte client Tunisie Télécom, et n'a pas défini, en conséquence, une méthode de provisionnement des anciens montants non encore recouverts ».

### Evolution des performances boursières du titre SOTETEL



### Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	EV/EBITDA 2022e (x)	PER 2022e (x)
<b>SOTETEL</b>	<b>Tunisie</b>	<b>2,4</b>	<b>12,6</b>
Chorus Limited	Nouvelle zélande	8,4	55,6
Clearfield Inc.	Etats-Unis	14,6	21,3
HUBER+SUHNER AG	Suisse	10,4	20,2
Hexatronic Group AB	Suède	19,3	32,0
Ekinops SA	France	7,5	30,3
Ciena Corp.	Etats-Unis	13,0	24,8
ADVA Optical Networking SE	Allemagne	7,3	29,4
Sterlite Technologies Limited	Inde	10,3	21,9
<b>Médiane</b>		<b>10,4</b>	<b>27,1</b>

Source: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.