

Compte de résultat

Chiffres en mDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	12 041,2	12 274,3	14 079,2	14 924,7	15 397,0	15 858,9
<i>Progression</i>	-	1,9%	14,7%	6,0%	3,2%	3,0%
Marge brute	11 392,1	11 525,2	13 356,3	14 148,1	14 698,8	15 159,9
<i>Progression</i>	-	1,2%	15,9%	5,9%	3,9%	3,1%
Taux de marge brute	94,6%	93,9%	94,9%	94,8%	95,5%	95,6%
Charges de personnel	6 108,9	6 427,3	6 624,3	7 046,5	7 109,8	7 607,5
<i>Progression</i>	-	5,2%	3,1%	6,4%	0,9%	7,0%
En % des revenus	50,7%	52,4%	47,1%	47,2%	46,2%	48,0%
EBITDA	4 463,0	4 160,6	5 743,8	5 288,6	6 081,2	6 038,8
<i>Progression</i>	-	-6,8%	38,1%	-7,9%	15,0%	-0,7%
Marge d'EBITDA	37,1%	33,9%	40,8%	35,4%	39,5%	38,1%
Produits financiers	765,9	954,2	1 639,1	2 087,4	1 795,4	2 170,6
<i>Progression</i>	-	24,6%	71,8%	27,4%	-14,0%	20,9%
Résultat net	3 070,1	3 186,4	4 705,1	4 635,3	5 846,0	5 937,2
<i>Progression</i>	-	3,8%	47,7%	-1,5%	26,1%	1,6%
Marge nette	25,5%	26,0%	33,4%	31,1%	38,0%	37,4%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **Malgré les répercussions profondément négatives de la pandémie de la Covid-19 sur l'économie nationale et les mesures exceptionnelles décrétées par les pouvoirs publics pour endiguer la propagation du virus, la SOTUMAG a pu tirer son épingle du jeu, affichant des réalisations réconfortantes au titre de l'année 2021. La compagnie a maintenu le cap sur la croissance. Elle a pu atteindre de nouveaux paliers de rentabilité et améliorer ses équilibres financiers. En 2021, le gestionnaire du marché de gros a pu dégager un bénéfice net de 5,8MDt, soit le niveau le plus élevé jamais atteint depuis la création de la société.**

♦ **Dans le cadre de l'arrêté de la stratégie de développement de la société dans les prochaines années, la SOTUMAG a lancé les travaux d'une étude qui concerne la réhabilitation et la modernisation du marché de gros de Bir El Kassâa. Par ailleurs, un cahier des charges a été élaboré avec la participation de toutes les parties prenantes et en collaboration avec l'autorité de tutelle et les ministères de l'agriculture et de l'industrie.**

♦ **En bourse, la société continue à profiter de l'engouement général pour les valeurs défensives. Les réalisations satisfaisantes de la SOTUMAG et la courbe ascendante des résultats ont été récompensés par les investisseurs. En attendant une communication plus factuelle sur le mégaprojet du marché intégré, la principale niche d'amélioration de la rentabilité de la SOTUMAG réside dans l'optimisation de ses charges.**

♦ **Malgré son parcours, le titre affiche une valorisation intéressante. Un positionnement sur la SOTUMAG est préconisé, en particulier pour un profil CEA en raison du profil rentier de la compagnie et du bon rendement en dividende qu'elle offre.**

Prix : 5,020Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Etat tunisien :	37,5%
Société Trabelsi & Fils:	19,5%
COOPMAG*:	13,2%
Office du Commerce de la Tunisie :	7,6%
Public:	22,2%

Capitalisation boursière: 66MDt

Ratios boursiers**:

PER 2022e:	11,2x
P/B 2021:	2,1x
Dividend yield 2021:	7,9%
EV/EBITDA 2022e:	6,3x
ROE 2021:	21,8%
Performance 2022:	32,1%

* Société Coopérative des Manutentionnaires du Marché de Gros.

** Données au 22 Juin 2022.

« La SOTUMAG jouit d'un emplacement stratégique et d'une position monopolistique sur le Grand Tunis »

I- Présentation de la société

- Créée en 1980, la SOTUMAG a pour objet la gestion du marché central de gros de « Bir El Kassâa ». La SOTUMAG jouit d'une situation de monopole, d'un emplacement stratégique et d'une capacité de stockage élevée qui lui permettent de traiter 40% de la production nationale de légumes et fruits et d'assurer l'approvisionnement du district de Tunis. Le transit des produits alimentaires constitue la première source de revenus pour la société (89% des recettes).

- Outre son rôle de plateforme logistique (transit des produits alimentaires), la SOTUMAG exerce une activité de location, en mettant ses installations couvertes et ses entrepôts frigorifiques à la disposition des opérateurs du marché. La contribution de cette activité a beau être faible (9%), elle assure un flux récurrent de revenus, vital en période de mauvaise saison agricole ou de pêche.

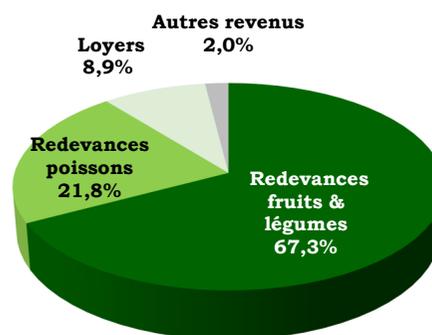
II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

- L'année 2021 a été marquée par un ralentissement de la croissance au niveau du chiffre d'affaires de la SOTUMAG, comparativement aux années précédentes. Les revenus de la compagnie ont cru de 3,2% à 15,4MDt.

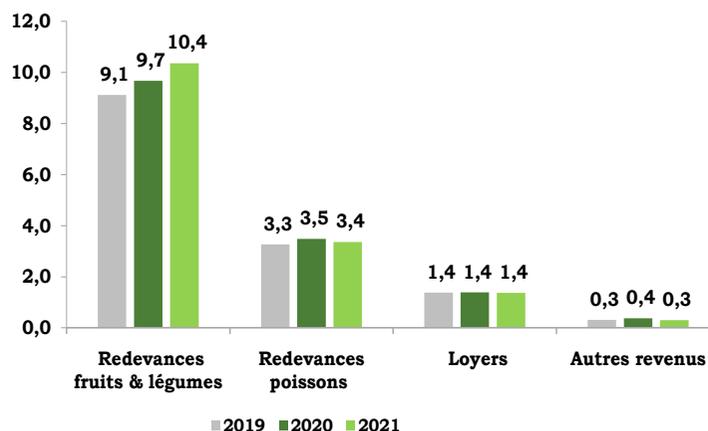
- Il y a lieu de signaler que la bonne progression des redevances fruits & légumes (+7,1% à 10,4MDt), qui a été soutenue par l'amélioration du chiffre d'affaires réalisé par le pavillon n°6 (dédié aux fruits et légumes et entré en exploitation en Avril 2020), a été contrebalancée par la mauvaise orientation des autres revenus comme les redevances poissons (-3,5% à 3,4MDt) et les loyers

(-1,6% à 1,4MDt).

Structure des revenus de la SOTUMAG (2021)



Evolution des différentes composantes du chiffre d'affaires de la SOTUMAG



- En réalité, la décélération de la croissance des revenus est attribuable à la jonction de plusieurs facteurs défavorables:

- la baisse constatée des approvisionnements en produits de la mer en raison des répercussions des mesures exceptionnelles de lutte contre la pandémie, en particulier les restrictions à la circulation des biens et des personnes surtout que l'horaire des couvre feux coïncide avec les opérations d'approvisionnement du marché de

gros. A cela s'ajoutent les mouvements sociaux dans les ports de pêche demandant le relèvement des subventions du carburant à cause de la hausse des coûts de production et les conséquences de la fermeture des frontières avec la Libye, sachant qu'une bonne partie des produits de la mer exposés au marché de gros proviennent de ce pays.

- la non-adoption de méthodes de gestion unifiée de tous les marchés de gros dans les régions intérieures de la Tunisie.

- la prolifération du phénomène de la vente des produits agricoles frais et des produits de la mer en dehors des circuits de distribution légaux ce qui nécessite une intensification des efforts de supervision et des contrôles.

- Les efforts de contrôle des charges (renforcement de la supervision et réduction de la consommation d'eau) continuent à payer pour la société publique. Sa marge brute a, en effet, augmenté de 0,7 point de pourcentage à 95,5%; un niveau historiquement élevé pour la SOTUMAG.

- L'amélioration de la rentabilité d'exploitation a été le fait le plus marquant de l'exercice 2021. La maîtrise de la facture salariale (+0,9% à 7,1MDt) et des autres charges d'exploitation (-16,4% à 1,5MDt), constatée en dépit du contexte inflationniste, a valu à la société de réaliser une croissance de 15% à 6,1MDt au niveau de son EBITDA. La marge d'EBITDA s'est, quant à elle, bonifiée de 4,1 points de pourcentage à 39,5%.

- La grande force de la SOTUMAG réside dans sa capacité génératrice de cash-flows. L'activité d'exploitation dégage des flux de trésorerie confortables qui lui permettent d'autofinancer ses investissements et d'éviter le recours à la dette.

- Avec une dette nette structurellement négative (une dette nette de -22,7MDt soit un gearing de -87%), la société se distingue par son activité de « cash management » dynamique qui lui rapporte des produits financiers récurrents (des produits financiers de 1,8MDt, en 2021).

- Grâce à la bonne orientation de l'activité d'exploitation de la société, à sa manne financière et à la baisse du taux de l'impôt sur les sociétés de 25% à 15%, le résultat net de la SOTUMAG a réalisé une envolée de 26,1% à 5,8MDt. **Une performance qui a amené la société à rehausser de 79,5% (par rapport à l'exercice 2020) à 0,395Dt, le montant du dividende par action à distribuer aux actionnaires au titre de l'exercice 2021, soit un payout exceptionnel de 89,2%. Notons que l'AGO du 22 Juin 2022 a fixé la date de mise en paiement des dividendes à partir du 26 Juillet 2022.**

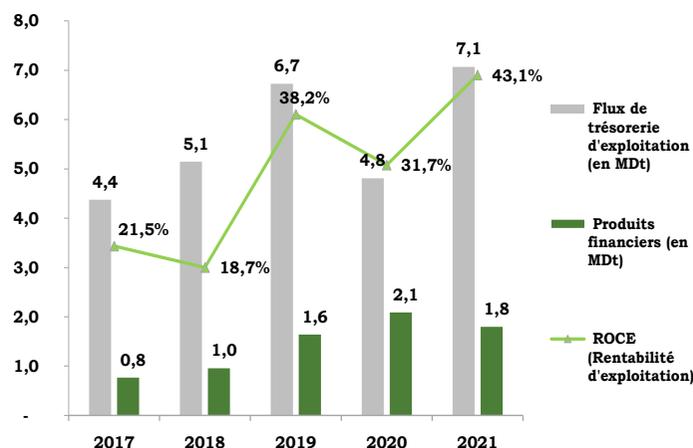
III- Perspectives d'avenir & prévisions 2022

- Dans le cadre de la définition de la stratégie de développement de la société dans les prochaines années, la SOTUMAG a lancé les travaux d'une étude qui concerne la réhabilitation et la modernisation du marché de gros. Par ailleurs, un cahier des charges a été élaboré avec la participation de toutes les parties prenantes et en collaboration avec l'autorité de tutelle et les ministères de l'agriculture et de l'industrie.

- Ce projet du marché de gros intégré, annoncé depuis 2016, prévoit la création de nouveaux espaces et de nouveaux services comme:

- La généralisation de l'informatisation,
- La construction d'un nouvel espace pour la vente

Capacité de génération du cash et rentabilité d'exploitation



« Opérant dans une activité défensive et peu consommatrice en BFR, la SOTUMAG offre deux spécificités de taille: une croissance récurrente, quoique modérée, et une trésorerie abondante »

des produits de mer et la transformation de l'ancien espace de vente des produits de la mer en un espace de vente de nouveaux produits tels que les épices, les fruits secs, la viande de volaille et les produits de la mer surgelés,

- La création d'un espace de transformation des produits agricoles,
- La création d'une centrale d'achat dédiée aux produits emballés,
- La création d'une station pour le nettoyage des caisses en plastique,
- La création d'un espace pour le tri et l'emballage des produits destinés à l'export,
- La création d'un centre administratif,
- La construction d'un deuxième portail pour le marché de gros,

- La construction d'un échangeur pour relier le marché de gros à l'autoroute A1,

- La préparation des routes et des réseaux dans les espaces inutilisés.

- Dans l'attente des conclusions de l'étude du mégaprojet du marché intégré, l'amélioration de la productivité reste le principal vivier de rentabilité pour la société.

- À cet effet, la stratégie future du management reposera sur: **i)** la modernisation des outils de production (informatisation des transactions avec les opérateurs du marché et mécanisation des tâches) pour réduire l'intervention humaine et **ii)** le renforcement des contrôles (généralisation du système de vidéo-surveillance). Les retombées de cette stratégie devraient continuer à se faire ressentir sur la rentabilité d'exploitation dans les prochaines années.

- Nous nous n'attendons pas à des changements majeurs en 2022. La société devrait maintenir le cap sur la croissance grâce à: **1)** une demande soutenue pour les produits frais, **2)** à la hausse générale des prix, et **3)** à l'amélioration de la productivité due aux efforts de supervision et de contrôle des coûts.

- Côté chiffres, nous tablons sur une progression des ventes de 3% à 15,9MDt et sur un résultat net en hausse de 1,6% à 5,9MDt.

IV- Parcours boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- En bourse, le titre a profité des publications rassurantes et de l'engouement du marché pour les valeurs défensives.

- La valeur a connu un parcours boursier sans faute depuis 2014, cumulant une performance de 371,1% depuis cette année à ce jour.

- Il sied de noter, également, que l'évolution du titre a été favorisée par un niveau de liquidité plus élevé sur les dernières années.

- Avec une capitalisation de 66,3MDt, la valeur traite à des niveaux de valorisation intéressants (P/E 2022e de 11,2x et VE/EBITDA 2022e de 6,3x).

- **L'activité de la SOTUMAG revêt un caractère défensif qui peut être attractif en temps de crise. Le profil de risque de la société est certes faible mais les perspectives de croissance sont également limitées, au jour d'aujourd'hui, en raison de la prolifération de l'économie informelle et de la persistance des perturbations dans les circuits de distribution des produits frais. En attendant une communication plus factuelle sur le mégaprojet du marché intégré, la principale niche d'amélioration de la rentabilité de la SOTUMAG réside dans l'optimisation de ses charges.**

- **Nous recommandons un positionnement sur le titre, en particulier pour un profil CEA pour le bon rendement en dividende qu'il offre.**

« Valeur de fonds de portefeuille, la SOTUMAG peut être envisagée dans une optique de « bon père de famille » pour le bon rendement en dividende qu'elle offre »

Performances boursières du titre SOTUMAG sur les dernières années

