

### Compte de résultat consolidé

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>106,6</b>	<b>125,5</b>	<b>82,7</b>	<b>127,4</b>	<b>140,2</b>
<i>Variation</i>	<i>36%</i>	<i>18%</i>	<i>-34%</i>	<i>54%</i>	<i>10%</i>
<i>Dont Kraft</i>	<i>65,9</i>	<i>68,9</i>	<i>50,2</i>	<i>76,0</i>	<i>83,6</i>
<i>Dont TestLiner</i>	<i>40,9</i>	<i>53,4</i>	<i>34,3</i>	<i>55,7</i>	<i>61,3</i>
<b>Marge Brute</b>	<b>37,0</b>	<b>47,0</b>	<b>25,1</b>	<b>45,8</b>	<b>50,4</b>
<b>Taux de marge Brute</b>	<b>34,8%</b>	<b>37,4%</b>	<b>30,4%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>25,0</b>	<b>33,3</b>	<b>13,1</b>	<b>31,6</b>	<b>35,0</b>
<i>Variation</i>	<i>-14%</i>	<i>57%</i>	<i>57%</i>	<i>157%</i>	<i>257%</i>
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>23,5%</b>	<b>26,6%</b>	<b>15,8%</b>	<b>24,8%</b>	<b>25,0%</b>
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>14,7</b>	<b>21,3</b>	<b>1,6</b>	<b>18,6</b>	<b>19,7</b>
<i>Variation</i>	<i>58%</i>	<i>45%</i>	<i>-92%</i>	<i>-</i>	<i>6%</i>
<b>Marge nette</b>	<b>13,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>2,0%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,0%</b>

Source: Etats financiers de Sotipapier et estimations de Tunisie Valeurs

- **Le leader national en papier retrouve les années de croissance à deux chiffres après une année 2020 pâtissant des retombées de la crise sanitaire. Le papetier a tiré profit de la flambée du cours international du papier en 2021 et de la reprise des ventes, affichant un chiffre d'affaires record, en hausse de 54% à 127,4MDt et un résultat net part du groupe de 18,6MDt.**
- **La flambée du prix du papier se poursuit en 2022. Le management confirme qu'il serait en mesure de maintenir un niveau élevé des ventes et de répercuter intégralement les hausses des prix des intrants sur ses prix de vente. Le chiffre d'affaires du papetier devrait croître, selon nos estimations, d'au moins de 10% pour s'établir à 140MDt. Le résultat net du groupe devrait s'établir aux alentours de 19,7MDt. Le bon positionnement de SOTIPAPIER sur le marché local (leader sur le segment Kraft avec une PDM de 80% et une PDM de 30% pour l'activité Testliner) lui sera d'un grand avantage.**
- **L'AGO a décidé de distribuer un dividende de 0,465Dt, soit un dividende yield attrayant de 7,75%. La date de la distribution a été fixée pour le 24 juin 2022.**
- **A partir de 2022 et jusqu'en 2026, le papetier entamera une nouvelle phase d'augmentation de sa capacité de production à 80 000 tonnes/an contre une capacité de croisière actuelle de 60 000 tonnes/an.**
  - **La valorisation abordable de la société sur le marché (PE 2022e de 8,6x et EV/EBITDA 2022e de 5,3x) nous amène à recommander un positionnement sur le titre.**

**Prix : 6,000 DT**

**Acheter (+)**

#### Actionnariat\*

Recall Holding:	34,11%
Value Holding:	28,75%
Han TN:	4,83%
Swicorp Conseil & Invest.:	4,75%
Ekuity Capital :	4,29%
Public:	23,27%

**Capitalisation boursière: 169,1MDT**

#### Ratios boursiers:

PER <sub>2022e</sub> :	8,6x
VE/EBITDA <sub>2022e</sub> :	5,3x
Dividende yield <sub>2021</sub> :	7,75%
Performance 2022:	+5,63%

\* Actionnariat datant de Juin- 2022 ( rapport de gestion de SOTIPAPIER) .

\*\* Données au 10/06/2022

« A partir de 2022 et jusqu'en 2026, le papetier entamera une nouvelle phase d'augmentation de sa capacité de production à 80000 tonnes/an contre une capacité de croisière actuelle de 60000 tonnes/an.»

## I. Présentation de la société

- SOTIPAPIER est un producteur d'envergure de papier, spécialisé dans deux lignes de métiers:

- Le papier **Kraft**, fabriqué à partir de pâte à papier totalement importée. Le principal débouché du papier Kraft est le secteur du ciment, dans un pays où l'essentiel de la production de ciment est vendue en sacs. La société détient une position dominante sur le marché national de papier Kraft avec une part de marché de 80%.

- Les papiers pour ondulé **Testliner** et **Cannelure**, fabriqués à partir du vieux papier recyclé, et destinés aux cartonneries. Contrairement au Kraft, le marché du TestLiner est plus concurrentiel avec une forte présence étrangère (plus de la moitié du marché est servi par les importations) et une concurrence locale (le groupe Poulina, depuis 2011). Sur ce segment, SOTIPAPIER, détient une part de marché de 30%.

- Sur les deux dernières années, les efforts de développement de SOTIPAPIER se sont concentrés sur le métier du Testliner dont les marges et les perspectives sont plus importantes que le Kraft. La vétusté de l'outil de production face au potentiel inexploité du marché a imposé de nouveaux investissements (d'extension de capacité de production) à partir de l'année 2017.

- L'achèvement avec succès du plan de développement a permis de mettre à niveau l'outil de production, d'améliorer la qualité des produits finis et de doubler la capacité de la ligne de Test Liner (de 25 000 tonnes à 50 000 tonnes). Ceci a été perceptible sur les chiffres puisqu'en l'espace de deux ans, les ventes de Test Liner ont progressé

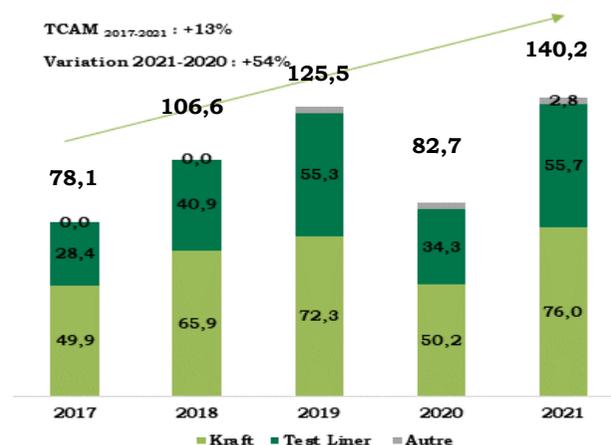
substantiellement. Le chiffre d'affaires de cette catégorie de papier commence à rattraper celui du Kraft et est appelé à devenir le principal moteur de croissance de la société sur les prochaines années.

- En 2019, SOTIPAPIER a poursuivi sa transformation industrielle à travers la mise à niveau de l'unité de production du Test Liner. Cette mise à niveau a permis d'offrir une nouvelle gamme de produits (de meilleure qualité et donc à meilleures marges) tout en améliorant la productivité de l'outil de production.

- A partir de 2022 et jusqu'en 2026, le papetier entamera une nouvelle phase visant à augmenter sa capacité de production de papier à 80000 tonnes/an (contre une capacité de croisière de 60000 tonnes/an actuellement) et à assurer une meilleure intégration verticale de ses activités, en amont au niveau de la collecte de vieux papiers.

## II- Faits & éléments saillants au 31

### Répartition du chiffre d'affaires du groupe en MDt

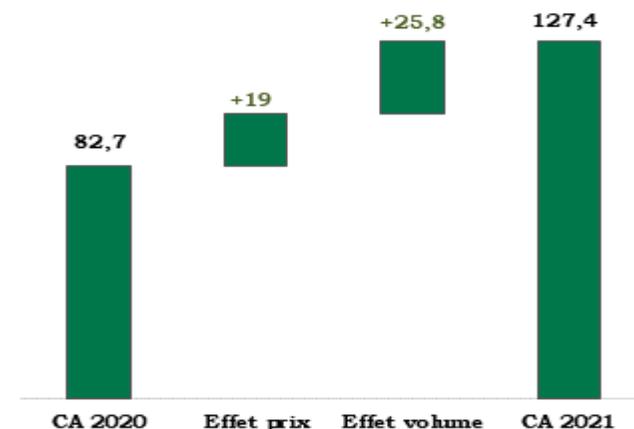


### 1)- Une forte reprise de l'activité

- Tirant profit de la flambée du cours international du papier en 2021 et de la reprise des ventes, SOTIPAPIER a affiché un chiffre d'affaires record. Le chiffre d'affaires s'est hissé de 54% en 2021, soit un TCAM de 13% entre 2017 et 2021. Cette croissance s'explique par une ascension de 51,4% dans le chiffre d'affaires Kraft à 76MDt et par un boom de 62,5% du chiffre d'affaires de l'activité Testliner à 55,7MDt. Sotipapier poursuit ses efforts pour le développement de l'activité Papiers Pour Ondulé, un papier qui sert à produire les caisses en carton, un packaging substitut au plastique. Il s'agit d'un créneau tendance, en plein essor qui fait face à une demande fulgurante.

- L'amélioration du chiffre d'affaires de SOTIPAPIER ne provient pas uniquement d'un effet volume de vente (ayant généré une hausse de 25,8MDt), mais elle est également expliquée par un effet prix favorable (ayant généré 19MDt).

### Effet Volume - Prix dans l'évolution des ventes (en MDt)



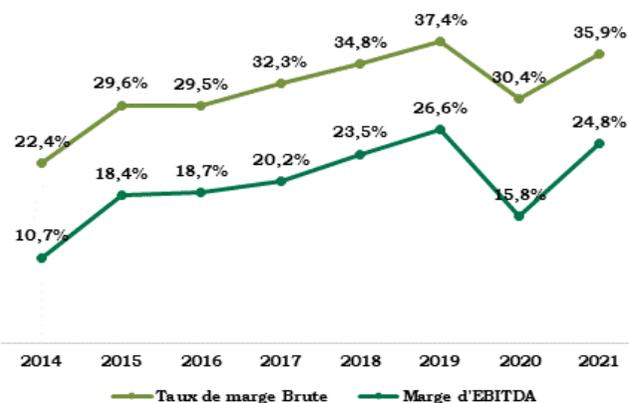
## 2)- Une rentabilité au rendez-vous

La société qui a pu réviser à la hausse ses prix de vente sur le marché local suite à la flambée du prix de la pâte à papier et du vieux papier, a connu une forte amélioration de sa rentabilité. La marge brute du Groupe SOTIPAPIER a progressé de 82,2% pour s'établir à 45,8MDt. Le taux de marge brute s'est bonifié de 5,5 points de pourcentage à 35,9%.

La facture salariale a enregistré une hausse de 13% à 8,3MDt. Toutefois, le ratio masse salariale/chiffre d'affaires s'est amélioré pour s'établir à 6,5% en 2021 contre 8,9% en 2020.

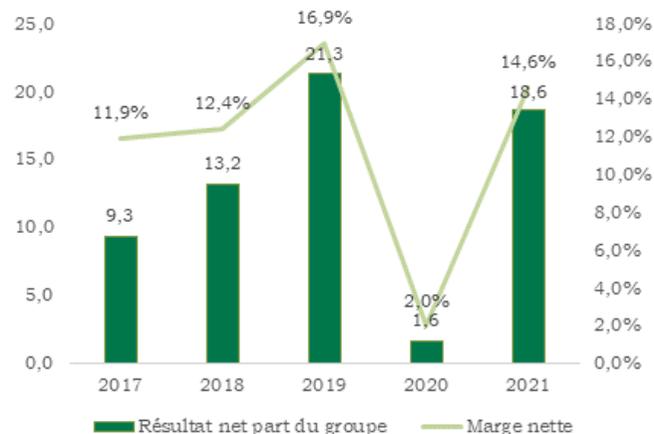
L'EBITDA du groupe a, pratiquement, triplé passant de 13,1MDt en 2020 à 31,6MDt en 2021, soit une marge d'EBITDA de 24,8% contre une marge de 15,8% une année auparavant.

### Evolution de la marge brute et de la marge d'EBITDA



L'amélioration de l'activité couplée à l'amélioration des marges a entraîné une fulgurante ascension du Bottom Line du Groupe, s'établissant à 18,6MDt contre 1,6MDt en 2020 et . Conséquemment, le ROE du Groupe est passé de 3% en 2020 à 30% en 2021.

### Evolution du résultat net et de la marge nette en MDt



## 3)- Une assise financière encore plus robuste

Sur le plan financier, l'augmentation de capital opérée en 2017 (une levée de 15MDt) a permis au papetier de financer substantiellement ses investissements et d'afficher une solide assise financière.

En 2021, grâce à une meilleure maîtrise de son cycle d'exploitation (des délais clients plus réduits, des délais de paiement fournisseurs qui se rallongent) le groupe a réussi à maintenir stable son besoin en fond de roulement. L'endettement net du Groupe (ajusté de l'escompte) a reculé de 3,4% pour s'établir à 25,3MDt. Le gearing s'en trouve amélioré à 35% contre 40% une année auparavant.

### Structure financière du groupe SOTIPAPIER (MDt)

En MDt	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Dette nette</b>	11,8	26,1	35,2	26,2	25,3
<b>Gearing</b>	20%	39%	46%	40%	35%
<b>BFR</b>	48,4	67,8	77,3	53,9	55,4
<b>ROE</b>	21%	23%	32%	3%	30%
<b>ROCE</b>	15%	22%	22%	2%	24%

## 4)- Une activité génératrice de cash-flow

Grâce à l'amélioration du résultat net part du groupe, le flux d'exploitation s'est amélioré de 3,8MDt pour atteindre 22,7MDt. Le ratio CFO/EBITDA est passé de 1,4x en 2020 à 0,7x en 2021. Le groupe a pu renforcer la cadence de ses investissements.

### Capacité Génératrice de Cash-flow du groupe SOTIPAPIER

En MDt	2019	2020	2021
<b>Capacité d'autofinancement</b>	26,6	10,9	25,3
<b>BFR</b>	77,3	53,9	55,4
<b>Flux d'exploitation</b>	10,3	18,9	22,7
<b>CFO/EBITDA</b>	0,3	1,4	0,7
<b>Investissements</b>	- 6,0	- 6,5	- 10,1
<b>Free Cash Flow</b>	4,3	12,4	12,6

## III- Prévisions & Perspectives d'avenir

Bénéficiant d'un effet de base favorable, la reprise a été au rendez vous en 2021, notamment grâce à la flambée du cours du papier. Le papetier, a été en mesure, comme à l'accoutumé, de réviser à la hausse ses prix de vente sur le marché local et d'améliorer ses niveaux de marge. Même si le prix de vente sur le marché local n'est pas indexé au cours international, les prix offerts par la société s'approchent de ceux de ses concurrents étrangers écoulant du papier importé sur le marché local. Ces derniers s'alignent au cours international.

En 2022, la flambée du prix du papier s'est poursuivie. Le management confirme qu'il serait en mesure de maintenir un niveau élevé des ventes et répercuter intégralement les hausses des prix de ses intrants sur ses prix de vente.

▪ **Le secteur du papier d'emballage est devant une décennie exceptionnelle profitant de nouveaux leviers favorisant sa croissance, à savoir le e-commerce et la substitution du plastique.**

▪ Le projet d'extension de la capacité de la production (de 20 000 tonnes additionnelles), déjà entamé, devrait commencer à porter ses fruits à partir des 18 prochains mois. Ce projet portera sur une transformation de la machine 3 de papier spécialisée dans le Test Liner. Une transformation qui a pour but de modifier la préparation de la pâte à papier, la rendre facile à sécher et du coup moins énergivore, ce qui permettrait au papetier de réduire de 20% le coût énergétique sur cette ligne de papier. A ce jour, l'achat de matériel et d'équipement relatif à ce projet est achevé à hauteur de 80%. Ce projet est financé à hauteur de 60% par des crédits bancaires long et moyen terme et 40% par les ressources propres.

▪ La société est parvenue à développer la collecte du vieux papier à travers ses clients partenaires sur le marché local et à travers l'ouverture de cinq nouveaux sites de collecte de vieux papiers. L'intégration des activités de la collecte et de la transformation du vieux papier, permettrait au papetier d'accroître sa productivité et d'améliorer ses niveaux de marges sur l'activité du Papier Pour Ondulés. En termes de collecte de papiers, SOTIPAPIER a pour objectif de couvrir la totalité de ses besoins en approvisionnements sur le segment du Test Liner). Le papetier jouit déjà d'un avantage comparatif par rapport à ses principaux concurrents importateurs Européens en terme de coût d'énergie.

▪ Pour ce qui est de l'intégration en aval de

l'activité, le management de la société a confirmé qu'il est à l'affût de toute opportunité de partenariat avec des cartonneries et des sacheries.

▪ Au vu du trend haussier du prix du papier, le chiffre d'affaires du papetier devrait croître, selon nos estimations d'au moins de 10% pour s'établir à 140MDt. Le résultat net du groupe devrait s'établir aux alentours de 19,7MDt selon nos prévisions. Nous resterons attentifs quant à l'évolution de la conjoncture et de l'activité de la société afin

## IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

d'ajuster nos prévisions en conséquence.

▪ Bien récompensé pour ses belles performances au titre de l'exercice 2021, le titre a pris sa revanche en 2021, se bonifiant de 32,7%. En 2022, le titre affiche une progression de 4,9%, depuis le début de l'année.

▪ Valorisée à 169MDt, soit un PER2022e de 8,6x et un VE/EBITDA2022e de 5,3x, la société retrouve toute son attractivité, affiche un niveau de

valorisation moins cher que celui de ses comparables internationaux.

▪ L'amélioration de la rentabilité du papetier reste tributaire:

- Des efforts commerciaux, pour préserver et diversifier son portefeuille clients.

- D'une meilleure intégration en amont de l'activité à travers la collecte du vieux papiers, de nature à réduire les besoins en papiers de la société et du coup son exposition à la volatilité des prix de la pâte à papier sur les marchés internationaux.

▪ **Nous recommandons le titre à « L'achat »**, tout en restant attentifs quant aux facteurs de risques exposés ci-dessus.

*« La cyclicité de l'activité, fortement exposée aux fluctuations des matières premières et sa dépendance du marché local demeurent les deux principales carences de SOTIPAPIER »*

## V- Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	EV/EBITDA		PE		P/B	
		2021	2022e	2021	2022e	2021	2022e
<b>Sotipapier</b>	<b>Tunisie</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
Packaging Corporation of America	USA	10,1	8,5	17,0	13,9	4,1	3,5
Iberpapel Gestion S.A.	Espagne	6,7	4,7	18,3	14,1	0,6	0,6
Rengo Co., Ltd.	Japan	6,4	5,7	6,3	5,8	0,5	0,5
Stora Enso Oyj	Finlande	7,6	6,9	15,1	10,6	1,3	1,2
BillerudKorsnas AB	Suède	7,6	4,4	15,5	7,4	1,3	1,1
Neodecortech SpA	Italie	4,6	4,4	7,6	7,3	0,8	0,6
<b>Médiane</b>		<b>7,1</b>	<b>5,2</b>	<b>15,3</b>	<b>9,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>

Source: Infanciales et Tunisie Valeurs