Tunisie Valeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

SOTRAPIL

Un faible profil de risque

Rédigé le 17/06/2021

Compte de résultat

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	**11,9**	**15,1**	**17,5**	**17,1**	**14,0**	**16,5**	**17,3**
Variation		27%	16%	-2%	-18%	18%	5%
Marge brute	**11,1**	**14,2**	**16,4**	**16,0**	**13,0**	**15,4**	**16,2**
Taux de marge brute	94%	94%	94%	94%	93%	93%	94%
EBITDA	**6,8**	**9,7**	**10,6**	**9,8**	**8,6**	**10,2**	**10,7**
Variation		43%	9%	-7%	-13%	19%	5%
Taux de marge d'EBITDA	57%	64%	61%	58%	61%	62%	62%
Résultat net	**4,0**	**5,3**	**7,2**	**7,4**	**7,2**	**7,6**	**7,9**
Variation		32%	37%	3%	-3%	7%	3%
Marge nette	34%	35%	41%	43%	51%	46%	45%

Source: Etats financiers de SOTRAPIL et estimations de Tunisie Valeurs

- **En 2021, le transporteur national des hydrocarbures a redressé la barre, affichant une progression à deux chiffres de ses revenus (+18% à 16,5MDt). SOTRAPIL affiche comme à l'accoutumé des niveaux de rentabilité hors pair. Le taux de marge brute de la société s'est maintenu stable à 93%. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 1 point pour s'établir à 62%. Le résultat net de SOTRAPIL s'est établi à 7,6MDt, soit une hausse de 7% comparé à 2020, soit un taux de marge nette de 46%.**
- **L'AGO a décidé de distribuer un dividende de 1,100Dt, soit un rendement en dividendes attrayant de 8,1%. La date de la distribution a été fixée pour le 10 juillet 2022.**
- **Valorisée à 56,2MDt, soit un PER2022e de 6,9x et un VE/EBITDA2022e de 0,4x, la société traite à des niveaux de valorisation très bas.**
- **Nous recommandons à l'achat le titre du transporteur des hydrocarbures, connu par la récurrence de ses revenus, sa forte capacité de génération de trésorerie, l'attractivité de son rendement en dividende et ses niveaux de valorisation bas. Ce titre nous semble particulièrement approprié pour un Compte d'Epargne en Actions du fait de sa rémunération attractive en dividendes. Toutefois, la faible liquidité du titre pourrait constituer un frein à l'investissement.**

Prix : 13,590DT

Acheter (+)

Actionnariat*

STIR :	34,03%
ETAP :	18,28%
SNDP :	0,63%
STEG :	0,63%
Groupe DRISS Marhaba:	21,21%
Public:	25,21%

Capitalisation boursière: 56,24MDT

Ratios boursiers:

PER 2022e:	6,9x
VE/EBITDA 2022e:	0,4x
Dividend yield 2021:	8,1%
Performance 2022:	+5,76%

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

** Données au 17/06/2022

« SOTRAPIL nous semble particulièrement approprié pour un Compte d'Epargne en Actions du fait de sa rémunération attractive. Toutefois, la faible liquidité du titre pourrait constituer un frein à l'investissement.»

I. Présentation de la société

▪ Créée en septembre 1979, la société de transport des hydrocarbures par pipelines "SOTRAPIL " est entrée en exploitation en 1984. Jouissant d'une position monopolistique, la SOTRAPIL assure, à elle seule, le transport des hydrocarbures sur tout le territoire de la République Tunisienne à travers :

1/- La construction et l'exploitation d'un pipeline entre Bizerte et Radès, d'une longueur d'environ 71 kms, de réservoirs, dépôts et annexes pour le transport, le stockage et la livraison d'hydrocarbures ;

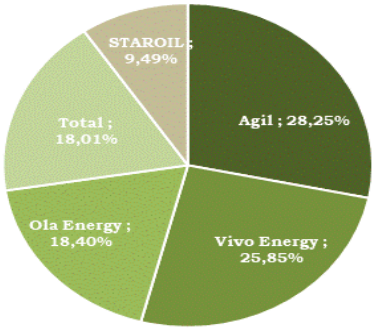
2/- Une station à Bizerte, destinée principalement au pompage des produits pétroliers raffinés de la STIR vers la station de Radès.

3/- Un centre terminal à Radès, destiné à assurer l'acheminement et la distribution des produits pétroliers venant de Bizerte vers les dépôts des divers clients.

4/- La construction et l'exploitation d'un pipeline entre la Goulette et l'aéroport de Tunis- Carthage pour le transport de Jet.

▪ Les sociétés clientes de SOTRAPIL sont les suivantes: AGIL, Vivo Energy, Ola Energy, Total et STAROIL.

Contribution des clients aux revenus en 2021

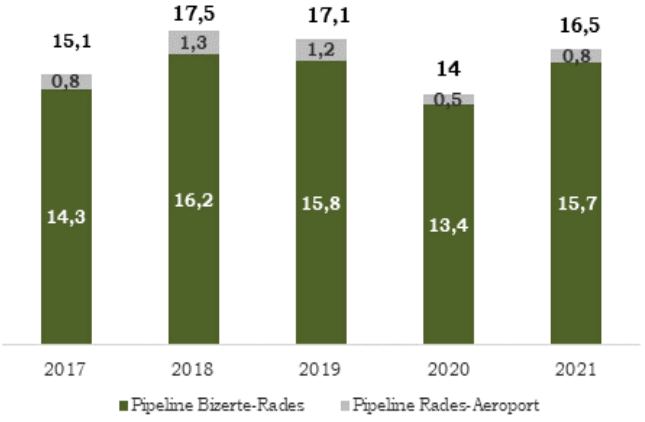


II– Faits & éléments saillants au 31 décembre 2021

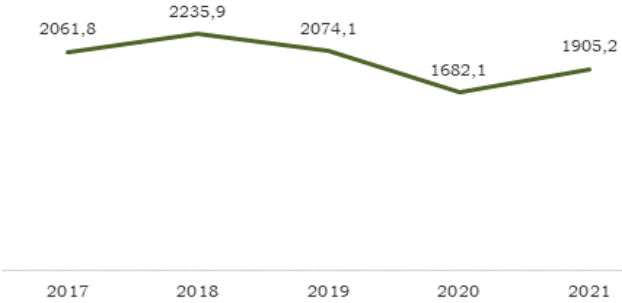
1)- Une activité qui se redresse

▪ En 2021, la SOTRAPIL a affiché une progression à deux chiffres de ses revenus. Le chiffre d'affaires du transporteur des hydrocarbures s'est hissé de 18% à 16,5MDt, mais demeure en deçà des réalisations de 2018. Cette nette reprise de l'activité s'explique par la hausse de la demande en gas-oil importé du port pétrolier de Radès ainsi que par le redressement progressif du trafic aérien, après une année 2020 souffrant de la propagation de la pandémie Covid-19 et des mesures de confinement sanitaire décidées par les autorités tunisiennes. La société a relevé à deux reprises (+ 3% à chaque fois) ses frais de transport par le pipeline Bizerte– Rades. SOTRAPIL a également révisé à la hausse (+5%) ses frais de transport du jet à travers le pipeline entre la Goulette et l'aéroport de Tunis- Carthage.

Répartition du chiffre d'affaires du groupe en MDt



Evolution des quantités transportées en milliers de m3



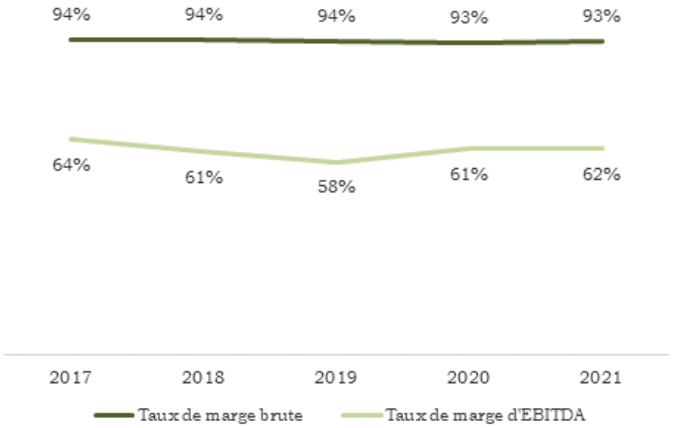
▪ Le trafic acheminé par la société s'est élevé à 1 905 200 m3, en progression de 13,3% par rapport à celui de l'année précédente. Le Gas-oil est la plus importante matière transportée par la SOTRAPIL, représentant 61% du total trafic transporté. L'essence vient en deuxième position, représentant 38% du trafic.

▪ Le taux d'utilisation du pipeline Bizerte et Radès s'est amélioré s'établissant à 81% contre uniquement 72% en 2020, sans pour autant retrouver le taux d'utilisation du pipe en 2018 (92%).

2)- Des niveaux de marge séduisants

▪ Fidèle à lui même, le transporteur national des hydrocarbures affiche comme à l'accoutumé des niveaux de rentabilité hors pair. A fin 2021, la marge brute de la société s'est élevée à 15,4MDt, soit une hausse annuelle de 18,7%. Le taux de marge brute de la société s'est maintenu stable à 93%. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 1 point pour s'établir à 62%. Les frais du personnel constituent, la plus importante charge d'exploitation, représentant 31% du total des produits d'exploitation de la société, contre 34% des revenus une année auparavant.

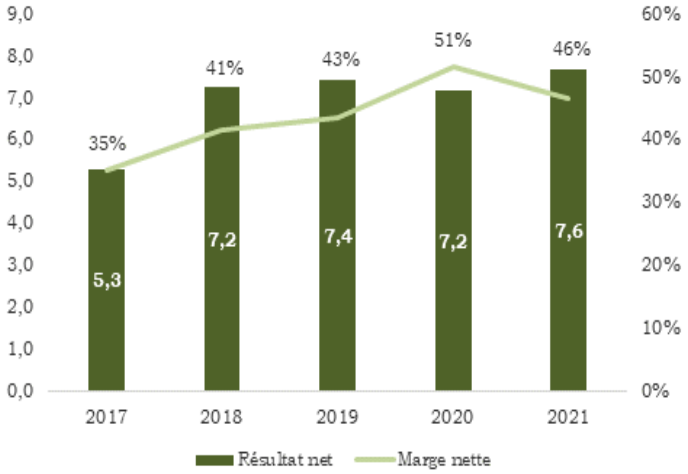
Evolution de la marge brute et de L'EBITDA



3)- Une rentabilité au rendez-vous

▪ A fin 2021, le résultat net de SOTRAPIL s'est établi à 7,6MDt, soit une hausse de 7% comparé à 2020. Il convient de préciser que 40% du résultat net provient des produits de placement qui se sont élevés à plus de 3MDt en 2021. Le taux de marge nette du transporteur a été de 46%.

Evolution du résultat net et de la marge nette (MDt)



3)- Une assise financière des plus robustes

▪ Sur le plan financier, le transporteur des hydrocarbures est connu pour la solidité de sa structure bilantielle. Une structure atypique marquée par un faible besoin en fond de roulement (un BFR négatif de –0,6MDt en 2021), par une dette nette négative (-46MDt en 2021) et une trésorerie largement excédentaire.

Structure financière de SOTRAPIL

En MDt	2017	2018	2019	2020	2021
BFR	2,7	2,2	5,2	3,9	-0,6
Dette nette	-28,1	-33,3	-34,4	-38,8	-46,0
Capitaux propres	38,7	42,2	45,2	47,6	50,5
ROE	14,1%	17,8%	17,0%	15,4%	15,6%

4)- Une génération de cash-flow récurrente et en nette amélioration en 2021

▪ Grâce à une meilleure maîtrise de son besoin en fond de roulement, SOTRAPIL a amélioré son flux d'exploitation de 4,8MDt à 14,1MDt. Le ratio CFO/ EBITDA est passé de 1,1x en 2020 à 1,4x en 2021. Le FCF du transporteur s'est établi à 13,8MDt.

Capacité Génératrice de Cash– flow de SOTRAPIL

En MDt	2017	2018	2019	2020	2021
CFO	7,5	8,8	6,3	9,3	14,1
CFO/ EBITDA	0,8	0,8	0,6	1,1	1,4
Capex	0,1	0,5	0,6	0,4	0,3
Free Cash Flow	7,4	8,3	5,6	8,8	13,8

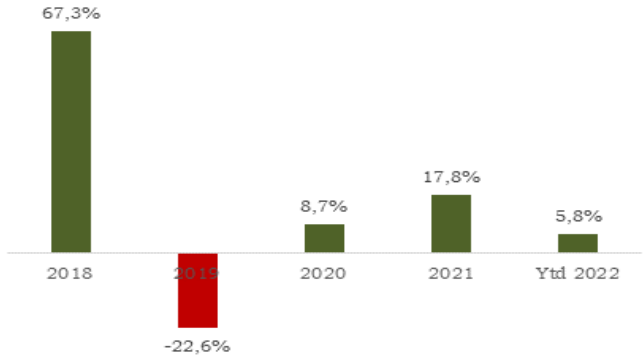
III– Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

▪ Le transporteur des hydrocarbures qui a été affecté par les retombées de la crise (affichant des revenus, en 2020, en baisse annuelle 18,1%) a été bien à l'abri en bourse, se bonifiant de 17,8% à fin 2021. En 2022, la performance du titre en bourse a été timide de 5,8%, depuis le début de l'année.

▪ Valorisée à 56,2MDt, soit un PER2022e de 6,9x et un VE/EBITDA2022e de 0,4x, la société traite à des niveaux de valorisation très bas.

▪ **Nous recommandons à l'achat le transporteur des hydrocarbures, connu par la récurrence de ses revenus, sa forte capacité de génération de trésorerie et surtout l'attractivité de son rendement en dividende et ses niveaux de valorisation bas.** Ce titre nous semble particulièrement approprié pour un CEA du fait de la rémunération attractive du titre. Toutefois, la faible liquidité du titre pourrait constituer un frein à l'investissement.

Performance boursière du titre SOTRAPIL



« La récurrence des revenus du transporteur, sa forte capacité de génération de trésorerie, son rendement attractif et ses niveaux de valorisation bas, sont les principaux atouts du transporteur»