

Rédigé le 07/06/2023

SOTUMAG: investir en « bon père de famille »

Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Présentation de la société SOTUMAG
- III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
- IV- Perspectives d'avenir & prévisions
- V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

Avertissement

« Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de Tunisie Valeurs à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant Tunisie Valeurs ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de cette valeur.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation ».

SOTUMAG: investir en « bon père de famille »

I- Points clefs

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Chiffre d'affaires	12,3	14,1	14,9	15,4	16,5	17,3
<i>Progression</i>	-	14,7%	6,0%	3,2%	7,2%	5,0%
Marge brute	11,5	13,4	14,1	14,7	15,8	16,6
<i>Progression</i>	-	15,9%	5,9%	3,9%	7,5%	5,0%
Taux de marge brute	93,9%	94,9%	94,8%	95,5%	95,8%	95,8%
Charges de personnel	6,4	6,6	7,0	7,1	7,4	7,8
<i>Progression</i>	-	3,1%	6,4%	0,9%	4,6%	5,0%
En % des revenus	52,4%	47,1%	47,2%	46,2%	45,1%	45,1%
EBITDA	4,2	5,7	5,3	6,1	7,0	7,3
<i>Progression</i>	-	38,1%	-7,9%	15,0%	14,5%	4,7%
Marge d'EBITDA	33,9%	40,8%	35,4%	39,5%	42,2%	42,1%
Produits financiers	1,0	1,6	2,1	1,8	2,2	2,4
<i>Progression</i>	-	71,8%	27,4%	-14,0%	23,8%	7,0%
Résultat net	3,2	4,7	4,6	5,8	6,2	6,5
<i>Progression</i>	-	47,7%	-1,5%	26,1%	6,4%	4,2%
Marge nette	26,0%	33,4%	31,1%	38,0%	37,7%	37,4%

Sources: états financiers de la société SOTUMAG et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **En dépit de la morosité ambiante, la SOTUMAG confirme la résilience de son business model, affichant des réalisations réconfortantes au titre de l'année 2022. La compagnie a maintenu le cap sur la croissance. Elle a pu atteindre de nouveaux paliers de rentabilité et améliorer ses équilibres financiers. En 2022, le gestionnaire du marché de gros a pu dégager un bénéfice net de 6,2MDt, 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* : 4,930Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

Etat tunisien: 37,5%

Société Trabelsi & Fils: 20,0%

COOPMAG***: 15,6%

Office du Commerce de la Tunisie: 7,5%

Autres actionnaires: 19,4%

Capitalisation boursière*:
65MDt

Ratios boursiers*:

PER 2023e: 10x

VE/EBITDA 2023e: 4,5x

Dividend yield 2023e: 8,5%

Performance 2023: -3,7%

ROE 2022: 19,1%

* Données au 7 Juin 2023.

** Au 22 Juin 2022.

*** Société Coopérative des Manutentionnaires du Marché de Gros.

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

SOTUMAG: investir en « bon père de famille »

II- Présentation de la société SOTUMAG

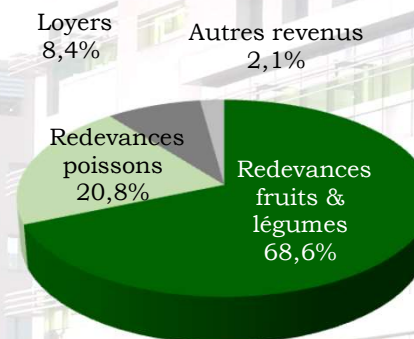
- Créée en 1980, la SOTUMAG a pour objet la gestion du marché central de gros de « Bir El Kassâa ». La SOTUMAG jouit d'une situation de monopole, d'un emplacement stratégique et d'une capacité de stockage élevée qui lui permettent de traiter 40% de la production nationale de légumes et fruits et d'assurer l'approvisionnement du district de Tunis. Le transit des produits alimentaires constitue la première source de revenus pour la société (89,4% 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 (8,4%), elle assure un flux récurrent de revenus, vital en période de mauvaise saison agricole ou de pêche.

III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

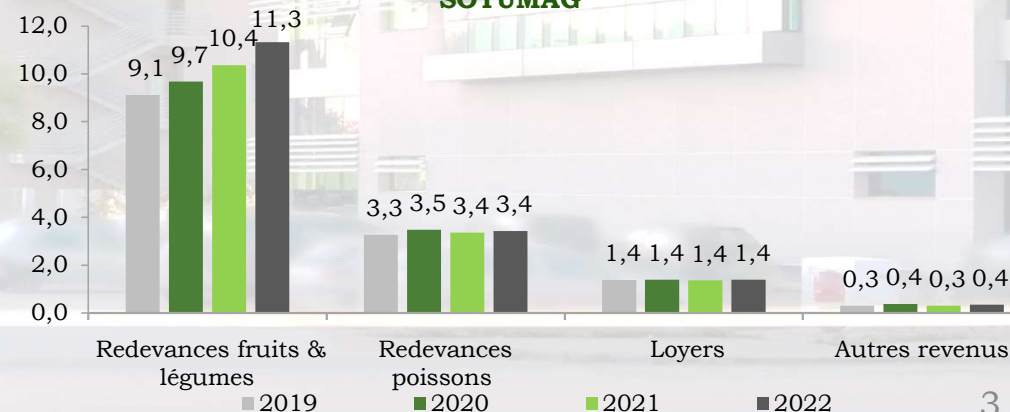
- En 2022, la SOTUMAG a affiché une accélération au niveau de la croissance de ses revenus, comparativement à 2021. Le chiffre d'affaires de la société publique a crû de 7,2%, atteignant un nouveau record historique de 16,5MDt.
- Cette performance nous semble louable car elle a été réalisée dans un contexte peu porteur marqué par: 1) la non-adoption de méthodes de gestion unifiée de tous les marchés de gros dans les régions intérieures de la Tunisie et 2) la prolifération du phénomène de la vente des produits agricoles frais et des produits de la mer en dehors des circuits de distribution légaux.

- Selon le management, la bonne performance Top line de la SOTUMAG est redevable aux efforts de supervision et à l'amélioration des procédures organisationnelles et de gestion au sein de la compagnie. Et d'ajouter que cette performance a été tirée surtout par un effet prix positif (hausse moyenne des prix des légumes, fruits et poissons de 14%). Tandis que les quantités transigées sur le marché ont connu une baisse de 5% sur l'année 2022. Toutes les lignes de métiers de la société ont été bien orientées sur l'année écoulée. Les redevances fruits et légumes, principal générateur de revenus pour la SOTUMAG se sont appréciées de 9,2% à 11,3MDt. Les redevances poissons se sont engraisées de 2% à 3,4MDt et les loyers ont évolué de 2% à 1,4MDt.

Structure du chiffre d'affaires (2022)



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



SOTUMAG: investir en « bon père de famille »

- Grâce à l'optimisation des approvisionnements et à la politique de maîtrise des charges (hausse de la facture salariale de 4,6% seulement sur l'année à 7,4MDt et baisse des autres charges d'exploitation de 8,1% à 1,4MDt), la SOTUMAG a réussi à améliorer ses niveaux de marges et sa rentabilité d'exploitation en 2022. Le taux de marge brute a signé une avancée de 0,3 point de pourcentage à 95,8% et la marge d'EBITDA a nettement progressé de 2,7 points de pourcentage à 42,2%.
- 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 -26MDt soit un gearing de -98,3%), la société se distingue par son activité de « cash management » dynamique qui lui rapporte des produits financiers récurrents (des produits financiers de 2,2MDt, en 2022, en hausse de 23,8% comparativement à 2021).
- Grâce à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et à une activité financière bien portante, la société est parvenue à consolider sa rentabilité nette. Le résultat net de la compagnie a augmenté de 6,4% à 6,2MDt sur l'année 2022. **Une performance qui a amené la société à rehausser à 0,420Dt, le montant du dividende par action à distribuer aux actionnaires au titre de l'exercice 2022 comparativement à l'exercice 2021, soit un payout exceptionnel de 89,1%. Notons que l'AGO du 7 Juin 2023 a fixé la date de mise en paiement des dividendes à partir du 6 Juillet 2023.**

Capacité de génération du cash-flows et rentabilité d'exploitation



- Il convient de souligner, enfin, que les résultats de 2022 tiennent compte de la constatation d'une provision pour litiges de 351,1 mille dinars à la suite du jugement rendu contre la SOTUMAG au profit d'un client.

IV- Perspectives d'avenir & prévisions

- Dans le cadre de la définition de la stratégie de développement de la société dans les prochaines années, la SOTUMAG a lancé, en 2023, 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:

SOTUMAG: investir en « bon père de famille »

- La généralisation de l'informatisation,
 - La construction d'un nouvel espace pour la vente 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.
 - A court terme, 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.
- Malgré le stress hydrique qui frappe la Tunisie, les répercussions du changement climatique et le rétrécissement des surfaces cultivables en 2023 sur fond d'une crise de l'eau, nous nous n'attendons pas à des changements majeurs en 2023. La société devrait maintenir le cap sur la croissance grâce à: **1)** une demande soutenue pour les produits frais, **2)** la hausse générale des prix qui compenserait nettement l'effet volume négatif (avec la baisse anticipée des quantités transigées), 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 5% à 17,3MDt et sur un résultat net en hausse de 4,2% à 6,5MDt.

V- Comportement 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 une hausse continue depuis l'année 2014 jusqu'en 2022. Il sied de noter, également, que l'évolution du titre a été favorisée par un niveau de liquidité plus élevé sur les dernières années. Le titre a débuté l'année 2023 sur une note légèrement négative, cumulant à ce jour une contreperformance de -3,7%
- Avec une capitalisation de 65,1MDt, la valeur traite à des niveaux de valorisation intéressants (P/E 2023e de 10x et VE/EBITDA 2023e de 4,5x).

SOTUMAG: investir en « bon père de famille »

- 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. Caractéristique presque partagée avec les autres sociétés publiques, la SOTUMAG se distingue par son instabilité managériale sur les dernières années. Une lacune qui constitue une entrave pour la mise en place d'une véritable stratégie.
- Nous recommandons un positionnement sur le titre, en particulier pour un profil CEA pour le bon rendement en dividende qu'il offre.

Performances boursières annuelles du titre SOTUMAG

