



C.G.I. News

المؤسسة العامة للاستثمار
COMPAGNIE GENERALE D'INVESTISSEMENT

Code ISIN:
TN0007630015

Note d'analyse-SOTIPAPIER

| Secteur | Cours (14-07-23) | Perf 22 | Perf 23 | PER 22 | PBR 22 | ROE 22 | Div yield 22 | Capi (14-07-23) |
|---------------------|---------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------------|-----------------|
| Papier et emballage | 7,030 | +25,88% | +5% | 7,7 | 2,3 | 43,5% | 6,7% | 198 134 159 |

Structure de capital

| | |
|----------------------|-------|
| SANGO ELLIS S.A | 33,8% |
| \$\$\$ ELLIS HOLDING | 17,7% |
| Public | 48,5% |

Ratios boursiers :

| | | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22 |
|-----------------|----|-------|-------|-------|-------|
| Cours (31/12) | DT | 6,980 | 4,600 | 5,680 | 6,680 |
| Nominal | DT | 1,09 | 1,09 | 1,09 | 1,09 |
| PER | x | 9,1 | 76,9 | 8,6 | 7,3 |
| BPA | DT | 0,8 | 0,1 | 0,7 | 0,9 |
| Dividende | | 0,465 | 0,425 | 0,470 | 0,470 |
| Dividende Yield | | 6,7% | 9,2% | 8,3% | 7,0% |
| FCF yield | % | -5,8 | 9,2 | 9,9 | 32,8 |
| PBR | x | 2,6 | 2,0 | 2,2 | 2,2 |
| VE/CA | x | 1,7 | 1,8 | 1,4 | 1,3 |
| VE/EBITDA | x | 6,3 | 11,1 | 5,6 | 4,7 |
| VE/EBIT | x | 7,5 | 38,2 | 7,1 | 6,3 |

Informations boursières :

| | | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22 |
|----------------|-----|------------|------------|------------|------------|
| Capitalisation | MDT | 195,0 | 128,5 | 160,1 | 188,3 |
| VE | MDT | 210,7 | 144,8 | 175,5 | 214,6 |
| Nb de titres | | 27 941 666 | 27 941 666 | 28 184 091 | 28 184 091 |

Compte de résultat :

| | | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22 |
|-------------------------------------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CA | MDT | 125,5 | 82,7 | 127,4 | 159,4 |
| Croissance % | % | 17,7% | -34,1% | 54,1% | 25,1% |
| CA Papiers Kraft | MDT | 72,3 | 50,2 | 76,0 | 92,5 |
| CA Test Liner et Cannelure | MDT | 55,3 | 34,3 | 55,7 | 73,3 |
| Taux de marge brute | | 37,4% | 30,4% | 35,9% | 39,4% |
| Produits opérationnels | MDT | 125,5 | 82,8 | 127,9 | 159,5 |
| Croissance % | % | | -34,0% | 54,5% | 24,7% |
| EBITDA | MDT | 33,4 | 13,1 | 31,6 | 46,1 |
| Marge % | % | 26,7% | 15,8% | 24,8% | 28,9% |
| Résultat opérationnel - EBIT | MDT | 28,1 | 3,8 | 24,9 | 34,1 |
| Résultat financier | MDT | -3,2 | -2,1 | -2,5 | -3,9 |
| Résultat avant impôts | MDT | 26,0 | 1,8 | 21,6 | 30,1 |
| Charges d'impôts | MDT | 4,7 | 0,6 | 3,0 | 4,3 |
| Résultat net | MDT | 21,3 | 1,2 | 18,6 | 25,9 |
| Marge % | % | 17,0% | 1,4% | 14,5% | 16,2% |
| Croissance % | % | | -94,5% | 1486,3% | 39,2% |

Free Cash Flows :

| | | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22 |
|------------------|-----|--------------|-------------|-------------|------------|
| EBITDA | MDT | 33,4 | 13,1 | 31,6 | 46,1 |
| Impôt normatif | MDT | 4,7 | 0,6 | 3,0 | 4,3 |
| Variation du BFR | MDT | 56,6 | -8,0 | 2,2 | 15,5 |
| CAPEX | MDT | 5,7 | 6,5 | 10,1 | 20,5 |
| FCF | MDT | -33,5 | 13,9 | 16,2 | 5,7 |

Données financières :

| | | 12/19 | 12/20 | 12/21 | 12/22 |
|---------------------------|-----|-------|-------|-------|-------|
| ROCE avant IS | DT | 30,1% | 4,4% | 26,7% | 27,8% |
| ROCE apres IS | % | 21,1% | 3,1% | 18,7% | 19,4% |
| ROE | % | 38,7% | 2,6% | 34,8% | 43,5% |
| FCF | MDT | -33,5 | 13,9 | 16,2 | 5,7 |
| Dette nette | MDT | 15,7 | 16,3 | 15,4 | 26,3 |
| Gearing | % | 20,5% | 25,0% | 21,4% | 30,8% |
| Dette nette / EBITDA | x | 0,5 | 1,2 | 0,5 | 0,6 |
| EBITDA / Frais financiers | x | 8,8 | 5,3 | 11,4 | 11,5 |

Une reprise confirmée

Après un bond de +54% au terme de 2021, le groupe **Sotipapier** a enregistré à fin 2022 une nouvelle hausse de son CA de **+25%** (à **159,4 MDt**) (presque deux fois le total revenu de 2020).

Le CA doit sa progression à la conjonction de deux facteurs (1) la hausse du volume des ventes et (2) l'augmentation des prix de vente ayant générés un accroissement du CA de 32 MDt.

Le chiffre d'affaires est principalement réalisé sur le marché local, avec en moyenne 96% sur les trois dernières années.

Par ailleurs, l'analyse de la structure du Chiffre d'affaires par produit fait apparaître une prépondérance du CA "**Papiers Kraft**" d'environ 58%, atteignant **92,5 MDt** à la fin de 2022 contre 76 MDt en 2021 (soit une croissance de +22%).

Le CA "**Test Liner et Cannelure**", qui constitue la deuxième source des revenus, générant 46% de son CA, affiche un taux de croissance de +31,6% passant de 55,7MDt en 2021 à **73,3MDt** à fin 2022.

Bien qu'elle soit fortement exposée aux variations des prix des matières premières importées (essentiellement la pâte à papiers) qui représentent 51% de la facture d'approvisionnement (ayant augmenté de 31% entre 2021 et 2022) et au taux de change (dégradation du dinar face à l'euro et dollars), le groupe a réussi à maîtriser, voir même, à améliorer ses marges grâce à une politique de répercussions partielle des prix. En effet, le taux de marge brute est passé de 35,9% en 2021 et à **39,4%** à fin 2022.

Par ailleurs, la charge de personnel a augmenté de seulement 4% à fin 2022 (à 8,6 MDt), ramenant le rapport charge salariale/CA à 5,4% (vs une moyenne de 7% sur la période 2019/2021).

L'EBITDA s'est alors établi à **46MDt** à fin 2022 (vs 13MDt à fin 2020) soit quasiment 3 fois le niveau de 2020, et est en hausse de +38% par rapport à 2019. La marge d'EBITDA du groupe passe de 24,8% à fin 2021 à **28,9%** au 31 décembre 2022.

Dans le même sillage, la marge industrielle (EBITDA/VA) passe à 84,2% (vs 79,2% à la même période en 2021).

Profitant de l'amélioration de l'activité et des marges, le bottom line du groupe s'est établi à **25,9MDt**, soit une progression de +39% comparé à 2021 et de +21% comparé à 2019 correspondant à un taux de marge nette de **16,2%** (vs 2% en 2020).

En conséquence, le ROE, s'est établi à **43,5%** vs 34,8% en 2021.

De plus, il convient de noter que le **ROCE** retourne à son niveau d'avant la pandémie (à **30,5%** en 2022) soit une amélioration d'environ 2 points de pourcentage par rapport à 2020 témoignant de la capacité de l'entreprise à générer du profit par rapport aux capitaux qui ont été investis.

Structure financière

Au niveau de sa situation financière, représentant 125 jours du chiffre d'affaires de la société, le BFR est couvert à plus de 75% par le fond de roulement, ce qui montre la bonne situation financière du groupe.

Bien que le besoin en fonds de roulement ait augmenté, Sotipapier a réussi à dégager un excédent de trésorerie positif de 36MDt (en hausse de +20% par rapport à 2021), dotant le groupe d'une large capacité à financer son exploitation, ses investissements d'exploitation et à payer ses impôts.

Investissements et stratégie de développement

Selon le management, l'année 2023 sera principalement focalisée sur la finalisation du plan d'investissement lancé il y a quelques années (portant sur 30 MDt) ayant pour objectif l'augmentation de la capacité de production (de 65 000 tonnes/an à 80 000 tonnes/an).

Cette augmentation vise à répondre aux besoins des clients actuels et potentiels (conjoncture internationale favorable aux papiers d'emballage, qui résulte notamment d'une substitution importante du plastique par le papier), à développer l'intégration verticale des activités et à renforcer l'activité de recyclage et ce en cherchant à se positionner en tant que leader dans ce domaine.

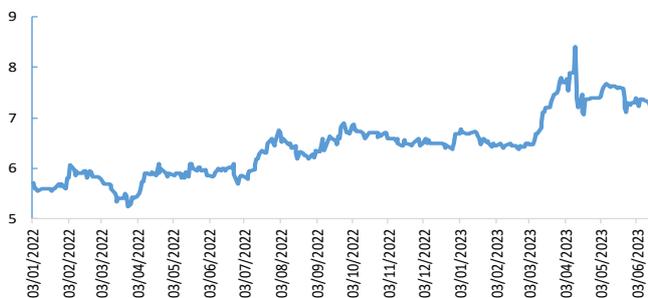
Un retour sur investissement est prévu à partir de 2024.

Le management a aussi réaffirmé son intention d'accomplir de nouveaux projets permettant de réaliser des économies d'énergie.

Par ailleurs, une expansion internationale est envisagée, avec une attention particulière portée aux marchés limitrophes, en particulier l'Algérie. Un marché prospère (3 fois le marché local) qui offre une concurrence limitée et permet une maîtrise des coûts et des délais de transport, notamment grâce à la livraison par voie terrestre.

Comportement boursier

Evolution du cours ajusté de SOTIPAPIER depuis Janvier 2022



Cours le plus haut (11/04/2023) : 8,400 Dt

Cours le plus bas (18/03/2022) : 5,200 Dt

Après un bon parcours boursier sur les deux dernières années +32,7% en 2021 et +26% en 2022, le titre accumule +5% depuis le début de 2023 (à 7,030 Dt au 14/07/2023) et est valorisé à 198MDt, soit un PER de **7,7x** et un VE/EBITDA de **4,3x**, un niveau de valorisation attrayant par rapport aux sociétés industrielles cotées.

La société offre aussi un rendement en dividende attrayant de **6,7%**.

Agenda Financier

L'assemblée générale a convenu de distribuer, le 13 Septembre 2023, un dividende par action de 0,470 Dt. Un niveau qui correspond à un pay out de 51% et un dividende yield de 6,7%.