



المؤسسة العامة للاستثمار  
COMPAGNIE GENERALE D'INVESTISSEMENT

# C.G.I. Note d'analyse

## SOTETEL

Reuters Ref :  
NC  
ISIN :  
TN0006530018

Secteur	Prix 30/09/2024	Performance 2023	Performance 2024	PER (23)	PBR (23)	Dividend yield	Capitalisation boursière
Service	6,120	22,5%	83,89 %	7,3	0,9	8,2%	28 377 216

### Structure de capital 31/12/2023

TUNISIE TELECOM	35.00%
Autres actionnaires détenant moins que 5%	65.00%

### Ratios boursiers :

		2021	2022	2023	06/24
Cours	DT	2.820	2.940	3.600	5.600
Nominal	DT	5	5	5	5
PER	ns	11.4	4.3	6.4	6.4
Rdt net (%)	%	-40.2%	4.3%	22.5%	55.6%
BPA	DT	-0.055	0.258	0.836	0.878
Dividende	DT	0	0	0.500	
Div yield	%	0.00%	0.00%	13.89%	
FCF yield	%	-72.4%	32.6%	-10.4%	-9.3%
PBR		0.50	0.52	0.61	0.83
VE/CA		0.27	0.19	0.24	0.77
VE/EBITDA		3.24	1.56	1.92	7.54
VE/EBIT		54.25	4.13	3.11	11.61

### Informations boursières :

		2021	2022	2023	06/24
Capitalisation	MDT	13.1	13.6	16.7	26.0
VE	MDT	10.5	9.8	15.5	27.1
Nb de titres		4 636 800	4 636 800	4 636 800	4 636 800

### Compte de résultat :

		2021	2022	2023	06/24
Chiffre d'affaires	MDT	39.1	50.0	64.9	35.4
Croissance %	%	22.8%	26.4%	31.0%	33.6%
Marge Brute	MDT	24.1	27.3	11.9	27.2
Taux de Marge Brute	%	48.2%	42.1%	45.1%	34.8%
EBITDA	MDT	3.3	6.2	8.1	3.6
Marge %	%	8.3%	12.5%	12.4%	10.2%
Résultat opérationnel - EBIT	MDT	0.2	2.4	5.0	2.3
Marge %	%	0.5%	4.7%	7.7%	6.6%
Résultat financier	MDT	-0.7	-1.2	-1.3	-0.4
Résultat avant impôts	MDT	-0.2	1.3	4.2	1.9
Charges d'impôts	MDT	0.1	0.1	0.4	0.3
Résultat net	MDT	-0.3	1.2	3.9	1.6
Marge %	%	-0.7%	2.4%	6.0%	4.6%

### Free Cash Flows :

		2021	2022	2023	06/24
FCO	MDT	-9.34	5.35	0.04	-1.97
CAPEX	MDT	0.1	0.9	1.8	0.4
FCF	MDT	-9.5	4.4	-1.7	-2.4

### Données financières :

		2021	2022	2023	06/24
ROCE	%	-4.9%	2.1%	10.3%	4.4%
ROE	DT	-1.0%	4.6%	14.2%	5.2%
FCF	DT	-9.5	4.4	-1.7	-2.4
Dettes nette	DT	-2.5	-3.9	-1.2	1.1
Gearing	%	-9.6%	-14.8%	-4.4%	3.7%
Dettes nette / EBITDA	x	-0.78	-0.62	-0.15	0.32
EBITDA / Frais financiers	x	2.2	3.4	3.7	3.8

La SOTETEL enchaîne sa troisième année consécutive de croissance du chiffre d'affaires, après une année 2020 marquée par la pandémie, qui avait entraîné une chute de 27 % par rapport à 2019. À la fin de 2023, les ventes de la compagnie ont augmenté de 31 %, atteignant **64,9 MDt**, ce qui correspond à un taux de croissance annuel moyen de 27 % sur la période 2021-2023.

Cette performance résulte d'un effort commercial significatif, favorisant une meilleure diversification de la clientèle (ministères, hôpitaux, PME, banques, assurances, hôtels, etc.) et une contribution au projet de mise en place du réseau national de l'Éducation, au profit des établissements éducatifs (Edunet 10 et Edunet 20).

Cette évolution est principalement due à une croissance de l'activité locale, qui représente 98 % du chiffre d'affaires total. Les ventes à l'export, bien qu'en forte progression de 128,7 %, ne représentent que 2% du chiffre d'affaires global et sont essentiellement réalisées par la succursale à Malte.

L'analyse du chiffre d'affaires par pôle d'activité révèle que le secteur **"Réseaux d'accès"** prédomine, générant 44 % du total des ventes, avec une croissance de +34 %, atteignant **28,6 MDt** à la fin de 2023.

Dans le même sillage, l'activité **"Service convergents"** a augmenté de +64% (à **24,8 MDt** au terme de 2023), profitant essentiellement de la mise en place des solutions Fortinet au profit des établissements scolaires et l'installation et la mise en service des IP CISCO pour le compte de Tunisie Télécom.

En revanche la part de l'activité **"Core & Wireless"** a diminué de 29% entre 2023 et 2022 (à 8,8 MDt), soit 14% du CA en raison de la baisse des commandes du marché génie civile des pylônes.

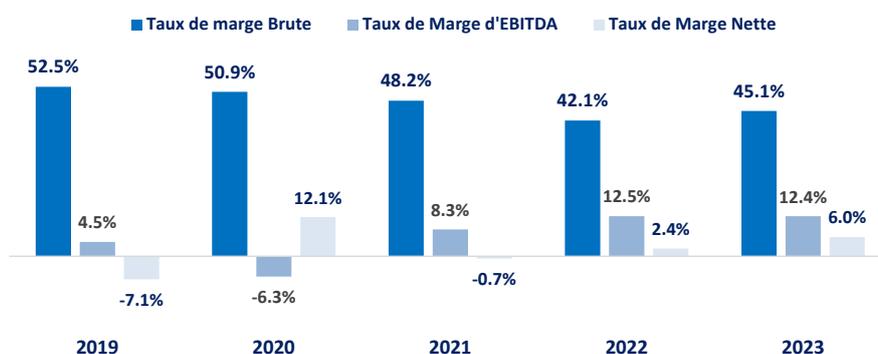
Bien que plombé par le renchérissement des intrants, le taux de marge brute a augmenté de 3 points de pourcentage à **45,1%** (vs un plus haut niveau de 52,5% en 2020).

De ce fait, la SOTETEL a réussi à améliorer significativement sa marge d'EBITDA. Cette dernière a basculé en territoire positif depuis 2021 passant de 8,3% à fin 2021 à **12,4%** à fin 2023, mais demeure inférieur de son niveau historique de 16% en 2018.

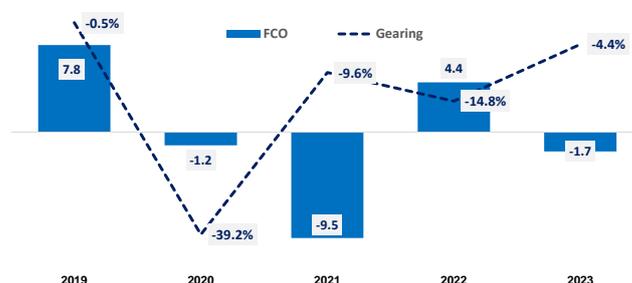
Profitant de la poursuite de la stratégie de digitalisation entamé en 2021, de la mise en application d'un plan social (baisse du rapport Charge de personnel à 25% vs 35 % en 2021 et de la maîtrise des charges d'exploitation (à 7% du CA vs 10% en 2021), l'EBITDA de la SOTETEL a été multiplié par 2,5 comparé à 2021 (à **8 MDt**).

Le résultat d'exploitation a profité d'une baisse des dotations aux amortissement et aux provisions de 20% (à 3MDt, soit 5% du CA vs 15% en 2020 et 8% en 2021 et 2022) et ressort à **5MDt**, portant le taux de marge opérationnelle à **8%** vs 0% en 2021 et 17% en 2017 (son niveau record).

Evolution des marges de la SOTETEL sur les cinq dernières années



De plus, même si les dépenses financières ont augmenté de 20% à la fin de l'année 2023 (à 2,17MDt) en raison de l'endettement de la société qui reste néanmoins négatif (gearing net de -4% contre -15% en 2022), l'année 2023 s'est terminée par des bénéfices de 3,87MDt, soit trois fois plus importants que ceux de 2022. Le taux de marge nette s'est élevé à 6% (par rapport à 20% en 2017) et le ROE à 14,2% (par rapport à 4,6 % en 2022).



En ce qui concerne sa situation financière, l'exercice a été marqué par une forte diminution du free cash-flow d'exploitation, qui s'élève à 41 mDt, contre 5 MDt en 2022. Cette baisse s'explique principalement par l'augmentation du besoin en fonds de roulement d'exploitation, l'activité étant particulièrement consommatrice du BFR. Ce besoin atteint 120 jours de chiffre d'affaires, soit 6,68 MDt à la fin de 2023. La principale cause de cette situation

réside dans l'allongement des délais de paiement des clients, ce qui reflète les efforts et les dynamiques commerciales mises en place.

## Perspectives d'avenir & prévisions

Dans un contexte économique difficile et fortement concurrentiel, le plan de développement stratégique de la SOTETEL vise principalement :

- Une consolidation des activités en local ;
- Développement du marché à l'export (notamment le marché libyen) ;
- Développement de service à forte valeur ajoutée ;
- Exploration de nouveaux domaines d'activités ;

Le premier semestre confirme la poursuite de la tendance haussière. En effet, selon les états financiers au 30 juin 2024, la SOTETEL continue d'afficher des résultats en nette croissance :

- De **+34%** pour le chiffre d'affaires à **35,4 MDt**, lié à l'avancement dans la réalisation des projets nationaux en rapport avec le déploiement de l'infrastructure très haut débit contre un effritement du taux de la marge brute à 40,6% vs 45% à la même période en 2023 ;
- Un bond de l'EBITDA de la compagnie de **+66%** comparé au 1<sup>er</sup> semestre 2023 à 3,66MDt, soit un taux de marge d'EBITDA de **10%** vs 8% au 30 juin 2023.
- Conjuguée à une baisse des dotations aux amortissements et aux provisions et un repli des charges financière de 2%, le résultat net s'est alors établi à **1,64MDt**, soit plus que trois fois le bénéfice relatif au premier semestre 2023.

## Comportement boursier :



Valorisé à **28,4 MDt**, soit un PER 2024e de **7x** les bénéfices attendus pour 2024 et un VE/EBITDA 2024e de **3x**, le titre SOTETEL affiche des niveaux de valorisation très attractifs comparé à l'ensemble du marché. Ainsi soit dit et au vu de l'amélioration des perspectives de la compagnie, nous recommandons le titre à l'**Achat**.