

OBAFRICARNET – T1 2019

Au cours du premier trimestre 2019, votre équipe de gestion s'est rendue au Caire, à Dubaï et à Tunis. Au total, 48 dirigeants d'entreprise ont été rencontrés.

L'occasion de faire un point d'étape avec les entreprises dont nous sommes actionnaires au sein d'AFRICA PICKING FUND ou d'en découvrir de nouvelles.

Nous rentrons avec la conviction que les marchés égyptien et tunisien recèlent encore beaucoup de potentiels.

Le premier commence à voir les fruits des mesures prises avec le soutien du fonds monétaire international : baisse de l'inflation, baisse des taux et reprise graduelle des investissements des entreprises.

Le second bénéficie d'un environnement sécuritaire qui se stabilise et qui a permis au secteur touristique de retrouver la dynamique précédant la révolution de 2011. Aussi, la faiblesse du dinar continue de soutenir les exportations des secteurs agricole et industriel.

Ces deux marchés affichent aujourd'hui des niveaux de valorisation parmi les plus attractifs d'Afrique avec à fin mars 2019 un multiple de capitalisation boursière / résultat de 14x pour l'Egypte et de 11x pour la Tunisie.

A eux deux, ils représentent aujourd'hui près d'un quart de l'actif investi d'AFRICA PICKING FUND (14% pour l'Egypte et 11% pour la Tunisie).

Le Caire, nid d'actions

Lors de notre premier voyage au Caire en janvier 2017, quelques mois après le passage au régime de change flottant, les dirigeants d'entreprises que nous avons rencontrés étaient obnubilés par la « pénurie de dollars » et les difficultés rencontrées pour financer l'achat des matières premières. A cette époque, toutes les questions posées par les analystes tournaient autour de la capacité des entreprises à passer des hausses de prix pour compenser la hausse du coût des matières premières importées. Les grandes gagnantes de l'époque étaient les sociétés exportatrices avec des coûts en livre égyptienne à l'instar d'ALEXANDRIA CONTAINERS ou d'ORIENTAL WEAVERS.

Un an après, tout le monde s'accorde à dire que « le pire est derrière nous ».

Les entreprises n'ont plus de difficulté pour se sourcer en dollar, la livre égyptienne s'est stabilisée autour de 17,5EGP pour 1\$, l'inflation ralentit et les taux ont baissé de 200 points de base à fin mars à 16,5% contre 18,5% à fin décembre 2018.

Si l'inflation continue d'être maîtrisée (8,9% en mars), de nouvelles baisses des taux (100 à 200 points de base) devraient être annoncées d'ici la fin de l'année.

Après une année 2018 marquée par des croissances de chiffre d'affaires soutenues par les hausses de prix, 2019 devrait voir un retour de la croissance des volumes et graduellement un retour des investissements grâce à la baisse des taux.

Sur le plan politique, la victoire d'Abdelfattah Al-Sissi en mars dernier est a priori un gage de stabilité et confirme que les mesures économiques entreprises seront poursuivies dans les mois à venir.

In fine, l’Egypte, dont le PIB devrait croître de 5,9% en 2019 (vs 5,2% en 2018), reste un territoire d’investissement de choix pour AFRICA PICKING FUND avec des dirigeants d’entreprise de grande qualité et des niveaux de valorisation qui restent particulièrement attractifs.

La bourse égyptienne compte aujourd’hui 258 sociétés pour une capitalisation boursière cumulée de 50Mds\$ dans des secteurs variés allant de la banque à l’hôtellerie en passant par l’éducation et la santé.

Parmi les fortes convictions d’AFRICA PICKING FUND, figurent des sociétés comme RAYA CONTACT CENTER (3,9%), MTI GROUP (3,4%) ou encore CREDIT AGRICOLE EGYPT (2,4%).

A fin mars, l’Egypte représente 14% de l’actif investi et ce niveau devrait croître marginalement dans les mois à venir.

Tunis : investir dans la transition

Depuis le lancement d’AFRICA PICKING FUND en novembre 2014, nous sommes allés 5 fois à Tunis et avons eu l’occasion de rencontrer près de la moitié des dirigeants des entreprises cotées du pays (84 au total pour une capitalisation boursière cumulée de 7Mds\$).

La dynamique macroéconomique tunisienne contraste avec la performance opérationnelle de la majorité des entreprises cotées.

Au premier trimestre 2019, l’inflation est à 7%, le taux de chômage à 15% ; le déficit de la balance commerciale (11,2% du PIB) reste plombé par une facture énergétique de plus en plus conséquente, le déficit public continue de se creuser avec une masse salariale du secteur public qui représente désormais près de la moitié du budget du pays. Pour maîtriser l’inflation et satisfaire aux exigences du FMI, la banque centrale tunisienne a une nouvelle fois augmenté son taux directeur de 100 points de base à 7,75% soit 300 points de plus qu’en janvier 2017.

Malgré ces indicateurs, le redressement du secteur touristique, la dynamique du secteur agricole et la poursuite des investissements devraient permettre au pays d’atteindre une croissance du PIB de l’ordre de 2,7% en 2019 (contre 2,5% en 2018).

Aussi, les efforts entrepris par le gouvernement tunisien pour réformer le système fiscal (hausse de la TVA, hausse de l’impôt sur les dividendes, hausse des droits de timbre, contribution exceptionnelle pour les établissements financiers...) commencent à porter leurs fruits.

Dans cet environnement relativement compliqué, les entreprises tunisiennes cotées arrivent globalement à sortir leur épingle du jeu. En 2018, la masse bénéficiaire de ces dernières étaient en hausse de 17%. Les grandes gagnantes sont d’une part celles qui réalisent une part significative de leur chiffre d’affaires en devise (OTH, LAND’OR, ICF, UNIMED, SOTUVER) et qui ont bénéficié de la dépréciation du dinar (-15,5% vs € en 2018 et -44% depuis fin janvier 2011), d’autre part les entreprises qui ont bénéficié d’une demande locale en forte croissance et d’une position de leadership, ce qui leur a permis de passer des hausses de prix (SOTIPAPIER, SFBT, PGH, SAH).

Au sein d’AFRICA PICKING FUND, nous continuons de privilégier cette typologie d’entreprise.

A fin mars, la Tunisie représente 11% de l’actif investi et ce niveau devrait rester stable dans les mois à venir.

MTI GROUP, un potentiel énorme dans le paiement électronique

Créée en 1992, MTI est aujourd'hui avec 40 000 points de vente l'un des plus gros distributeurs non alimentaire d'Egypte.

Son portefeuille de produits est majoritairement constitué de produits électroniques (2/3 du chiffre d'affaires avec des marques telles que SAMSUNG, HUAWEI ou FREETEL) mais il y a aussi de la télécommunication avec des ventes de recharges VODAFONE, de l'automobile avec la distribution de marques de luxe telles que LAND ROVER, BENTLEY ou JAGUAR et plus marginalement des tracteurs pour le secteur agricole.

Le groupe est entré en bourse mi 2017 au cours de 6EGP et a vu son cours multiplié par 3 en moins d'un an. Nous avons profité de la correction du titre liée notamment aux difficultés rencontrées par SAMSUNG en 2018 pour devenir actionnaire de ce distributeur dont le potentiel de croissance reste intact.

Parmi les éléments qui vont soutenir la croissance du groupe, figurent l'obtention de la distribution exclusive des produits BOSCH en Egypte. Ces produits sont exemptés de taxes d'importation ce qui les rend très compétitifs par rapport aux produits chinois (16% de taxe).

Mais le vrai potentiel de MTI réside dans les plateformes de paiement électronique. Le groupe détient 55% d'EBTIKAR FOR FINANCIAL INVESTMENT (le reste détenu par B INVESTMENTS, un acteur local de Private Equity). EBTIKAR détient des participations dans les solutions de paiement électronique, la microfinance, le leasing, le factoring et le recouvrement. En chiffres EBTIKAR c'est 16MdsEgp de chiffre d'affaires en 2018 pour une moyenne de 2,2M de transactions par jour ! EBTIKAR compte générer 500MEGP de résultat net d'ici 3 ans contre 100MEGP aujourd'hui.

A cet horizon, MTI GROUP espère mettre en bourse EBTIKAR qui pourrait valoir 20 à 25 x les résultats soit 10 à 15MdsEGP ie 5 à 7,5Mds pour la participation de MTI contre une capitalisation boursière de seulement 5,8MdsEGP pour MTI à fin mars 2018.

In fine, MTI est une belle affaire de croissance rentable avec beaucoup de valeur cachée et des niveaux de valorisation très attractifs : 0,5 x le chiffre d'affaires attendu en 2020 et 12,5 x les résultats. Le tout avec un CEO qui a été le premier employé de l'entreprise. Pas de doute, il connaît bien le métier !

MTI représente à fin mars 3,5% de l'actif investi et reste une conviction forte d'AFRICA PICKING FUND.

SOTIPAPIER, une affaire qui nous emballe !

Fondée en 1981 et cotée en bourse depuis 2014, la SOTIPAPIER (Société Industrielle du Papier et du Carton) est une société tunisienne spécialisée dans la production de papier d'emballage : Kraft destiné essentiellement au secteur du ciment, Testliner (à base de fibre recyclée) et Cannelure (mi chimique / mi fibre neuve) ; tous deux destinés aux emballages en carton ondulé.

Société familiale au départ, les fondateurs ouvrent le capital en 2012 et en cède 70% à la banque d'affaires SWICORP. Cette dernière nomme en 2013 Philippe Lacoste au poste de directeur général qui fort de ses 25 ans d'expérience dans le métier va faire de la hausse de la productivité et des économies d'énergie une priorité.

Sous son impulsion, le groupe a investi environ 40MTnd entre 2014 et 2018 pour la rénovation des lignes de production, la cogénération ou encore la collecte de papier.

Sur cette période, la SOTIPAPIER a vu son chiffre d'affaires passer de 63MTnd à 106MTnd et son résultat net de 3,7MTnd à 13,2MTnd.

Cette dynamique devrait se poursuivre pour répondre à une demande en papier d'emballage qui reste structurellement déficitaire en Tunisie mais aussi en Afrique. Sur le continent, le potentiel de développement est significatif et le groupe compte bénéficier de la dévaluation du dinar et de l'entrée de la Tunisie dans la CEDEAO pour exporter ses produits vers les pays d'Afrique de l'Est. L'objectif du groupe est de réaliser 20% du chiffre d'affaires à l'étranger. Un moyen de diversifier la base de clients mais aussi et surtout de se couvrir sur la baisse du dinar contre le dollar et l'euro. Ces deux monnaies représentent respectivement 80% et 20% des importations de pâte à papier.

A moyen / long terme, la SOTIPAPIER a donc vocation à devenir un acteur régional intégré et pourrait susciter l'intérêt des gros du secteur : MONDI, SMURFIT KAPPA ou encore DS SMITH. Dans cette industrie les transactions se font généralement autour de 11 x EBITDA contre un multiple de 6,5 x à fin mars pour la SOTIPAPIER.

A noter enfin les efforts extra financiers entrepris par le groupe au cours des 4 dernières années qui ont permis d'améliorer la gouvernance, le climat social et de réduire significativement la consommation d'énergie.

Autant d'éléments qui font de la SOTIPAPIER une forte conviction d'AFRICA PICKING FUND avec 3,5% de l'actif investi.