

**ETUDE  
SOTUVER : L'AMBITIEUX  
INDUSTRIEL N'EST PAS  
AU BOUT DE SES  
INVESTISSEMENTS**

### Points clés

- En 2023, le chiffre d'affaires consolidés de SOTUVER a atteint un nouveau record, s'établissant à 262,4 MDt, soit une hausse substantielle de 68 % par rapport à 2022 et un taux de croissance annuel moyen de 22,4 % sur la période 2018-2023. La marge d'EBITDA s'est hissée de 43,8 % pour établir à 114,8MDt. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 11,8 points de pourcentage à 43,8 %. Le résultat net part du groupe a atteint 46,6 MDt contre 29,9MDt une année auparavant, soit une progression de 56 %. La marge nette part du groupe de l'industriel a perdu 1,3 point de pourcentage à 17,8%. Il convient de rappeler que la nouvelle entité exportatrice est désormais détenue à hauteur de 30 %. En 2023, le ROE du groupe s'est amélioré de 9 points de pourcentage pour atteindre 43 %.
- La SOTUVER n'a pas d'autre choix que de continuer à investir pour pérenniser ses activités et assurer sa croissance. L'industriel s'est déjà engagé dans la reconstruction du deuxième four, qui est arrivé à sa fin de vie. La construction dudit four dure 70 jours et nécessite un investissement de 40 MDt. Le management a également précisé que la reconstruction du premier four est prévue en 2026.
- L'Assemblée Générale Ordinaire du 20 juin 2024 a décidé de distribuer un dividende de 0,550 Dt au titre de l'exercice 2023, équivalent à celui de l'année dernière, offrant un rendement en dividende en 2023 de 4,3%. La date de distribution a été fixée pour le 26 juillet 2024.
- Valorisé à 498,5 MDt, soit un PER 2024e de 9 x et un VE/EBITDA 2024e de 5,1 x, le titre SOTUVER affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux. Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe sur le court terme et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur. Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.

### I- Présentation du groupe SOTUVER

- Créée par l'Etat tunisien, en 1963, pour répondre aux besoins du pays en bouteille, la SOTUVER est depuis l'unique producteur national d'articles en verre creux. D'autres unités sont spécialisées dans ce type de verre mais sont plutôt orientées vers d'autres produits autres que les bouteilles à savoir : La verrerie de Naâssen (entrée en exploitation en 1980) et la Verrerie Khouja et l'Univers (entrées en exploitation en 2000).
- Privatisée depuis 1996, puis rachetée par la famille BAYAHI, la SOTUVER, est rapidement devenue un acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée (plus de 200 références) et une expertise reconnue depuis plusieurs années. Les ventes de l'embouteilleur sont essentiellement destinées au conditionnement des produits agroalimentaires (notamment les eaux minérales, les boissons gazeuses, les huiles et les boissons alcoolisées).
- Dès sa privatisation, la société a parcouru un bon millésime. De majeurs événements ont été décisifs pour le développement de l'industriel y compris:
  - 1) - La conduction, depuis 2009, d'un vaste plan de restructuration pour un investissement total de 45MDt, s'étalant sur 4 ans, ayant permis l'installation d'un deuxième four d'une capacité de 150 tonnes par jour et d'une deuxième ligne de production. Au bout de cet investissement, la verrerie a pu, depuis 2013, doubler sa capacité de production, étoffer sa gamme de produits et devenir majoritairement exportatrice.

### Actionnariat (au 31.12.2023)

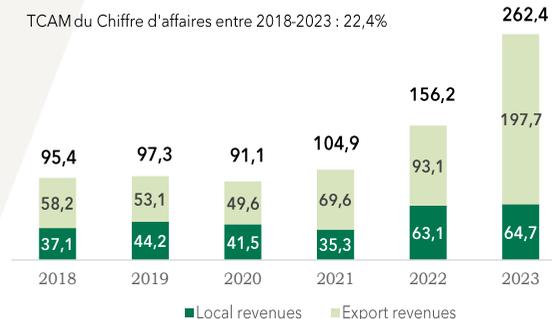
COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT *	67,9%
LLOYD TUNISIEN	12,1%
Autres actionnaires	20,0%

\* La holding familiale du groupe BAYAHI.

Cours (au 18.06.2024): 12,700Dt

Recommandation: Acheter (+)

### Evolution des ventes du groupe SOTUVER entre 2018 et 2023 (en MDt)



2)- En 2016, la SOTUVER a consacré, une enveloppe de 8,5MDt pour la reconstruction de son premier four afin d'augmenter sa capacité nominale de 150 tonnes/jour à 180 tonnes/jour.

3)- En 2019, la société a engagé un investissement de l'ordre de 21,1 MDt ayant pour but d'augmenter la capacité de production, de réviser les machines existantes et d'améliorer la qualité des produits.

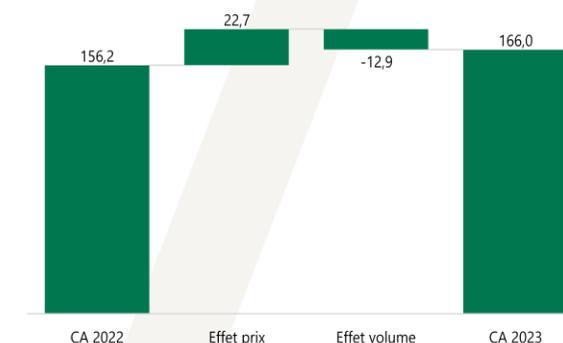
- Ambitieuse, la SOTUVER n'est pas au bout de ses investissements. Affrontant un problème de sous-capacité face aux besoins mondiaux grandissants en emballage en verre creux, la verrerie s'est engagée dans la réalisation d'une nouvelle usine SGI « SOTUVER GLASS INDUSTRIES » totalement exportatrice d'une capacité de 300 tonnes par jour, soit la capacité actuelle de l'embouteilleur, pour un investissement de 130 MDt, dont 68 MDt en capital social. Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 30% par SOTUVER SA, est déjà entrée en exploitation depuis décembre 2022. Il convient de préciser que pour financer cet investissement colossal un protocole d'accord a été signé entre « ATD SICAR », BT SICAR » et « ATTIJARI SICAR » et la société « SOTUVER » indiquant que la société « SOTUVER » détient de concert directement ou indirectement le contrôle de la majorité dans le capital de la société « SOTUVER GLASS INDUSTRIES » et que l'investisseur s'engage définitivement et irrévocablement à céder ses actions dans le capital de la société « SOTUVER GLASS INDUSTRIES » à la société « SOTUVER » au maximum le 31 décembre 2026. La nouvelle filiale est consolidée par intégration globale.
- Envisagée depuis 2018, la société après avoir obtenu, en 2022, l'accord de principe pour la réalisation d'une centrale photovoltaïque de puissance 10 MWc, sise à Kairouan, pour un coût global estimé à 20 MDt, le management pense plutôt s'orienter vers la cogénération et la tri génération. Selon le management, ce procédé répond mieux que l'énergie solaire aux nouveaux besoins énergétiques du groupe et permet une production combinée de chaleur, d'électricité et de froid simultanément, sans intermittences, ni coupures.

## II- Faits et éléments saillants en 2023

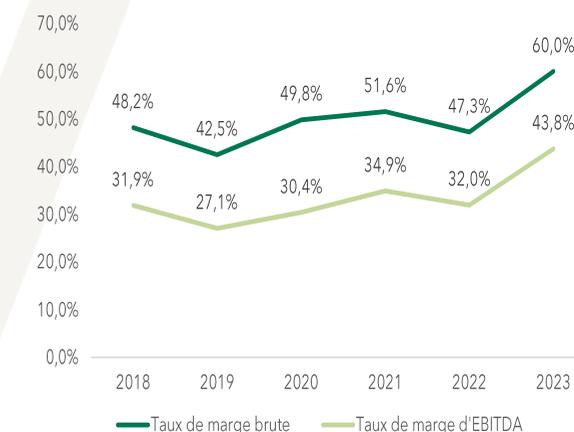
### 1- Des revenus records boostés par la nouvelle dimension export de « SGI »

- En 2023, le chiffre d'affaires consolidé de SOTUVER a atteint un nouveau record, s'établissant à 262,4 MDt, soit une hausse substantielle de 68 % par rapport à 2022 et un taux de croissance annuel moyen de 22,4 % sur la période 2018-2023.
- En effet, en 2023, les ventes à l'export de l'industriel ont plus que doublé pour s'élever à 197,7 MDt contre 93,1 MDt une année auparavant, et ce, grâce à l'entrée en exploitation, depuis janvier 2023, de la nouvelle entité exportatrice « SGI ». Les ventes locales, quant à eux, ont légèrement progressé de 2,5 % pour s'établir à 64,7 MDt.
- Grâce à l'entrée en exploitation de « SGI » sur l'année pleine 2023, le groupe SOTUVER confirme son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec 75 % de ses ventes à l'export, contre 60 % des ventes à l'export l'année précédente.
- En 2023, le chiffre d'affaires de la société SOTUVER SA a augmenté de 6,3 % à 166 MDt. Cette décélération de la croissance s'explique par une légère baisse du tirage brute du verrier en raison de l'arrivée du deuxième four à sa fin de vie. En effet, la production nette globale a baissé de 8 % pour s'établir à 81 044 tonnes en 2023.

Décomposition du chiffre d'affaires de la société mère en 2023 (en MDt)



Evolution du taux de marge brute et de la marge d'EBITDA consolidées de SOTUVER



Cette modeste progression traduit un effet prix favorable ayant généré une hausse de 22,7 MDt, notamment que l'embouteilleur a révisé à la hausse, courant 2023, son prix de vente moyen de 15,8 %. La baisse du volume des ventes a causé un manque à gagner de 12,9 MDt.

## 2- Une amélioration notable des marges

- Grâce à la baisse des prix de ses intrants notamment celui du bicarbonate de soude et à une meilleure optimisation de son outil de production notamment avec l'entrée en exploitation de la nouvelle entité, l'industriel a vu sa rentabilité atteindre des seuils inédits. La marge brute du verrier s'est envolée de 113,3 % franchissant, ainsi, pour la première fois, la barre de 100 MDt pour s'établir à 157,5 MDt. Ainsi, le taux de marge brute s'est bonifié de 12,7 points de pourcentage à 60 %. La marge d'EBITDA s'est hissée de 43,8% pour établir à 114,8 MDt. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 11,8 points de pourcentage à 43,8 %.
- En 2023, le résultat net consolidé a connu une ascension fulgurante de 127 % à 66,2 MDt, contre 29,1 MDt en 2022. Par conséquent, la marge nette du groupe s'est bonifiée de 6,7 points de pourcentage à 25,3 %. Toutefois, le résultat net part du groupe s'est accru de 56 % pour atteindre 46,6 MDt contre 29,9 MDt une année auparavant. La marge nette part du groupe a perdu 1,3 point de pourcentage à 17,8 %. Il convient de rappeler que la nouvelle entité exportatrice est désormais détenue à hauteur de 30 %. En 2023, le ROE du groupe s'est amélioré de 9 points de pourcentage pour atteindre 43 %.
- Il convient de préciser que résultat net de la nouvelle entité exportatrice (qui a atteint déjà sa capacité de croisière au terme de sa première année d'exploitation) est estimé aux alentours de 28,3 MDt.

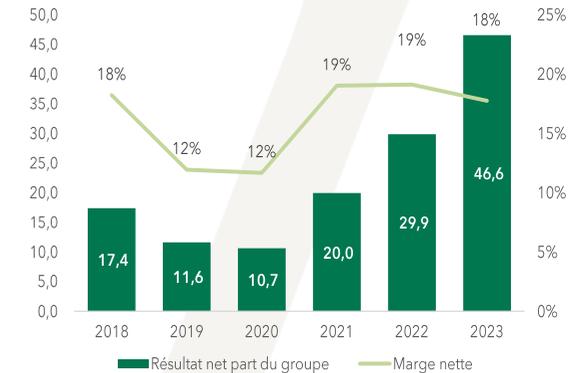
## 3- Une assise financière toujours solide

- L'injection de fonds de la part des minoritaires, et ce depuis 2020, relative au financement du capital de la nouvelle entité exportatrice couplée à l'amélioration de la rentabilité du verrier, a permis de renforcer les fonds propres du groupe qui se sont élevés à 197,5 MDt en 2023 contre 162,6MDt en 2022.
- Fin 2023, la dette nette du groupe SOTUVER a augmenté considérablement, s'élevant à 193,3 MDt, contre 109 MDt une année auparavant. Le gearing du groupe est passé de 67 % en 2022 à 98 % en 2023, un niveau qui demeure soutenable au vu de l'amélioration de la rentabilité du groupe.
- L'endettement a servi, en partie, au financement des investissements réalisés en 2023 qui se sont élevés à 29,6 MDt et ont porté principalement sur l'acquisition des nouveaux matériels et la rénovation de l'outil de production pour une valeur de 13,3 MDt, et le rachat d'une partie des actions de sa filiale SOTUVER GLASS INDUSTRIES (SGI) pour une somme de 15,8 MDt. Par conséquent, la part de SOTUVER dans le capital de SGI s'est établi à 30 %, contre un taux de 11 % lors de la constitution de la société.

## 4- Une génération de cash-flow altérée par un cycle d'exploitation moins favorable

- Le groupe a affiché en 2023, un flux d'exploitation négatif de -17,8 MDt et ce, en dépit de l'amélioration de sa rentabilité. En effet, le Besoin en Fonds de Roulement du groupe a augmenté de 112,1 MDt, en raison d'un cycle d'exploitation moins favorable marqué par la constitution d'un stock considérable pour la reconstruction du deuxième four. En 2023, le Free Cash-Flow a été négatif de -47,2 MDt contre un Free Cash-Flow négatif de -46,7 MDt une année auparavant.

Evolution du résultat net part du groupe (en MDt) et de la marge nette part du groupe SOTUVER



Principaux agrégats financiers consolidés du groupe SOTUVER entre ( 2018-2023)

Chiffres consolidés (En MDt)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CAF	26,6	20,8	21,6	30,1	41,0	94,3
Variation du BFR	- 5,6	- 3,3	- 27,1	- 62,2	22,9	112,1
Flux d'exploitation	21,0	17,5	33,2	114,0	18,1	- 17,8
Capex	- 5,8	- 24,2	- 20,5	- 105,2	- 64,8	- 29,4
Free Cash Flow	15,2	- 6,7	12,7	8,9	- 46,7	- 47,2
Capitaux propres	66,8	69,9	114,8	146,9	162,6	197,5
Dette nette	27,9	43,2	35,4	37,5	109,0	193,3
Gearing	42%	62%	31%	26%	67%	98%
ROE	30%	18%	16%	28%	36%	43%
ROCE	21%	15%	12%	15%	15%	24%

### III. Perspectives et opinion de TUNISIE VALEURS

- L'année 2024 s'annonce prometteuse pour la SOTUVER, mais également pleine de défis. **Le management de SOTUVER n'a pas d'autres choix que de continuer à investir pour pérenniser ses activités et assurer sa croissance. La SOTUVER s'est déjà engagée dans la reconstruction du deuxième four, qui est arrivé à sa fin de vie. La construction du dit four dure 70 jours et nécessite un investissement de 40 MDt. Le management a également précisé que la reconstruction du premier four est prévue en 2026.**
- A fin mars 2024, le chiffre d'affaires de la société SOTUVER a accusé un repli de 26 % à 27,2 MDt. Cette baisse est planifiée conformément à la production et sera rattrapée sur le reste de l'année.
- Selon le management, la société SOTUVER compte renforcer sa participation dans la nouvelle entité exportatrice et la détenir au moins à hauteur de 50 % au terme de 2024 et à hauteur de 100 % au terme de 2026, date de sortie des SICAR.
- En 2024, nous nous attendons à une croissance de 17,5 % du chiffre d'affaires consolidé pour atteindre 308,4 MDt. Le résultat net part du groupe devrait, quant à lui, se situer aux alentours de 55,3 MDt selon nos estimations, soit une marge nette quasi-stable à 17,9 %.
- En Bourse, le titre SOTUVER se retrouve parmi les titres le plus échangés sur le marché, suscitant ainsi l'intérêt des investisseurs. Saluant les bonnes réalisations de l'industriel, le cours de l'action du spécialiste en verre creux s'est hissé de 5,8 % depuis le début de l'année en cours.
- L'Assemblée Générale Ordinaire du 20 juin 2024 a décidé de distribuer un dividende de 0,550 Dt au titre de l'exercice 2023, équivalent à celui de l'année dernière, offrant un rendement en dividende en 2023 de 4,3%. La date de distribution a été fixée pour le 26 juillet 2024.
- Valorisé à 498,5 MDt, soit un PER 2024e de 9 x et un VE/EBITDA 2024e de 5,1 x, le titre SOTUVER affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux.. Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe sur le court terme et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur. Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.

### Les comparables boursiers internationaux de SOTUVER

	Pays	EV/Revenus 2024e (x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PE/2024e (x)
<b>SOTUVER</b>	<b>Tunisie</b>	<b>2,2</b>	<b>5,1</b>	<b>9,0</b>
Shandong Linuo Technical Glass Co., Ltd.	Chine	2,8	13,6	24,5
BG Container Glass Public Company Limited	Thaïlande	1,1	7,1	13,5
Zignago Vetro S.p.A.	Italie	1,9	7,2	14,3
Jiangsu Xiuqiang Glasswork Co., Ltd.	Chine	1,4	7,6	12,7
Arisawa Mfg. Co., Ltd	Japon	1,0	11,7	13,5
Ocean Glass Public Company Limited,	Thaïlande	n.a	n.a	n.a
<b>Moyenne des pairs</b>	<b>-</b>	<b>1,7</b>	<b>9,4</b>	<b>15,7</b>

\* Indicateurs calculés sur la base du cours boursier au 18 juin 2024.

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

## Etats financiers consolidés de SOTUVER

Chiffres consolidés (En Mdt)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
Revenus	95,4	97,3	91,1	104,9	156,2	262,4	308,4
<i>Progression</i>	-	2,1%	-6,4%	15,2%	48,9%	68,0%	17,5%
Marge brute	46,0	41,4	45,4	54,1	73,8	157,5	185,1
<i>Progression</i>	-	-9,9%	9,6%	19,2%	36,4%	113,3%	17,5%
Taux de marge brute	48,2%	42,5%	49,8%	51,6%	47,3%	60,0%	60,0%
EBITDA	30,4	26,3	27,7	36,6	49,9	114,8	135,2
Marge d'EBITDA	31,9%	27,1%	30,4%	34,9%	32,0%	43,8%	43,8%
<i>Progression</i>	-	-13,4%	5,2%	32,2%	36,3%	129,9%	17,7%
Résultat net part du groupe	17,4	11,6	10,7	20,0	29,9	46,6	55,3
<i>Progression</i>	-	-33,1%	-8,5%	87,6%	49,6%	56,0%	18,6%
Marge nette	18,3%	12,0%	11,7%	19,1%	19,1%	17,8%	17,9%

Sources : Etats financiers de SOTUVER et estimations 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 d'actions.

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.