

Compte de résultat

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Revenus	53,7	67,2	95,4	97,3	91,1	104,9	129,4
<i>Progression</i>	<i>6%</i>	<i>25%</i>	<i>42%</i>	<i>2%</i>	<i>-6%</i>	<i>15%</i>	<i>23%</i>
Marge brute	27,4	36,4	46,0	41,4	45,4	54,1	66,7
<i>Progression</i>	<i>3%</i>	<i>33%</i>	<i>26%</i>	<i>-10%</i>	<i>10%</i>	<i>19%</i>	<i>23%</i>
Taux de marge brute	51%	54%	48%	43%	50%	52%	52%
EBITDA	16,1	23,7	30,4	26,3	27,7	36,6	47,4
Marge d'EBITDA	30%	35%	32%	27%	30%	35%	37%
<i>Progression</i>	<i>3%</i>	<i>47%</i>	<i>29%</i>	<i>-13%</i>	<i>5%</i>	<i>32%</i>	<i>29%</i>
Charges financières nettes	2,2	4,1	1,9	4,9	5,1	6,0	8,8
Amortissements	7,0	8,8	9,7	9,6	11,3	10,4	11,4
Impôt	0,3	0,4	1,6	0,7	0,9	1,6	2,1
Résultat net part du groupe	6,2	10,4	17,4	11,6	10,7	20,0	22,4
<i>Progression</i>	<i>3%</i>	<i>67%</i>	<i>68%</i>	<i>-33%</i>	<i>-9%</i>	<i>88%</i>	<i>12%</i>
Taux de marge nette	12%	15%	18%	12%	12%	19%	17%

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

• **2021, a été un bon cru pour le verrier tunisien. Porté par l'envolée des ventes à l'export, le chiffre d'affaires de l'embouteilleur SOTUVER s'est hissé de 15,2% pour atteindre un chiffre record de 104,9MDt. Le résultat net part du groupe s'est établi à 19,9MDt contre 10,7MDt, en hausse de 85% par rapport à 2020.**

• **Le management a présenté les réalisations fort encourageantes du groupe courant le premier semestre de l'année en cours. Le chiffre d'affaires du groupe s'est accru de 39% à 74,4MDt. L'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice « SGI » (prévue au quatrième trimestre de 2022) permettrait de renforcer davantage les ventes à l'export du groupe dès 2022. La consolidation par intégration globale de SGI, permettrait au groupe de connaître, notamment à partir de 2023, de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité. Détenue à hauteur de 11% par SOTUVER SA, le résultat net revenant à la société consolidante évoluerait à une moindre mesure (tient compte uniquement de 11% des bénéfices de la nouvelle entité jusqu'en 2026, date de sortie des SICARs du capital de la SGI).**

• **Avec une capitalisation de 271MDt, la SOTUVER traite à des multiples attendus en 2022 de 12,1x ses bénéfices, 6,5x son EBITDA et 2,4x ses revenus. Un niveau de valorisation attrayant, moins cher que celui de ses pairs à l'échelle mondiale.**

• **Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe sur le court terme, notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur.**

Prix : 8,160 Dt

Achat (+)

Actionnariat

CFI :	71,2%
LLOYD Tunisien:	12,1%
Flottant:	16,7%

Capitalisation boursière: 271 MDt

Ratios boursiers*:

PER 2022e:	12,1x
EV/EBITDA 2022e:	6,5x
ROE 2021:	28%
Yield 2021:	4,9%
Performance 2022:	+11,48%

* Données au 22/06/2022

« Les perspectives de la société sur le court terme, appuient un changement d'opinion et un repositionnement sur la valeur »

I- Présentation de la société SOTUVER

- Créée par l'Etat tunisien, en 1963, pour répondre aux besoins du pays en bouteillerie, 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.

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 21,1MDt 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, la verrerie a entamé 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 130MDt, dont 68MDt en capital social. **Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 11% par SOTUVER SA, entrerait en exploitation, selon le management, courant le quatrième trimestre de 2022.** 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 a enfin obtenu, y a un an, l'accord de principe pour la réalisation d'une centrale photovoltaïque de puissance 10 MWc, sise à Kairouan, pour un coût global estimé à 20MDt, dont 14MDt financé par crédits bancaires. La mise en place de cette centrale, initialement prévue pour le 1^{er} trimestre de 2021, sera retardée pour fin 2023. La SOTUVER a enfin l'obtenu de l'accord définitif de la concession

foncière, mais attend encore l'autorisation d'exploitation de la STEG. Ce projet devrait réduire la facture de la STEG de 3,6MDt. Également, une centrale photovoltaïque sera installée sur les toitures de la nouvelle filiale exportatrice SGI sur une superficie de 37000m². Ces installations permettront de couvrir 50% des besoins énergétiques de la nouvelle filiale.

- Pour un investissement de 10MDt, SOTUVER a annoncé depuis mi 2021, l'entrée en exploitation de la carrière de sable ainsi que l'achèvement de l'installation de l'unité de traitement. Les essais ont démarré au début du mois de Juin 2021. La SOTUVER détient une participation de 50% dans le capital d'une société « SABLE VERRIERS de TUNISIE », une société d'exploitation et de traitement de sable, créée en 2017.

II- Faits saillants à fin 2021

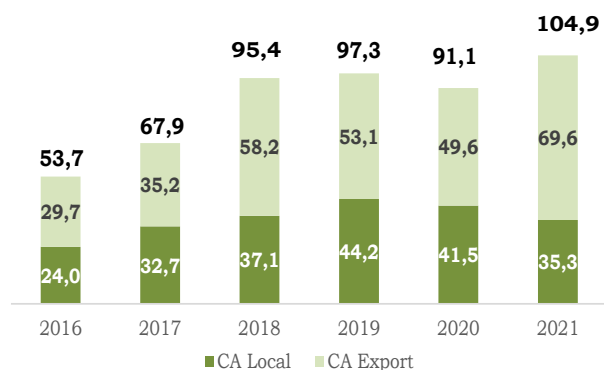
1)- La SOTUVER mise sur l'export

- Porté courant 2021, par l'envolée des ventes à l'export, le chiffre d'affaires de l'embouteilleur s'est hissé de 15,2% pour atteindre un chiffre record de 104,9MDt. Après une année pâtissant des retombées de la crise sanitaire, les ventes à l'export ont repris de plus belle, s'envolant de 40,2% à 69,6MDt. Une performance inédite obtenue grâce à la forte reprise des ventes sur le marché européen (+77%) et sur le marché de l'Afrique Subsaharienne (+81%). Les ventes sur le marché local se sont effritées de 6% à 35,3MDt en raison du ralentissement de l'activité des Cafés, Hotels et Restaurants suites aux mesures sanitaires prises par les autorités locales. La SOTUVER préserve son statut d'entreprise majoritairement exportatrice (66,3% du CA en 2021).

Evolution du chiffre d'affaires de SOTUVER entre 2016-2021 (MDt)

TCAM du CA local 2016-2021: 8,03 %

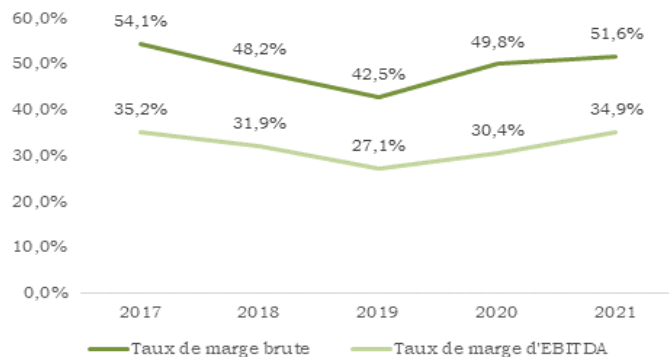
TCAM du CA export 2016-2021: 18,6%



2)- Une rentabilité en amélioration

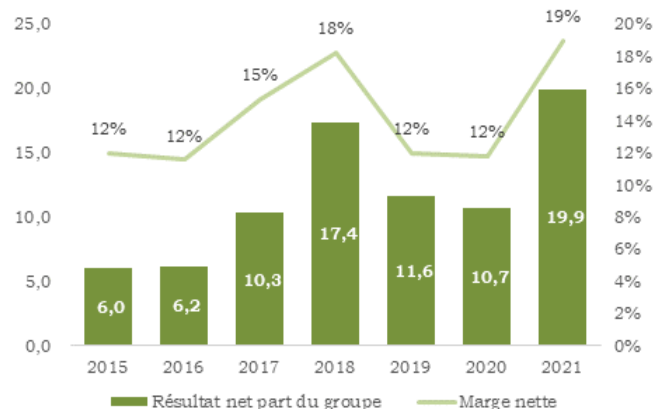
En dépit de la flambée des prix de ses intrants, notamment de celui du carbonate de soude, le verrier a affiché une rentabilité en nette amélioration grâce à une meilleure optimisation de son outils de production. La marge brute du groupe a gagné 2 points de pourcentage pour s'établir à 51,6%. A son tour, la marge d'EBITDA s'est bonifiée de 4,5 points de pourcentage à 34,9% témoignant de la bonne maîtrise des charges d'exploitation.

Evolution de la marge brute et de la marge d'EBITDA



Par conséquent, le résultat net part du groupe s'est établi à 19,9MDt contre 10,7MDt, en hausse de 85% par rapport à 2020. La marge nette s'est bonifiée de 7 points de pourcentage à 19%.

Evolution du résultat net et de la marge nette (MDt)



2)- Une structure bilantielle en amélioration

L'injection de fonds de la part des minoritaires, en 2020, relative au financement du capital de la nouvelle entité exportatrice (38,9MDt relatif à 84% du capital de la nouvelle usine exportatrice « SGI », a renforcé les fonds propres du groupe. L'amélioration de la rentabilité du verrier a permis de renforcer davantage les fonds propres, qui se sont élevés à 146,9MDt en 2021, contre 114,8MDt en 2020.

En 2021, la dette financière du groupe SOTUVER a augmenté de 70% pour s'établir 104,4MDt. La dette nette s'est maintenue quasi-stable à 37MDt grâce à des placements financiers en hausse. Le groupe affiche un gearing de 44%, contre un gearing de 47% en 2020.

Grâce à une meilleure gestion du cycle d'exploitation, le groupe a réussi à réduire son Besoin en Fond de Roulement, notamment suite à

une meilleure gestion du stock, à des délai de paiement clients plus courts et des délais de paiement fournisseurs plus confortables.

L'amélioration de la rentabilité et la baisse du BFR, couplées à l'injection de fonds par les minoritaires dans les réserves ont permis de porter le flux d'exploitation du groupe à 114 MDt contre 33,2MDt une année auparavant.

L'investissement a été également conséquent en 2021 s'élevant à 105,2MDt servant à financer des immobilisations corporelles essentiellement pour la nouvelle filiale. Le FCF a été positif de 8,9MDt contre 12,7MDt en 2020.

En MDt	2017	2018	2019	2020	2021
CAF	18,6	26,6	20,8	21,6	30,1
Variation du BFR	- 8,6	- 5,6	- 3,3	- 27,1	- 62,2
Flux d'exploitation	10,0	21,0	17,5	33,2	114,0
Capex	- 4,6	- 5,8	- 24,2	- 20,5	- 105,2
Free Cash Flow	5,4	15,2	- 6,7	12,7	8,9
Capitaux propres	55,9	66,8	69,9	114,8	146,9
Dette nette	36,4	27,9	43,2	35,4	37,5
Gearing	66%	42%	63%	47%	44%
ROE	21%	30%	18%	16%	28%

III- Perspectives d'avenir & prévisions

Le management a présenté les réalisations fort encourageantes du groupe courant le premier semestre de l'année en cours. Le chiffre d'affaires du groupe s'est accru de 39% à 74,4MDt. Une tendance qui touché aussi bien les ventes locales (+36,7% à 30,9MDt) et celles à l'export (+68% à 43,5MDt) et ce suite à l'allègement des mesures sanitaires. Grâce à une stratégie de diversification de marché, la SOTUVER a réduit sa dépendance vis-à-vis du marché maghrébin. Désormais, les trois principales zones d'export (Europe, Maghreb, Afrique Subsaharienne) se valent.

- L'effort de diversification des marchés cibles et des produits offerts (19 nouveaux produits dont 7 commercialisés en 2021) ainsi que le renouvellement de l'homologation Heineken sur les lignes du four 2 et de la certification des trois normes (qualité, environnement et énergie) nous réconfortent sur l'avenir du verrier.

- **L'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice SGI (prévue au quatrième trimestre de 2022) permettrait de renforcer davantage les ventes à l'export du groupe dès 2022.** Cette filiale, d'une capacité de 300 tonnes par jour, doublerait la capacité actuelle du verrier et lui permettrait de mieux répondre à la demande étrangère grandissante, d'optimiser le fonctionnement des lignes de production et de réduire le taux de rebut interne. **Cette Unité SGI étant consolidée par intégration globale, devrait permettre au groupe de connaître, notamment à partir de 2023, de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité. Détenue à hauteur de 11% par SOTUVER SA, le résultat net revenant à la société consolidante évoluerait à une moindre mesure (tient compte de 11% des bénéfices de la nouvelle entité jusqu'en 2026, date de sortie des SICARs du capital de SGI).**

- L'investissement relatif à la nouvelle machine triple gouttes, qui est entrée en exploitation en 2021, visant à optimiser le tirage sur le four 2 durant la campagne de fabrication de bouteilles légères, améliore la capacité de production du four d'environ 7000 tonnes sur une année complète, soit 40 millions de bouteilles de petites capacités. Un investissement qui améliore les marges et la compétitivité commerciale des bouteilles de SOTUVER. L'entrée en exploitation des centrales photovoltaïques permettrait de renforcer l'avantage

comparatif de la SOTUVER par rapport à ses concurrents locaux et internationaux.

- En 2022, nous nous attendions à une amélioration à deux chiffres (+23%) du chiffre d'affaires du groupe alimenté essentiellement par une amélioration des ventes à l'export et l'entrée en exploitation de SGI courant le dernier trimestre de l'année. Nous estimons que résultat net part du groupe de l'embouteilleur de référence s'établirait à 22,4MDt en 2022, soit une amélioration de 12% par rapport à 2021.

- **L'AGO a fixé le dividende au titre de l'exercice 2021 à 0,400 Dt par action, distribuable à partir du 22 Juillet 2022.**

- La SOTUVER a tenu une Assemblée Générale Extraordinaire pour statuer sur **une augmentation du capital social de 6 039 150 Dt par incorporation de réserve spéciale d'investissement.** Les 6 039 150 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 dinar, seront réparties à raison de 2 actions nouvelles pour 11 anciennes . Le capital social passera de 33 125 325 Dt à 39 354 475Dt. L'attribution des actions gratuites est fixée à partir du 28 Juillet 2022. les actions nouvelles porteront jouissance à partir du 1er Janvier 2023.

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/Revenus 2022(x)	VE/EBITDA 2022e (x)	PE/2022e (x)	P/B2022
SOTUVER	Tunisie	2,4	6,5	12,1	1,7
Berli Jucker PCL	Thaïlande	2,0	14,7	27,2	1,2
Amcor Ltd	Australie	1,6	10,5	14,0	3,7
Vidrala S.A.	Spain	1,7	9,6	21,0	2,0
O-I Glass, Inc	USA	1,0	5,5	6,8	3,1
Orora Ltd	Australie	1,0	9,2	16,7	4,3
Zignago Vetro SpA	Italie	2,1	9,4	20,5	3,9
Médiane	-	1,6	9,5	18,6	3,4

Source: Infanciales et estimations de Tunisie Valeurs

IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- En bourse, le titre poursuit son trend haussier entamé depuis la deuxième moitié de 2021. Depuis le début de l'année 2022, le titre SOTUVER s'est hissé de 11,5%. Un mouvement porté par sentiment favorable quant à la reprise des ventes de l'industriel et l'avancement de ses projets d'expansion.

- Avec une capitalisation de 271MDt, la SOTUVER traite à des multiples attendus en 2022 de 12,1x ses bénéfices, 6,5x son EBITDA et 2,4x ses revenus. Un niveau de valorisation attrayant, moins cher que celui de ses pairs.

- **Les niveaux de valorisations intéressants et les bonnes perspectives de la société sur le court terme et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre repositionnement sur la valeur.**

« L'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice (prévue au quatrième trimestre de 2022) permettrait de renforcer davantage les ventes à l'export du groupe dès 2022».