

[www.macsa.com.tn](http://www.macsa.com.tn)
**Société Tunisienne de Verreries SOTUVER**

Industrie

**ACHETER**

Perspectives Positives

**Actionnaires**

CFI	70,5%
LLOYED Tunisien	12,6%
Flottant	16,9%

**Données boursières**

Cours (17/02/2017)	4,54 DT
Capi. boursière (mDt)	113,8 MDT
Nombre de titres	25 073 312
YTD 2017	+20,74%
Haut/Bas ( 2017)	4,68/3,71 DT
Vol. moyen/j (2017)	0,3MDT

Performance	1M	YTD 2017	1 an
SOTUVER	8,4%	20,74%	19,8%


**Chiffres clés**

En MDT

	2015	2016e	2017e
Revenus	50,2	54,6	63,3
EBE	15,8	19,0	21,7
Résultat Net	6,1	7,5	10,3
Capitaux propres	44,0	52,5	63,8
Dettes nettes	38,8	34,2	22,9

**Ratios valorisation**

2015 2016 2017e

**Valorisation intrinsèque**

VE/CA	3,1	2,8	2,4
VE/EBE	9,7	7,6	6,7
Gearing	88,1%	65,2%	35,9%
ROE	16,0%	19,3%	21,6%

**Valorisation marché**

P/E (x)	18,7	13,4	10,0
P/BV (x)	2,6	2,2	1,8
Rendement div	7,5%	5,2%	5,6%

\* Rendement dividende calculé sur la base du cours au 31/12 de chaque exercice.

**RECOMMANDATION MAC SA**

- **Leader de la production d'emballage en verre** en Tunisie, la SOTUVER produit principalement du verre d'emballage pour le conditionnement des produits agroalimentaires, des produits pharmaceutiques et de parfumerie.
- En 2013, la SOTUVER a connu un nouvel essor après une mise à niveau de l'outil industriel et un **doublage de la capacité de production**. Les retombées se sont vite fait ressentir avec des revenus en nette croissance et la société est devenue majoritairement exportatrice notamment vers l'Algérie, la France et l'Italie, des marchés à très forts potentiels.
- Sous l'effet de l'accroissement de la capacité de production et de l'enchérissement de la facture énergétique (électricité + gaz), les marges de la SOTUVER ont été fortement pénalisées. C'est pourquoi la société est en train d'opter vers des énergies plus abordables à l'instar du Pet Coke et du photovoltaïque, pour mieux **maitriser sa facture énergétique**.
- Au niveau commercial, SOTUVER poursuivra ses efforts de **conquête de nouveaux marchés en Afrique de l'Ouest**, chose qui a déjà commencé en 2016 à travers la centrale d'achats de la marque Coca-Cola.
- La SOTUVER recèle un fort potentiel, vu sa situation de monopole en Tunisie pour l'emballage en verre et son profil exportateur vers des marchés à forte demande. Les investissements de capacité ont été déjà réalisés ( 65MDT), son challenge réside désormais dans la maîtrise de ses charges pour une meilleure rentabilité. Nous pensons que les perspectives de la société ne sont pas encore totalement intégrés dans le cours et au-delà de l'aspect spéculatif, nous estimons que les fondamentaux de la société demeurent solides. Nous recommandons donc d'**ACHETER** le titre à ce niveau de cours.

**PRÉSENTATION DE LA SOTUVER**

- La SOTUVER est l'unique fournisseur local de l'industrie tunisienne en emballage en verre. Créée en 1963, par l'Etat tunisien puis privatisée en 1996 avant d'être reprise par le groupe BAYAHY en 2008, qui est actuellement le principal actionnaire et ce à travers la holding du groupe la Compagnie financière d'investissement (CFI).
- La SOTUVER fabrique du verre d'emballage pour le conditionnement des produits agroalimentaires (tels que l'huile d'olive, les eaux minérales, les boissons gazeuses et les boissons alcoolisées), des produits pharmaceutiques et de parfumerie, ainsi que de la gobeletterie. Elle produit aussi bien des bouteilles en verre retournable (multi utilisation) qu'en verre à usage unique.
- En 2013, la capacité de production a été doublée grâce à l'installation d'un deuxième four d'une capacité de 150 tonnes par jour. Depuis, les ventes de SOTUVER ont été en hausse pour atteindre un record en 2016 de 54,6MDT et le CA 2017 devrait même dépasser la barre des 63MDT.
- Avec 56% du CA réalisé à l'export, la SOTUVER est désormais une société majoritairement exportatrice. Elle est devenue également fournisseur régional de référence pour ses clients maghrébins et européens.
- Le marché algérien est la principale destination export de SOTUVER qui accapare à lui seul près de 67% des exportations de la société générant un chiffre d'affaire de près de 20MDT en 2016.

**Répartition de l'export par pays**


## ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

## 1/ LES REVENUS

Depuis 2013, année de la mise à niveau et de l'accroissement de la capacité de production, le CA de la SOTUVER a affiché un TCAM 2012-2016 de 17,1% pour atteindre un niveau record de 54,6 MDT en 2016. Entre 2015 et 2016 la croissance n'a été que de 8% affectée par un arrêt de 74 jours du four 1 (du 11 février au 24 Avril) et ce pour la révision et l'agrandissement de sa capacité à 180 tonnes par jour contre 150 tonnes par jour auparavant. En 2017, la société devrait afficher une hausse du CA de près de 16% pour atteindre les 63,3 MDT selon nos dernières prévisions (soit un TCAM 2012-2017 de 16,9%).

Depuis 2013, SOTUVER est devenue une société majoritairement exportatrice avec 56% de ses ventes réalisées au-delà des frontières. Le marché algérien reste la principale destination des exportations avec une part de 67% du marché export. La SOTUVER a œuvré pour une réduction de la dépendance vis-à-vis de ce marché (une part de 93% en 2011) en conquérant de nouveaux marchés notamment en Italie, France et Espagne. Ces marchés recèlent de très importantes potentialités de croissance si on tient compte les niveaux de consommation par tête d'habitant soit 57 kg en Italie, 47 kg en France et 42 kg en Espagne contre seulement 4 kg en Tunisie.

## 2/ LES MARGES

Depuis 2013, la rentabilité de la SOTUVER s'est inscrite dans un trend baissier. Sous l'effet du doublement de la capacité de production et de l'enchérissement de la facture énergétique (électricité + gaz) qui est passée de 3,92 MDT en 2012 à 10,25 MDT en 2015, le taux de la marge brute a baissé de 60,6% en 2012 à 48,3% en 2015 et le taux de la marge d'EBITDA est passé de 34,6% à 27,9%.

Pour remédier à cette situation et améliorer davantage la rentabilité, le management a opté pour le petcoke comme énergie en remplacement du gaz. La phase de test a commencé et les retombées d'économie d'énergie ont commencé à partir de 2016. Cette conversion concernera pour l'instant l'ancien four rénové. La société prévoit également un projet de centrale photovoltaïque pour plus d'efficacité énergétique en remplacement de l'électricité.

D'ailleurs, un renversement de tendance devrait se déclencher à partir de l'année 2016 pour booster la marge brute ainsi que la marge d'EBE au niveau des 55% et 33,6% respectivement, suite aux améliorations entreprises au niveau des fours.

Au niveau du bottom line, la société a pu maintenir sa capacité bénéficiaire. Le résultat net a suivi la même tendance que le chiffre d'affaires et il est passé de 4,9 MDT en 2012 à 6,1 MDT en 2015 et devrait même atteindre les 7,5MDT en 2016 (soit une croissance annuelle moyenne de 10,2%).

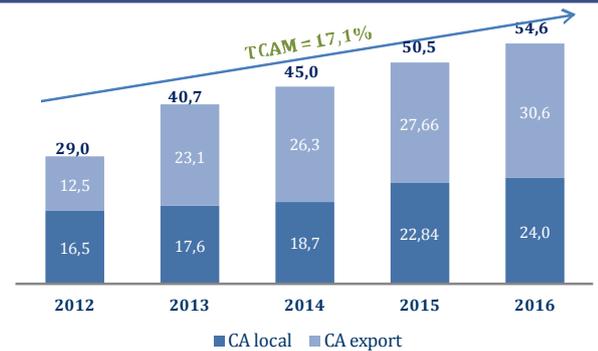
La rentabilité reste faible par rapport aux niveaux antérieurs mais commence à se redresser après les années de forts investissements (2012-2013) qui ont pesé au niveau des charges d'amortissement et des charges financières induites par l'endettement requis pour financer, en partie, ces investissements. A partir de 2016, avec la finalisation des investissements de capacité et la baisse du niveau de l'endettement, nous pensons que la capacité bénéficiaire de la SOTUVER va être renforcée davantage.

## 3/ LA STRUCTURE FINANCIÈRE

La SOTUVER a investi plus de 65MDt entre 2011 et 2016 afin de doubler sa capacité de production et de stockage, d'améliorer son efficacité énergétique et d'améliorer aussi la qualité de ses produits. Une partie de ces investissements ont été financés par des augmentations de capital en numéraire, mais la majeure partie par la dette. A fin 2015, l'endettement net s'est élevé à plus de 39 MDT, soit un gearing de 89,1%. De plus, la dette a aussi servi au financement du cycle d'exploitation avec un BFR qui s'est accru sensiblement avec l'évolution de l'activité.

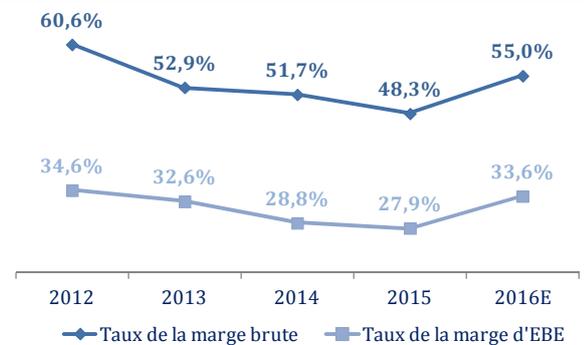
Pour les années à venir, la limitation des investissements futurs et l'entrée en pleine exploitation des investissements réalisés permettront une meilleure génération de cash flow et par conséquent l'allègement du niveau de l'endettement.

## Evolution du chiffre d'affaires ( MDT)



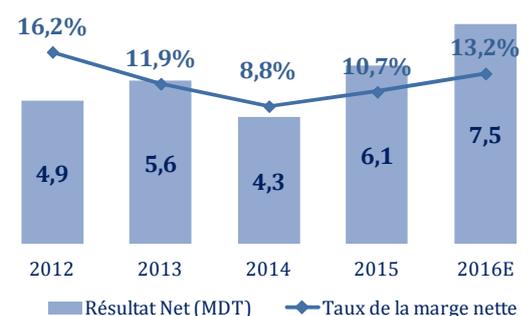
**SOTUVER est devenue une société majoritairement exportatrice et l'Algérie reste sa principale destination.**

## Evolution du taux de la marge brute et du taux de la marge d'EBE



**Un nouveau plan de Cost-saving pour faire face à la dégradation de la rentabilité**

## Evolution du résultat net et de la marge nette



## Bilan économique

en MDT	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Actifs Immobilisés	25,8	27,3	47,5	51,5	49,1	56,1
BFR	10,0	13,0	11,6	25,9	24,1	26,9
Capitaux Propres	27,2	29,6	36,9	43,2	42,7	44,0
En dettement Net	8,7	10,8	22,7	34,6	31,0	39,2
<b>Gearing</b>	<b>31,9%</b>	<b>36,3%</b>	<b>61,5%</b>	<b>80,1%</b>	<b>72,6%</b>	<b>89,1%</b>

## STRATÉGIE DE DÉVELOPPEMENT ET PERSPECTIVES DE LA SOTUVER

• La SOTUVER a déjà réalisé d'importants investissements ces dernières années dans le but d'augmenter sa capacité de production. Pour remédier aux problèmes de marges, la société se focalisera dans le futur sur l'amélioration de la productivité et notamment la maîtrise de la facture énergétique. Ses futurs investissements porteront essentiellement sur :

### ⇒ L'installation de broyage et de combustion au pet coke (Four1)

Pour faire face aux risques des hausses du prix du gaz et des intentions de levée de la subvention aux industriels énergivores, la SOTUVER a mené depuis 2014 des études sur la combustion au pet coke et a procédé à l'aménagement de son four 1. L'investissement pour cette installation de broyage et de combustion est de l'ordre de 2,5 MDT **pour un gain annuel estimé à un million de dinars par an par four.**

### ⇒ La production d'électricité photovoltaïque

Toujours dans l'optique de maîtrise de la facture énergétique, et pour une meilleure compétitivité à l'échelle nationale et internationale, la SOTUVER a mené depuis 2013 des études sur la production d'énergie photovoltaïque. D'après le management, une région du centre a été sélectionnée, les dossiers préliminaires ont bien avancé depuis 2015 et des demandes d'autorisation ont été introduites au niveau de la STEG et du Ministère de l'Energie. La société attend toujours la parution des décrets d'application pour déposer la demande officielle et entamer les études de réalisation.

Une telle centrale photovoltaïque permettra à la SOTUVER de produire une bonne partie de sa consommation (40% environ) et surtout de faire **un gain d'énergie sur sa facture d'environ 36% ( l'équivalent de 1,3 MDT).**

• Au niveau commercial, les investissements d'accroissement de capacité commenceront à donner pleinement leurs fruits à partir de 2017. Déjà au début de 2017, le carnet de commande est plein à hauteur de 80% avec des contrats pluriannuels. Sur l'année pleine, Nos prévisions tablent sur un chiffre d'affaires de l'ordre de 63,3 MDT soit une hausse de près de 16% par rapport à l'année 2016.

• SOTUVER poursuivra également ses efforts de conquête de nouveaux marchés en Afrique subsaharienne (chose qui a déjà commencé en 2016 avec des exportations vers le Ghana, la Guinée, le Libéria et la Gambie, à travers la centrale d'achats de la marque Coca-Cola). D'autres marchés africains sont en cours de prospection tels que la Côte d'Ivoire, le Burkina Faso, le Gabon et l'Angola. Concernant le marché espagnol, des commandes supplémentaires sont attendues en 2017.

• Pour répondre aussi aux évolutions du marché, notamment dans l'agroalimentaire où il y a un retour vers l'utilisation des bouteilles et des pots pour certains produits alimentaires tels que les conserves et les confitures, la SOTUVER tend à élargir sa gamme vers ces continents qui connaissent une forte demande.

### Le CA prévisionnel évoluera à un TCAM 2015-2018 de 13,6% :

selon nos prévisions, les ventes connaîtront une croissance annuelle moyenne de 13,6% sur la période 2015-2018 alors que la croissance antérieure moyenne a été de 20,9% sur la période 2012-2015. Ces prévisions restent conservatrices, si on tient en compte l'accroissement de la capacité de production, la conquête de nouveaux marchés et la diversification de l'offre produits.

**L'EBE et le résultat net seront en croissance moyenne de 16,5% et 27,3% respectivement:** le taux de la marge brute serait de 55% sur la période prévisionnelle sans tenir compte des effets des investissements cités ci-dessus qui s'ils se concrétisent ne feront qu'améliorer les marges de la SOTUVER.

Etat de résultat Prévisionnel 2015-2018					
En MDT	2015	2016e	2017e	2018e	TCAM
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>50,2</b>	<b>54,6</b>	<b>63,3</b>	<b>73,5</b>	<b>13,6%</b>
Marge sur Coûts	27,3	32,0	36,8	42,4	15,8%
<i>Taux de marge brute</i>	<i>54,4%</i>	<i>55,0%</i>	<i>55,0%</i>	<i>55,0%</i>	
Charges de Personnel	6,6	7,4	8,5	9,9	14,4%
<b>EBE</b>	<b>15,8</b>	<b>19,0</b>	<b>21,7</b>	<b>24,9</b>	<b>16,5%</b>
<i>EBE / Production</i>	<i>27,9%</i>	<i>33,6%</i>	<i>33,3%</i>	<i>33,1%</i>	
<b>Résultat Net</b>	<b>6,1</b>	<b>7,5</b>	<b>10,3</b>	<b>12,5</b>	<b>27,3%</b>
<i>Marge nette</i>	<i>10,7%</i>	<i>13,2%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,6%</i>	

Source : Prévisions MAC SA

Ceci étant, ce niveau de marge reste bien au dessous des niveaux de marges brutes réalisés avant 2013 (une moyenne de 63,6% entre 2010 et 2012). Ainsi, l'EBE sera en croissance annuelle moyenne de 16,5% sur la période prévisionnelle ( vs 14,8% sur la période 2012-2015). De plus, sous l'effet de la baisse des dotations aux amortissements relatifs aux investissements et la charge financière, le résultat net ne sera qu'amélioré par conséquent. À l'horizon de 2018, on s'attend à un résultat net de 12,5 MDT, soit un taux de marge nette de 16,6% en amélioration par rapport à 2015 certes mais qui reste un peu au dessous des niveaux historiques déjà réalisés.

## RECOMMANDATION DE MAC SA

- Sur le marché boursier, en ce début d'année 2017, le cours affiche un rendement de plus de 20,75% pour s'échanger actuellement à 4,54 DT , correspondant à une capitalisation de 113 MDT et un multiple de 13 fois les bénéfices 2016 (contre 13,3x pour le marché).
- Sur la base de prévisions établies de manière prudente, nous tablons sur un bénéfice dépassant les 10 MDT en 2017, ce qui ramènerait le P/E de la SOTUVER à 10x les bénéfices, des niveaux qui confortent notre opinion d'achat sur le titre d'autant plus que dans le contexte économique actuel morose, les valeurs défensives se font rares.
- Notre position d'achat est justifiée par le potentiel que recèle la SOTUVER vu sa situation de monopole en Tunisie (unique fournisseur d'emballage en verre) dans un marché très porteur et son profil exportateur vers des marchés à forts potentiels. Les investissements de capacité ont été déjà réalisés (65MDT), son challenge réside désormais dans la maîtrise de ses charges pour une meilleure rentabilité. Nous pensons que les perspectives de la société ne sont pas encore totalement intégrées dans le cours et au-delà de l'aspect spéculatif, nous estimons que les fondamentaux de la société demeurent solides. Nous recommandons donc d'**ACHETER** le titre à ce niveau de cours.

**MAC SA- Intermédiaire en Bourse**

Green Center, Rue du Lac Constance  
1053- Les Berges du Lac – Tunisie  
Tél : + 216 71 964 102  
Fax : + 216 71 960 903  
Email : macsa@macsa.com.tn  
Web : www.macsa.com.tn

**Département Recherches**

Salma Zammit Hichri  
Chef du département  
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif  
Analyste Senior  
ibrahim @macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali  
Analyste financier  
abdelmonam.jebali@macsa.com.tn

Rahma Tayachi  
Analyste Junior  
rahma.tayachi@macsa.com.tn

*Informations importantes*

*Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.*

*Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elles reflètent les opinions de l'analyste et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.*

*MAC.SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC.SA au profit ou envoyé par MAC.SA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.*

*MAC.SA se dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente survenant suite à l'utilisation de ce document.*

*MAC.SA n'a pas perçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.*

*Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.*

*En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.*