

Rédigé le 20/06/2023

SOTUVER: sous sa nouvelle dimension

Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Présentation du Groupe
- II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
- III- Perspectives d'avenir & prévisions
- IV- Comportement boursier et Opinion 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 de cette valeur.

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 ».

SOTUVER: sous sa nouvelle dimension

I- Points clefs

Chiffres consolidés (En Mdt)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Revenus	95,4	97,3	91,1	104,9	156,2	255,6
<i>Progression</i>	-	2,1%	-6,4%	15,2%	48,9%	63,7%
Marge brute	46,0	41,4	45,4	54,1	73,8	122,1
<i>Progression</i>	-	-9,9%	9,6%	19,2%	36,4%	65,4%
Taux de marge brute	48,2%	42,5%	49,8%	51,6%	47,3%	47,8%
EBITDA	30,4	26,3	27,7	36,6	49,9	84,4
Marge d'EBITDA	31,9%	27,1%	30,4%	34,9%	32,0%	33,0%
<i>Progression</i>	-	-13,4%	5,2%	32,2%	36,3%	68,9%
Résultat net part du groupe	17,4	11,6	10,7	20,0	29,9	34,8
<i>Progression</i>	-	-33,1%	-8,5%	87,6%	49,6%	16,4%
Marge nette	18,3%	12,0%	11,7%	19,1%	19,1%	13,6%

Source: Etats financiers consolidés de SOTUVER et prévisions de Tunisie Valeurs,

- **En 2022, SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires record de 156,2MDt, en hausse substantielle de 48,9%. En dépit de la hausse des coûts des intrants, notamment celui du bicarbonate de soude, le verrier a réussi à afficher un résultat net part du Groupe de 29,9MDt, en hausse de 49% par rapport à 2021. La marge nette s'est maintenue stable à 19,1%.**
- **En 2023, nous nous attendons à une amélioration de 64% du chiffre d'affaires du Groupe à 255,6MDt, grâce à l'entrée en exploitation, sur l'année pleine, de la nouvelle entité exportatrice « SGI ». Cette dernière est consolidée par intégration globale. L'EBITDA du Groupe devrait croître de 33% à 84,4MDt. Toutefois, le résultat net part du Groupe de l'embouteilleur devrait évoluer à moindre mesure (+13,6% à 34,8MDt), vu que la nouvelle entité est détenue uniquement à hauteur de 11% par SOTUVER.**
- **L'Assemblée Générale Ordinaire a fixé le dividende par action au titre de l'exercice 2022 à 0,550Dt, soit un rendement en dividendes de 4,3%. La date de distribution des dividendes a été fixée pour le 20 juillet 2022.**
- **Les niveaux de valorisations 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.**

Prix : 12,600 Dt

Acheter (+)

Actionnariat*

CFI:	71,2%
LLOYED Tunisien :	12,1%
Autres actionnaires :	16,7%

Capitalisation boursière:
492,2MDt

Ratios boursiers**:

PER 2022: 16,5x

PER 2023^e: 14,1x

EV/EBITDA 2022 : 12x

EV/EBITDA 2023^e : 7,3x

Dividend yield 2022: 4,3%

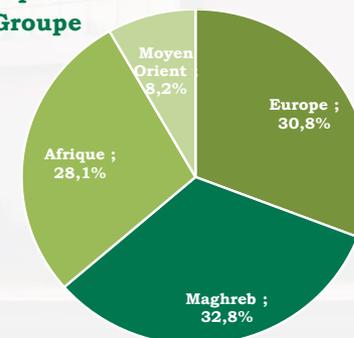
ROE 2022: 34%

Performance y-t-d 2023: +44,8%

*Actionnariat en date de décembre 2023.

**Données au 20 Juin 2023

La répartition des ventes à l'export du Groupe



SOTUVER: sous sa nouvelle dimension

II- 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 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 130MDt, dont 68MDt en capital social. **Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 11% par SOTUVER SA, est déjà entrée en exploitation en janvier 2023.** 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 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, a été reportée sine die. 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.

SOTUVER: sous sa nouvelle dimension

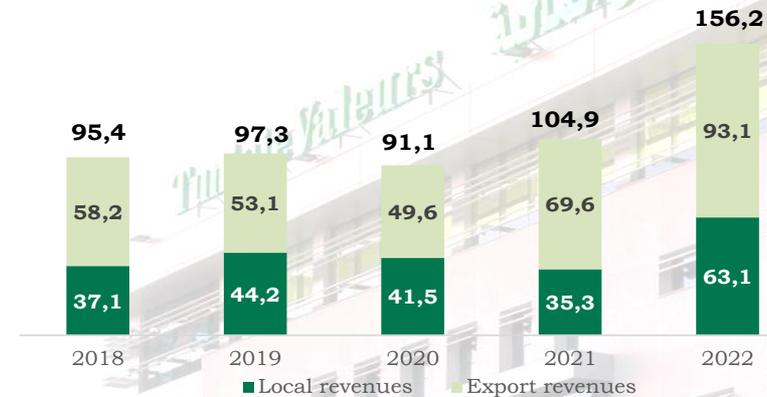
- Pour un investissement de 10MDt, SOTUVER a annoncé depuis mi 2021, l'entrée en exploitation de la carrière de sable ainsi que l'achèvement de l'installation de l'unité de traitement. Les essais ont démarré au début du mois de juin 2021. La SOTUVER détient une participation de 50% dans le capital d'une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

III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

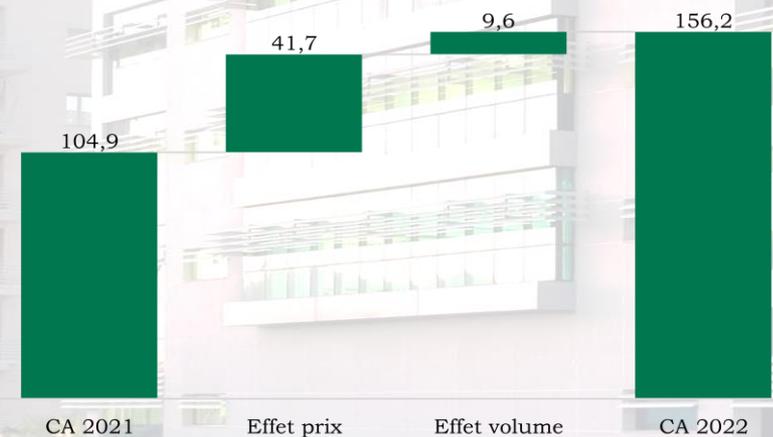
1- Des revenus boostés par les ventes locales et à l'export

- En 2022, SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires record de 156,2MDt, en hausse substantielle de 48,9%. Cette montée impressionnante trouve son origine essentiellement dans un effet prix ayant généré une hausse de 41,7MDt. En effet, l'embouteilleur a révisé son prix de vente moyen de 36% courant 2022. Le volume des ventes en hausse de 9,1% a généré des revenus supplémentaires de 9,6MDt.
- L'industriel a, en effet, bénéficié d'une envolée de 40% des ventes locales à 64,4MDt et d'un élargissement de 55% des ventes à l'export à 95,6MDt. Les ventes ont été boostées par la reprise de l'activité des Cafés-Hôtels-Restaurants en période estivale mais aussi par la forte progression du chiffre d'affaires de la filière Huile d'olive qui se place pour la première fois en première position en termes des ventes, ce qui traduit l'importance qu'accorde la SOTUVER à ce secteur stratégique.
- Grâce à cette prouesse commerciale, la SOTUVER confirme son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec 60% des ventes à l'export (sans compter les exportations indirectes qui représentent 11% du chiffre d'affaires global).

Répartition du chiffre d'affaires du Groupe SOTUVER entre 2018-2022 (en MDt)



Effet prix- effet volume sur le chiffre d'affaires de SOTUVER (en MDt)

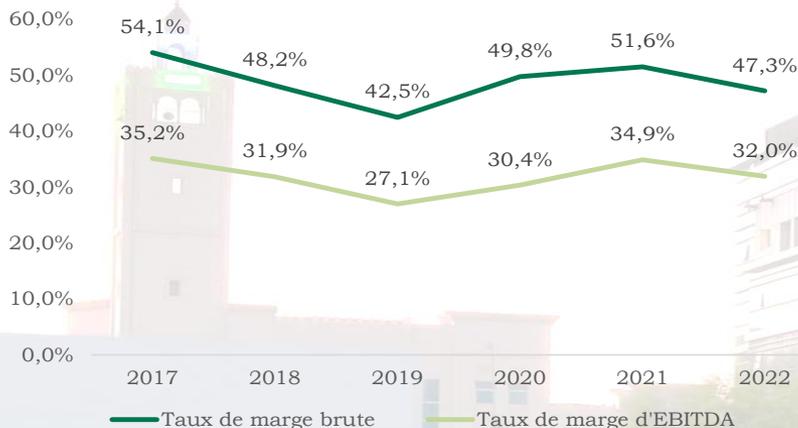


SOTUVER: sous sa nouvelle dimension

2- Des marges à rude épreuve

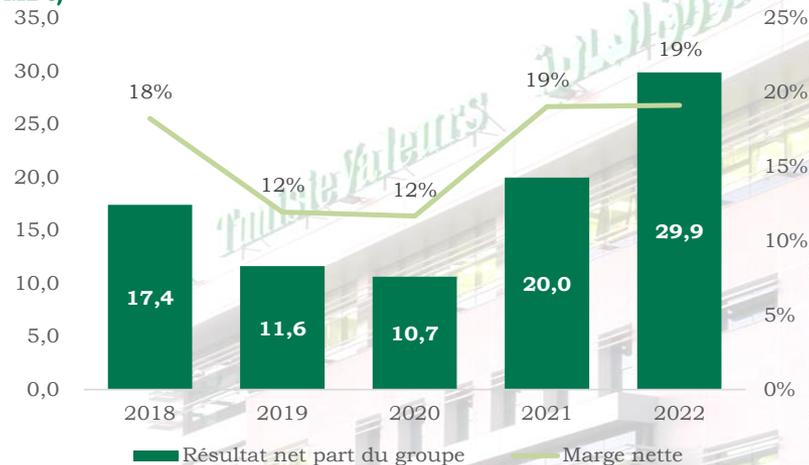
- La flambée des prix des intrants, notamment de celui du carbonate de soude, a tiré vers le bas la rentabilité du verrier, et ce en dépit d'une meilleure optimisation de son outil de production. L'industriel a vu sa marge brute progresser de 36,4% à 73,8MDt. Ainsi, le taux de marge brute a cédé 4,3 points de pourcentage à 47,3%.
- Grâce à une bonne maîtrise des charges d'exploitation, la marge d'EBITDA a bondi de 32% à 49,9MDt. Le taux de marge d'EBITDA a perdu 2,9 points de pourcentage à 32%.

Evolution de la marge brute et de la marge d'EBITDA du Groupe SOTUVER



- Le résultat net part du Groupe s'est établi à 29,9MDt, en hausse de 49% par rapport à 2021. La marge nette de l'industriel s'est maintenue stable à 19,1%.

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



3- Une structure bilantielle équilibrée

- 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 « SGI ») et l'amélioration de la rentabilité du verrier ont permis de renforcer les fonds propres du Groupe qui se sont élevés à 162,6MDt contre 146,9MDt en 2021.
- A fin 2022, la dette nette du Groupe SOTUVER s'est élevée à 109MDt, contre 37MDt une année auparavant. Le Groupe affiche un gearing de 67%, contre un gearing de 26% en 2021. L'endettement a servi au financement de la nouvelle entité exportatrice.
- En raison d'un cycle d'exploitation moins favorable, le Groupe a affiché en 2022, un Besoin en Fonds de Roulement en hausse de 22,9MDt, notamment suite à des délais de paiement fournisseurs et de recouvrement clients moins favorables.

SOTUVER: sous sa nouvelle dimension

4- Les investissements absorbent le FCF du verrier

- L'amélioration de la rentabilité a permis de maintenir un flux d'exploitation du Groupe positif à 18,1MDt contre un flux d'exploitation de 114MDt une année auparavant, alimenté par l'injection de fonds par les minoritaires dans les réserves.
- L'investissement a été également conséquent en 2022 s'élevant à 64,7MDt servant à financer des immobilisations corporelles essentiellement pour la nouvelle filiale. Le FCF a été négatif de -46,7MDt, contre un flux positif de 8,9MDt en 2021.

Principaux indicateurs financiers de SOTUVER (en MDt)

Chiffres consolidés (En MDt)	2018	2019	2020	2021	2022
CAF	26,6	20,8	21,6	30,1	41,0
Variation du BFR	- 5,6	- 3,3	- 27,1	- 62,2	22,9
Flux d'exploitation	21,0	17,5	33,2	114,0	18,1
Capex	- 5,8	- 24,2	- 20,5	- 105,2	- 64,8
Free Cash Flow	15,2	- 6,7	12,7	8,9	- 46,7
Capitaux propres	66,8	69,9	114,8	146,9	162,6
Dette nette	27,9	43,2	35,4	37,5	109,0
Gearing	42%	62%	31%	26%	67%
ROE	30%	18%	16%	28%	34%
ROCE	21%	15%	12%	15%	15%

IV- Perspectives d'avenir et prévisions

- **Avec l'entrée en exploitation, depuis le 15 janvier 2023, de la nouvelle entité exportatrice, le management a confirmé que le Groupe serait en mesure de doubler littéralement son chiffre d'affaires dès 2023.**

▪ 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. Le Groupe serait en mesure de relever le défi de pouvoir écouler toute sa production.

▪ En 2023, nous nous attendons à une amélioration de 64% du chiffre d'affaires du Groupe à 255,6MDt, grâce à l'entrée en exploitation de SGI notamment que cette dernière est consolidée par intégration globale. L'EBITDA du Groupe devrait croître de 33% à 84,4MDt.

▪ Toutefois, résultat net part du Groupe de l'embouteilleur évoluerait à moindre mesure (+13,6% à 34,8MDt), vu que la nouvelle entité est détenue uniquement à hauteur 11% par SOTUVER.

▪ L'Assemblée Générale Ordinaire a fixé le dividende par action au titre de l'exercice 2022 à 0,550Dt, contre un dividende de 0,400Dt par action une année auparavant. La date de distribution des dividendes a été fixée pour le 20 Juillet 2022.

IV- Comportement boursier et Opinions de Tunisie Valeurs

- En bourse, le titre poursuit son trend haussier entamé depuis la deuxième moitié de 2021. Depuis le début de l'année 2023, le titre SOTUVER s'est hissé de +44,8%. Un mouvement porté par un sentiment favorable quant à l'envolée des ventes de l'industriel en 2022 et l'avancement de ses projets d'expansion sur l'année en cours.

SOTUVER: sous sa nouvelle dimension

- Avec une capitalisation de 492,2MDt, la SOTUVER traite à des multiples attendus en 2023 de 14,1x ses bénéfices, 7,3x son EBITDA. Un niveau de valorisation attrayant, nettement, moins cher que celui de ses comparables internationaux (voir l'échantillon de comparables ci-dessous).
- **Les niveaux de valorisations 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.**

Echantillon de comparables internationaux

	Pays	Marge d'EBITDA 2022	Marge brute 2022	VE/EBITDA 2023e (x)	PE/2023e (x)
SOTUVER	Tunisie	32,0%	47,3%	7,3	14,1
Shandong Linuo Technical Glass Co., Ltd.	Chine	19,3%	21,4%	12,0	19,5
BG Container Glass Public Company Limited	Thaïlande	14,0%	13,3%	7,3	18,0
Zignago Vetrol S.p.A.	Italy	21,8%	37,6%	8,0	13,5
Jiangsu Xiuqiang Glasswork Co., Ltd.	Chine	16,6%	27,3%	11,3	20,7
Arisawa Mfg. Co., Ltd	Japan	10,6%	18,3%	6,4	13,1
Ocean Glass Public Company Limited,	Thaïlande	16,1%	28,5%	n.a	n.a
Médiane	-	16,4%	24,4%	8,0	18,0

Source: S&P Capital IQ