



STOCK UPDATE : AGE du 10 janvier 2012

Changement de recommandation **Acheter** contre Conserver précédemment

Secteur	Capitalisation Boursière	Prix
Industrie	123,8 MDT	9,800 Dinars
	Volume moyen 2012 (KTND)	Perf. YTD
SOTUVER	129,0	2,08%
TUNINDEX	3 658	0,42%

	P/E 11 ^e	P/E 12 ^e	Div Yield 11 ^e	Div Yield 12 ^e	P/B
SOTUVER	20,8	18,8	2,6%	2,6%	5,2
Marché	17,4	15,6	2,3%	2,5%	1,8

En MDT	2009	2010	2011e	2012p
Revenus	26,2	24,3	26,5	32,0
Résultat d'exploitation	7,0	7,3	6,8	7,9
Résultat net	6,1	5,9	6,0	6,6

Métiers

- La Sotuver est le principal fabricant tunisien de verre creux mécanique pour l'emballage (70% de la production nationale) et le seul producteur de bouteillerie du pays. Ses principaux clients sont la SFBT (bière, soft drinks, eau) et l'UCCV (vin). Les exportations notamment vers l'Algérie représentent également une part de plus en plus importante de ses débouchés.
- Privatisée fin 1996 via la cession au Groupe Chahed, la Sotuver a attiré les convoitises de verriers internationaux (Saint Gobain, SEVAM) suite à la volonté des héritiers Chahed de céder l'entreprise. Finalement, c'est le groupe Bayahi qui a racheté le bloc majoritaire de 67% du capital fin 2008. La participation de ce groupe dans la Sotuver est ensuite montée jusqu'à 96% à l'issue de la procédure de maintien de cours, pour se situer actuellement à 81%.

Tendances 2011

- Au terme de l'exercice 2011, la SOTUVER devrait afficher un CA de 26,5MDT (+9,0%), compensant ainsi la contre performance enregistrée lors du premier semestre (CA en baisse de -8,7% à 12,4MDT), une performance appréciable compte tenu du contexte économique difficile.

- C'est l'activité d'export qui a généré la croissance de l'exercice 2011, avec un CA attendu de 10MDT, en hausse de 38%.
- Au niveau de l'exploitation, nous nous attendons néanmoins à une baisse des marges à cause du renchérissement des matières premières et à une forte progression des charges de personnel. Le résultat net devrait ressortir à 6,0MDT, soit un niveau proche de l'année 2010.

Perspectives 2012

- Lors de l'AGE tenue le 10 janvier 2012, la société a présenté le programme d'investissement entamé en 2009 qui porte sur la modernisation de l'installation existante et sur la mise en place d'un deuxième four d'une capacité de 150 tonnes par jour et qui s'élève à un montant de 33,104MDT. Cet investissement s'inscrit dans le cadre d'un deuxième programme de mise à niveau et a fait l'objet d'un accord du COPIL du Ministère de l'Industrie en date du 16 novembre 2011. Les contrats d'acquisition du four 2 seront signés au début de l'année 2012. Son démarrage est prévu pour le 4^{ème} trimestre 2012.
- Le financement du projet de modernisation et d'extension sera financé comme suit :
 - 5,5 MDT par une augmentation de capital par émission en numéraire au prix de 8,750DT (Parité 1/ 20) ;
 - 12,3 MDT par autofinancement ;
 - 15,3 MDT par crédits bancaires.
- L'accroissement de la capacité de production devrait booster la croissance de l'activité de la SOTUVER, à travers une forte progression de l'export, favorisée par une demande croissante aussi bien des marchés limitrophes (Libye, Algérie) que des marchés européens. L'entrée en production du 2^{ème} four impacterait positivement le CA 2012 de 5,5MDT. Nous prévoyons pour cette année un CA 2012p de 32 MDT et un résultat net 2012p de 6,6 MDT.
- A moyen terme, cet investissement devrait permettre à l'embouteilleur tunisien de doubler son CA d'ici 2014, et de générer un cash flow avoisinant les 13MDT.
- La société a annoncé, par ailleurs, qu'elle compte procéder courant 2012 à une deuxième augmentation de capital par incorporation de réserves et attribution d'actions nouvelles gratuites à raison de 10 actions nouvelles pour 31 actions anciennes, soit une augmentation de capital social de près de 4,3 MDT. Cette opération devrait se traduire par une augmentation des dividendes versé au titre de l'exercice 2013 de près de 30%.

Valorisation et indicateurs boursiers

- Le titre SOTUVER a progressé de 2,08% depuis début 2012. La hausse du Tunindex n'a été que de 0,42%. En perspective, le titre se valorise à 18,8 x les bénéfices 2012^e sur la base d'un résultat net de 6,6 MDT.
- Nous modifions notre recommandation et passons de « Conserver » à « **Acheter** » sur le titre. Notre changement de recommandation s'appuie sur la mise en service du second four dès la fin 2012 capable de répondre à la demande croissante des clients locaux et de l'exportation vers l'UE et des résultats en hausse de 40% à l'horizon 2014.