

Caractéristiques de l'augmentation de capital**Nombre de titres :** 631 625 actions**Parité :** 1 action nouvelle à souscrire pour 20 anciennes détenues**Jouissance des nouvelles actions :** 1^{er} janvier 2012**Période de souscription :** du 24 Avril au 9 Mai 2012 inclus**Prix d'émission :** 8,750 dinars**Cours boursier :** 10,950D**Décote :** -19,2%**PE₂₀₁₂ :** 16,9**Div Yield :** 2,8%**P/BV :** 3,9*Souscrire à l'augmentation de capital*L'année 2011 :

(en MD)	2009	2010	2011
Chiffre d'affaires	26,2	24,3	26,6
Marge Brute	14,8	15,4	16,7
<i>Marge brute</i>	<i>56,3%</i>	<i>63,3%</i>	<i>63,7%</i>
Résultat d'exploitation	7,0	7,3	6,7
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>26,6%</i>	<i>29,9%</i>	<i>25,7%</i>
Bénéfice net	6,1	6,1	6,1
<i>Marge nette</i>	<i>23,4%</i>	<i>25,2%</i>	<i>22,9%</i>

Malgré le ralentissement de l'activité économique dans le pays, la société est parvenue durant l'année écoulée à afficher un chiffre d'affaires de 26,6MD en progression de 8,5% par rapport à 2010. Cette performance a été boostée essentiellement par l'activité export qui a pratiquement doublé en 2011 avec un chiffre d'affaires de 10,2MD et a permis d'atténuer la baisse de l'activité locale (-15,8%). La société est devenue un acteur de référence au niveau de certains pays, notamment l'Algérie

Cependant, l'augmentation importante de la masse salariale (+40,4%) suite aux revendications sociale et le montant important des dotations aux amortissements (+12,2%), conséquence des investissements réalisés durant les dernières années, ont impacté négativement la marge opérationnelle qui s'est dépréciée de 4,2 points à 25,7%.

La société a clôturé l'année 2011 avec un bénéfice net en légère régression de 0,8% à 6,1MD. désormais, la marge nette s'établit à 22,9% (en dépréciation de 230pb).

Comment se présentent les perspectives d'avenir de la société ?

La SOTUVER a entamé depuis 2009 un vaste programme d'investissement portant sur la modernisation des équipements existants ainsi que la mise en place d'un deuxième four d'une capacité de 150T/J.

Ce programme permettra à la société de doubler sa capacité de production, renforcer sa présence sur les marchés extérieurs et réaliser d'importantes économies d'échelle.

Investissements (mD)

Investissements 2009-2011	14 786
Investissements 2012	18 317
Total	33 103

Financement (mD)

Augmentation de capital	632
Prime d'émission	4 895
Crédits bancaires	13 260
Autofinancement	14 317
Total	33 103

Le montant total des investissements s'élève à 33,1MD et sera financé à hauteur de 26,5MD par des crédits auprès du système bancaire, 5,5MD par une augmentation de capital en numéraire et le reste par autofinancement. Une partie des investissements a été réalisée durant la période 2009-2011 pour un montant de 14,7MD, le reste, soit 18,3MD sera réalisé en 2012.

L'augmentation de capital portera sur l'émission de 631 625 actions nouvelles qui seront souscrites à un prix de 8,750D (soit 1 dinar de nominal et 7,750D de prime d'émission) à raison d'une action nouvelle pour 20 actions anciennes (Parité : 1/20). La période de souscription s'étalera du 24 Avril au 9 Mai 2012.

Le deuxième four entrera en exploitation durant le 4^{ème} trimestre de 2012 et son impact sur le chiffre d'affaires ne sera visible qu'à partir de 2013. En effet, la production du 2^{ème} four sera destinée essentiellement à l'export : activité qui devra représenter 50% du chiffre d'affaires de la société contre 38,5% actuellement.

Durant toute la période du plan de développement 2012-2015, la société affichera un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 22,4% pour s'établir à 59,4MD à l'horizon 2015 contre 26,6MD en 2011.

En ce qui concerne les marges, et vu la dépendance de la société envers la fluctuation du prix des matières premières et du coût de l'énergie, la marge opérationnelle devrait se stabiliser aux alentours de 24% à l'horizon 2014 contre 22,8% en 2011 : une hypothèse que nous jugeons très prudente de la part du management. En effet, les grands efforts fournis durant ces dernières années en matière de compression de charges nous laissent penser que la société devrait afficher des taux de marges beaucoup plus importants et permettrait ainsi de dégager des bénéfices plus substantiels.

En ce qui concerne l'endettement de la société et avec la contraction de nouveaux crédits (9,5MD au cours de cette année), la société affichera un gearing de 30,2% en 2012 : un niveau qui demeure tout de même assez raisonnable.

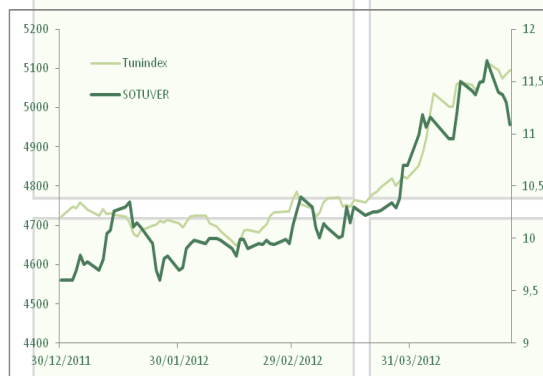
Le résultat net de la société affichera un taux de croissance annuel moyen de 18,2% à 11,7MD en 2015 contre 6,1MD en 2011.

(mD)	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	TCAM
Chiffre d'affaires	26 617	33 085	43 369	51 956	59 449	22,4%
<i>Local</i>	16 372	19 161	21 693	23 638	25 107	11,4%
<i>Export</i>	10 245	13 924	21 676	28 318	34 342	35,9%
Marge brute	17 105	19 270	23 678	27 286	29 881	15,1%
Taux de marge brute	64,3%	58,2%	54,6%	52,5%	50,3%	
Résultat d'exploitation	6 058	8 055	9 857	12 454	14 163	23,9%
Marge opérationnelle	22,8%	24,3%	22,7%	24,0%	23,8%	
Résultat net	6 081	6 943	7 487	9 974	11 725	18,2%
Marge nette	22,8%	21,0%	17,3%	19,2%	19,7%	

Les réalisations de la société durant le premier trimestre de 2012 :

Pour les trois premiers mois de l'année en cours, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 5,8MD en progression de 13,8% par rapport à 2011. Etant donné que le premier trimestre de 2011 a subi de plein fouet les répercussions du ralentissement économique qui a suivi la révolution du 14 janvier 2011, il serait plus judicieux de comparer l'activité de la société par rapport au 1^{er} trimestre de 2010. Ainsi, le chiffre d'affaires a accusé une baisse de 4,3% suite à la baisse du volume sur le marché local, compensée en majeure partie par les exportations. La production a diminué de 20,7% en raison de l'incident imprévisible au niveau de la voute du four et qui a occasionné un arrêt de 41 jours. Au vu de ces réalisations, nous estimons que la société pourra largement honorer ses engagements en matière de chiffre d'affaires surtout que l'essentiel de l'activité est toujours réalisé durant le reste de l'année.

(en Dinars)	1er trimestre					Année 2011
	2 012	2011	2010	VarQ1-12/ Q1-11	VarQ1-12/ Q1-10	
Production (en tonnes)	5 209	5 960	6 566	-12,6%	-20,7%	27550
Chiffres d'affaires	5 792	5 089	6 053	13,8%	-4,3%	26 617
<i>Local</i>	3 761	2 528	4 612	48,8%	-18,5%	16 372
<i>Export</i>	2 031	2 561	1 441	-20,7%	40,9%	10 245
Investissements	2 406	562	212	328,1%	1034,9%	5 375
Endettement total	11 419	9 791	9 706	16,6%	17,6%	12 087

Recommandation boursière :

D'un point de vue boursier, le titre a gagné plus de 14,1% de sa valeur depuis le début de l'année contre une progression de l'ensemble du marché de 7,8%. Cette performance s'est accentuée essentiellement après l'annonce par le management des caractéristiques de l'actuelle augmentation de capital. A ce jour, il se traite à 20,9x les bénéfices estimés pour l'année en cours en ligne avec l'ensemble du marché. Cependant et avec un prix d'émission de 8,750D, soit une décote de 19,2% par rapport au cours actuel, le titre se valorise à 16,9x les bénéfices de 2012 : une valorisation que nous jugeons pas chère surtout avec le potentiel de croissance très élevé.

Côté rémunération des actionnaires, le titre offre un rendement en dividende de 2,3% (sur la base d'une distribution de 0,250D par action). De plus, le management s'est engagé à convoquer prochainement ses actionnaire en AGE afin de statuer sur une augmentation de capital par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites à raison de 10 actions nouvelles pour 31 détenues. Les nouvelles actions porteront jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2013.

Tenant compte d'un potentiel de croissance important durant les prochaines années surtout après la mise en exploitation du 2^{ème} four, des fondamentaux solides du titre ainsi que d'une structure financière très saine, nous recommandons la **souscription à l'augmentation de capital de la société.**