

ETUDE  
**SOTUVER : NOUVEAU  
PARTENAIRE  
STRATÉGIQUE,  
NOUVELLE DIMENSION**

Points clés

- Dans un contexte international difficile marqué par un fort ralentissement de la demande, le chiffre d'affaires consolidé de la SOTUVER en 2025 s'est hissé de 10,8 % pour s'établir à 260,5 MDt, affichant ainsi un taux de croissance annuel moyen de 23,4 % sur la période 2020-2025. Le résultat net part du groupe a augmenté de 10,3 % à 46,1 MDt. Par conséquent, le taux de marge nette du groupe s'est maintenu stable par rapport à l'année précédente à 17,7 %. En 2025, le ROE du groupe a perdu 2,8 points de pourcentage pour s'établir à 24,7 %.
- La reconstruction du four numéro 1 est prévue à partir de 2027. Selon le management, la reconstruction nécessitera un effort financier important, dont le plan de financement n'est pas encore défini, et beaucoup plus de temps que la reconstruction du deuxième four. En effet, à travers cet investissement, l'industriel ouvrera, en collaboration avec son nouveau partenaire stratégique, le groupe BA GLASS, à développer de nouveaux produits et à cibler de nouvelles niches porteuses de valeur ajoutée.
- Selon le management, la société SOTUVER a porté sa participation, en 2025, dans la nouvelle entité exportatrice SGI à 100 % au terme de 2025.
- L'Assemblée Générale Ordinaire du 7 juillet 2026 de la SOTUVER a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,250 Dt au titre de l'exercice 2025. La date de distribution desdits dividendes a été fixée pour le 17 juillet 2026.
- Valorisé à 1116,8 MDt, soit un PER 2026<sup>e</sup> de 20,3 x et un multiple de VE/EBITDA 2026<sup>e</sup> de 10,6 x, le titre SOTUVER affiche désormais un niveau de valorisation supérieur à celui de ses pairs internationaux. Cette prime par rapport à ses homologues internationaux s'explique par les perspectives de croissance attrayantes du groupe sur le court terme, le retour sur investissement de la nouvelle usine et les synergies positives du partenariat avec BA GLASS en termes de transfert de technologies, d'amélioration des standards opérationnels et d'intégration du groupe dans un réseau industriel international. Nous réitérons notre recommandation à l' « Achat » sur le titre.

Chiffres clés de l'état de résultat consolidé de la SOTUVER

| Chiffres consolidés (en MDt) | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024   | 2025  | 2026e |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Revenus                      | 97,3  | 91,1  | 104,9 | 156,2 | 262,4  | 235,1  | 260,5 | 286,5 |
| Progression                  | -     | -6,4% | 15,2% | 48,9% | 68,0%  | -10,4% | 10,8% | 10,0% |
| Marge brute                  | 41,4  | 45,4  | 54,1  | 73,8  | 157,5  | 151,0  | 164,6 | 184,0 |
| Progression                  | -     | 9,6%  | 19,2% | 36,4% | 113,4% | -4,2%  | 9,0%  | 11,8% |
| Taux de marge brute          | 42,5% | 49,8% | 51,6% | 47,3% | 60,0%  | 64,2%  | 63,2% | 64,2% |
| EBITDA                       | 24,5  | 26,4  | 33,7  | 45,8  | 109,4  | 105,4  | 113,9 | 128,4 |
| Progression                  | -     | 7,7%  | 27,6% | 36,0% | 139,0% | -3,6%  | 8,1%  | 12,7% |
| Taux de marge d'EBITDA       | 25,2% | 29,0% | 32,1% | 29,3% | 41,7%  | 44,8%  | 43,7% | 44,8% |
| Résultat net part du groupe  | 11,7  | 10,7  | 20,0  | 29,9  | 46,6   | 41,8   | 46,1  | 55,0  |
| Progression                  | -     | -8,7% | 87,6% | 49,6% | 56,0%  | -10,4% | 10,3% | 19,4% |
| Taux de marge nette          | 12,0% | 11,7% | 19,1% | 19,1% | 17,8%  | 17,8%  | 17,7% | 19,2% |

Sources : états financiers de la SOTUVER et estimations de TUNISIE VALEURS.

| Actionnariat (au 30.04.2026)            |        |
|-----------------------------------------|--------|
| COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT * | 41,3%  |
| BA GLASS BV **                          | 41,3%  |
| Autres actionnaires                     | 17,4 % |

\* Holding familiale du groupe BAYAH.  
\*\* Société portugaise du groupe BA GLASS

Cours (au 07.07.2026) : 28,450 Dt

ROE consolidé 2025 : 24,7%

Recommandation : Acheter (+)

Les comparables boursiers internationaux de la SOTUVER \*

|                                                 | Pays      | EV/Revenus |       | EV/EBITDA |       | P/E   |       |
|-------------------------------------------------|-----------|------------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|                                                 |           | 2025       | 2026e | 2025      | 2026e | 2025  | 2026e |
|                                                 |           | [x]        | [x]   | [x]       | [x]   | [x]   | [x]   |
| SOTUVER                                         | Tunisie   | 5,2x       | 4,7x  | 11,9x     | 10,6x | 24,2x | 20,3x |
| Vetropack Holding AG                            | Suisse    | 0,9x       | 0,9x  | 5,2x      | 4,7x  | 13,1x | 10,3x |
| Vidrala, S.A.                                   | Espagne   | 2,3x       | 2,2x  | 7,8x      | 7,6x  | 13,4x | 12,8x |
| Zignago Vetro S.p.A.                            | Italie    | 1,5x       | 1,4x  | 7,1x      | 5,9x  | 18,2x | 11,9x |
| Arisawa Mfg. Co., Ltd.                          | Thaïlande | 0,8x       | 0,8x  | 5,3x      | 5,7x  | 12,4x | 13,9x |
| BG Container Glass Public Company Limited Japon | Japon     | 1,1x       | 1,0x  | 7,0x      | 6,9x  | 11,0x | 10,6x |
| Jiangsu Xiuqiang Glasswork Co., Ltd.            | Chine     | 1,0x       | NA    | 5,2x      | NA    | 9,2x  | NA    |
| Moyenne des pairs                               |           | 1,3x       | 1,3x  | 6,3x      | 6,1x  | 12,9x | 11,9x |

\* Indicateurs calculés sur la base du cours boursier au 7 juillet 2026.

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

## I. Présentation du groupe SOTUVER

Créée par l'Etat tunisien, en 1963, pour répondre aux besoins du pays en bouteille, 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 NAËSEN (entrée en exploitation en 1980) et la VERRERIE KHOUJA et L'UNIVERS (entrées en exploitation en 2000).

Privatisée en 1996, puis rachetée par la famille Bayahi, la SOTUVER, est rapidement devenue un acteur régional de référence grâce à une offre de produits 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 connu un développement commercial et industriel remarquable. De majeurs événements ont été décisifs pour le développement de l'industriel y compris:

- 1) La réalisation, depuis 2009, d'un vaste plan de restructuration pour un investissement total de 45 MDt, 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 8,5 MDt pour la reconstruction de son premier four afin d'augmenter sa capacité de production nominale de 150 tonnes/jour à 180 tonnes/jour ;
- 3) En 2019, la société a engagé un investissement de l'ordre de 21,1 MDt ayant pour but d'augmenter la capacité de production, de réviser les machines existantes et d'améliorer la qualité des produits.

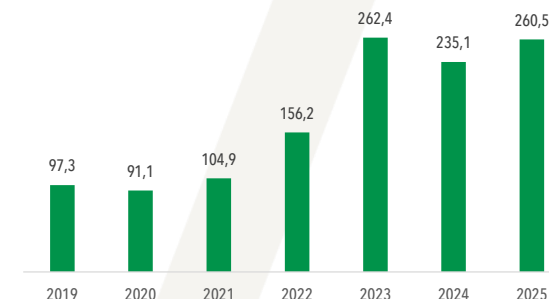
Ambitieuse, la SOTUVER n'est pas au bout de ses investissements. Affrontant un problème de sous-capacité face aux besoins mondiaux grandissants en emballage en verre creux, la verrerie s'est engagée dans la réalisation d'une nouvelle usine SGI « SOTUVER GLASS INDUSTRIES » totalement exportatrice d'une capacité de 300 tonnes par jour, soit la capacité actuelle de l'embouteilleur, pour un investissement de 130 MDt, dont 68 MDt en capital social.

Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 100 % par la SOTUVER SA, est déjà entrée en exploitation depuis décembre 2022.

Envisagée depuis 2018, la société après avoir obtenu, en 2022, l'accord de principe pour la réalisation d'une centrale photovoltaïque de puissance 10 MWc, sise à Kairouan, pour un coût global estimé à 20 MDt. Le management pense plutôt s'orienter vers la cogénération et la tri génération. Selon le management, ce procédé répond mieux que l'énergie solaire aux nouveaux besoins énergétiques du groupe et permet une production combinée de chaleur, d'électricité et de froid simultanément, sans intermittences, ni coupures.

### Evolution des ventes du groupe SOTUVER entre 2020 et 2025 (en MDt)

TCAM entre 2020-2025 du chiffre d'affaires du groupe : 23,4%



## II. Faits et éléments saillants de l'exercice 2025

### 1) Des revenus en hausse portés par les ventes à l'export

En dépit d'un contexte international difficile marqué par un fort ralentissement de la demande, le chiffre d'affaires consolidé de la SOTUVER en 2025 s'est hissé de 10,8 % pour s'établir à 260,5 MDt, affichant ainsi un taux de croissance annuel moyen de 23,4 % sur la période 2020-2025. En effet, en 2025, les ventes à l'export de l'industriel ont grimpé de 17,9 % à 202,9 MDt contre 172,1 MDt une année auparavant grâce à la bonne performance commerciale de la nouvelle filiale SGI. Les ventes locales se sont effritées de 8,6 % pour s'établir à 57,6 MDt.

**Le groupe SOTUVER (tenant compte de la filiale SGI) confirme, ainsi, son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec 77,9 % de ses ventes, contre 73,2% des ventes l'année précédente.**

En 2025, le chiffre d'affaires de la société SOTUVER SA a progressé de 14,2 % à 115,1 MDt. Cette hausse s'explique par l'amélioration des ventes à l'export (+22,7 % à 83,7 MDt) qui demeurent le principal moteur de croissance du groupe. Les ventes locales ont reculé de 3,7% pour s'établir à 31,4 MDt.

### 2) Une rentabilité à des niveaux élevés soutenue par l'intégration à 100 % de SGI

L'industriel a vu sa rentabilité se maintenir à des niveaux élevés. La marge brute du verrier a progressé de 9 % à 164,6 MDt, soit une hausse légèrement inférieure à celle du chiffre d'affaires. Ainsi, le taux de marge brute, s'est effrité de 1 point de pourcentage à 63,2 %. L'EBITDA a, pour sa part, augmenté 8,1 % pour établir à 113,9 MDt. Le taux de marge d'EBITDA a perdu 1,1 points de pourcentage à 43,7 %.

Le résultat net part du groupe a augmenté de 10,3 % à 46,1 MDt. Par conséquent, le taux de marge nette du groupe s'est maintenu stable par rapport à l'année précédente à 17,7 %. En 2025, le ROE du groupe a perdu 2,8 points de pourcentage pour s'établir à 24,7 % ; un niveau qui demeure tout de même très appréciable.

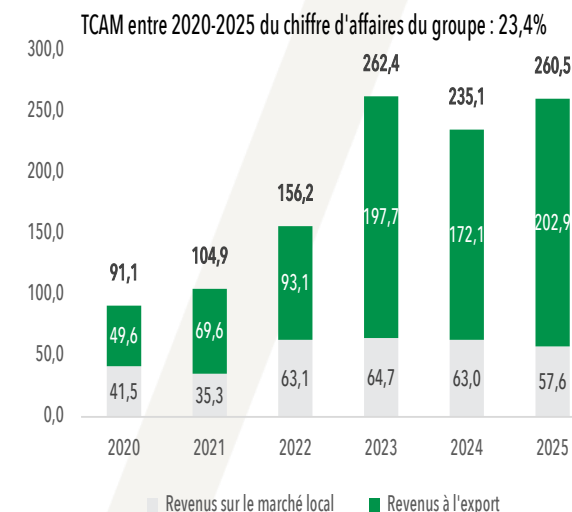
La société mère a, pour sa part, dégagé un résultat net de 24,7 MDt en 2025, soit une forte croissance de 78 % par rapport à 2024 grâce à l'encaissement de 20,4 MDt de dividendes provenant de sa filiale SGI.

### 3) Une assise financière toujours solide

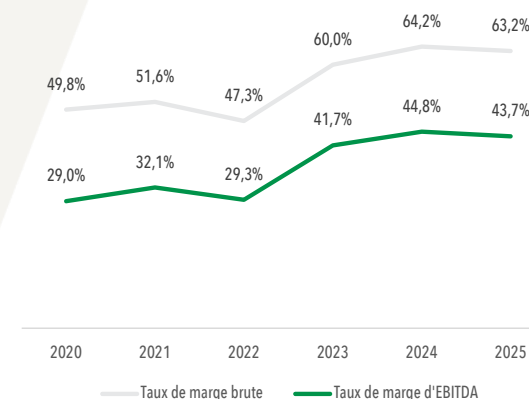
L'injection de fonds de la part des minoritaires, et ce, depuis 2020, relative au financement du capital de la nouvelle entité exportatrice SGI a permis de renforcer les fonds propres part du groupe de la SOTUVER qui se sont élevés à 186,8 MDt en 2025 contre 173 MDt en 2024.

Après une dette nette culminant à un niveau inédit en 2024 (s'établissant à 279,4 MDt) en raison des efforts d'investissement conséquents consentis pour financer la reconstruction complète de l'un des deux fours de l'usine et la montée dans le capital de la nouvelle entité exportatrice, le groupe a réussi, en 2025, à réduire de 13,9 % son endettement net à 240,7 MDt. Le gearing du groupe est ainsi passé de 161,5 % en 2024 à 128,8 % en 2025, un niveau qui demeure soutenable au vu de l'amélioration attendue de la rentabilité du groupe.

Répartition des ventes du groupe SOTUVER entre 2020 et 2025 (en MDt)



Evolution du taux de marge brute et du taux de marge d'EBITDA du groupe SOTUVER



De même, l'exercice 2025 a été marqué par un effort d'investissement significatif, orienté à la fois vers la modernisation de l'outil de production et le développement de nouvelles opportunités commerciales.

Sur le plan industriel deux chantiers majeurs ont mobilisé les équipes. Une ligne de production a bénéficié d'une rénovation complète de son bout froid, visant à améliorer la fiabilité des équipements d'inspection et de conditionnement et à réduire les pertes en bout de ligne. Par ailleurs, face à l'évolution de l'état du four, un programme de maintenance renforcé a été engagé sur le four et le *feederafin* d'en prolonger la durée de vie opérationnelle. Le verrier a également acquis 9 machines de contrôle de dernière génération dont le déploiement progressif vise à renforcer la qualité des produits livrés et à améliorer la satisfaction client sur l'ensemble des lignes.

L'année 2025 a été marquée par une montée dans le capital de la filiale SGI à 100 % après le rachat d'épargne des sociétés BEST LEASE et LLOYD TUNISIEN pour un montant total de 14,8 MDt. Ce renforcement du contrôle de SGI permettra à la SOTUVER de mieux intégrer les activités de sa filiale et de générer des synergies industrielles et techniques significatives.

4) Une génération de cash-flows en amélioration

Au niveau consolidé, le groupe a affiché en 2025 un flux d'exploitation positif de 85,7 MDt, et ce, en dépit de hausse du Besoin en Fonds de Roulement du groupe, passant de 113,8 MDt à 128 MDt en raison d'un cycle d'exploitation moins favorable par la constitution d'un stock considérable pour subvenir aux besoins du groupe lors des travaux de modernisation de l'outil de production. En effet, la variation du BFR a été de moindre ampleur que celle en 2024.

En 2025, le Free Cash-Flow (FCF) a été positif de 63,8 MDt, contre un Free Cash-Flow négatif de -18,4 MDt une année auparavant. L'allègement des investissements immobiliers (22 MDt en 2025, 68,5 MDt en 2024 et 29,4 MDt en 2023) a ramené le FCF du groupe en territoire positif.

III. Perspectives de développement et prévisions

L'année 2025 a été non seulement pleine de défis mais aussi d'opportunités pour l'industriel tunisien. Elle a été marquée par la poursuite des efforts d'investissement et de modernisation de l'outil industriel. Sur le plan commercial, 25 nouveaux articles ont été conçus au cours de l'exercice, combinant des opérations d'allègement de références existantes et l'intégration de nouvelles références clients, témoignant ainsi de la réactivité de la SOTUVER;

Face aux demandes du marché dans ce contexte d'activité soutenue marqué par les arrêts techniques, les travaux de rénovation et l'intégration de nouveaux produits, la société a maintenu un rendement de 71,8 % quasi-stable par rapport à 2024. Cette performance illustre la résilience de l'outil industriel et la maîtrise opérationnelle des équipes qui ont su absorber les perturbations inhérentes à ces chantiers sans dégradation significative de l'efficacité productive.

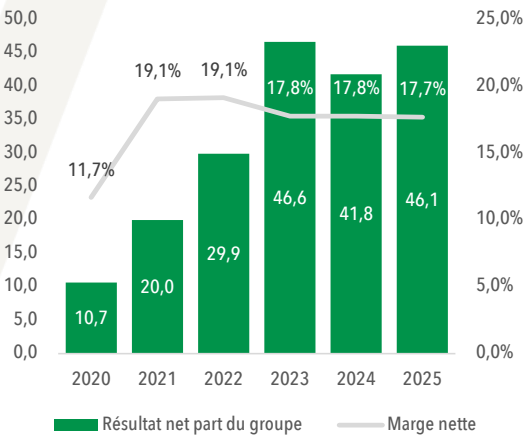
L'entrée de BA GLASS constitue un catalyseur stratégique important susceptible de transformer durablement le profil industriel et commercial de la SOTUVER. Au-delà de l'apport financier, ce partenariat favorisera le transfert de technologies, l'amélioration des standards opérationnels et l'intégration du groupe dans un réseau industriel international.

A fin mars 2026, le chiffre d'affaires de la société SOTUVER a grimpé de 15 % à 28,1 MDt soutenu par les ventes locales qui ont augmenté de 45 %, et ce, en intégrant la filiale SGI. L'activité à l'export a été également bien orientée, affichant une hausse de 12 %. Les revenus consolidés du groupe se sont hissés de 23 % pour s'établir à 70,6 MDt.

Principaux agrégats financiers consolidés du groupe SOTUVER entre 2020 et 2025

| Chiffres consolidés (En MDt) | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024   | 2025   |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Variation du BFR             | 2,0   | -40,5 | 12,6  | 71,0  | 25,8   | 15,0   |
| Flux d'exploitation          | 33,2  | 114,0 | 18,1  | -17,8 | 50,1   | 85,7   |
| Capex                        | 20,5  | 105,1 | 64,8  | 29,4  | 68,5   | 22,0   |
| Free Cash Flow               | 12,7  | 8,9   | -46,7 | -47,2 | -18,4  | 63,8   |
| Capitaux propres             | 114,8 | 146,9 | 162,6 | 197,5 | 173,0  | 186,8  |
| Dette nette                  | 36,6  | 38,9  | 109,0 | 193,3 | 279,4  | 240,7  |
| Gearing                      | 31,8% | 26,5% | 67,0% | 97,8% | 161,5% | 128,8% |
| ROE consolidé                | 9,4%  | 13,6% | 17,9% | 33,5% | 27,5%  | 24,7%  |

Evolution du résultat net part du groupe (en MDt) et du taux de marge nette du groupe SOTUVER





La reconstruction du four numéro 1 est prévue à partir de 2027. Selon le management, la reconstruction dudit four nécessitera un effort financier particulier, dont le plan de financement n’est pas encore défini, et beaucoup plus de temps que la reconstruction du deuxième four. En effet, à travers cet investissement, l’industriel, en collaboration avec son potentiel partenaire stratégique, œuvrera à développer de nouveaux produits et à cibler de nouvelles niches (telles que les pots de sauce et de confiture) et à renforcer les niches à fort potentiel de croissance (telles que les bouteilles d’huiles d’olive), alors que les bouteilles de bière subissent de plein fouet la concurrence du plastique alimentaire et de l’aluminium, des produits moins chers et plus légers.

En 2026, nous nous attendons à une croissance de 10 % du chiffre d’affaires consolidé pour atteindre 286,5 MDt. Le résultat net part du groupe devrait, quant à lui, se situer aux alentours de 55 MDt selon nos estimations, soit un taux de marge nette de 19,2 %.

IV. Parcours boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

En bourse, le titre SOTUVER se retrouve parmi les titres le plus échangés sur le marché, suscitant ainsi l’intérêt des investisseurs. Le cours de l’action du spécialiste en verre creux s’est hissé de 107,6 % depuis le début de l’année en cours.

L’Assemblée Générale Ordinaire du 7 juillet 2026 a décidé la distribution d’un dividende par action de 0,250 Dt au titre de l’exercice 2025, équivalent à celui de l’année dernière, offrant un rendement en dividende en 2025 de 0,9 %. La date de distribution desdits dividendes a été fixée pour le 17 juillet 2025.

Valorisé à 1116,8 MDt, soit un PER 2026e de 20,3 x et un multiple de VE/EBITDA 2026e de 10,6 x, le titre SOTUVER affiche désormais un niveau de valorisation supérieur à celui de ses pairs internationaux. Cette prime par rapport à ses homologues internationaux s’explique par les perspectives de croissance attrayantes du groupe sur le court terme, le retour sur investissement de la nouvelle usine et les synergies positives du partenariat avec BA GLASS en termes de transfert de technologies, d’amélioration des standards opérationnels et d’intégration du groupe dans un réseau industriel international. Nous réitérons notre recommandation à l’ « Achat » sur le titre.

**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 d’actions.

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.

Les comparables boursiers internationaux de la SOTUVER \*

|                                           | Pays      | EV/Revenus |       | EV/EBITDA |       | P/E   |       |
|-------------------------------------------|-----------|------------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|                                           |           | 2025       | 2026e | 2025      | 2026e | 2025  | 2026e |
|                                           |           | [x]        | [x]   | [x]       | [x]   | [x]   | [x]   |
| SOTUVER                                   | Tunisie   | 5,2x       | 4,7x  | 11,9x     | 10,6x | 24,2x | 20,3x |
| Vetropack Holding AG                      | Suisse    | 0,9x       | 0,9x  | 5,2x      | 4,7x  | 13,1x | 10,3x |
| Vidrala, S.A.                             | Espagne   | 2,3x       | 2,2x  | 7,8x      | 7,6x  | 13,4x | 12,8x |
| Zignago Vetro S.p.A                       | Italie    | 1,5x       | 1,4x  | 7,1x      | 5,9x  | 18,2x | 11,9x |
| Arisawa Mfg. Co., Ltd.                    | Thaïlande | 0,8x       | 0,8x  | 5,3x      | 5,7x  | 12,4x | 13,9x |
| BG Container Glass Public Company Limited | Japon     | 1,1x       | 1,0x  | 7,0x      | 6,9x  | 11,0x | 10,6x |
| Jiangsu Xiuqiang Glasswork Co., Ltd.      | Chine     | 1,0x       | NA    | 5,2x      | NA    | 9,2x  | NA    |
|                                           |           |            |       |           |       |       |       |
| Moyenne des pairs                         |           | 1,3x       | 1,3x  | 6,3x      | 6,1x  | 12,9x | 11,9x |

\* Indicateurs calculés sur la base du cours boursier au 7 juillet 2026.

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.