

## Acheter (+)

### SFBT... 'LA' Blue chip du marché

Première capitalisation du marché, la SFBT a retrouvé son statut de **Blue chip** en 2015 en devenant la valeur la plus dynamique de la cote. La capitalisation du Groupe a doublé de taille depuis début 2014, une performance boostée par les investisseurs étrangers suite à la levée de la restriction de la participation étrangère, en septembre dernier, de 50% à 66%.

Contrairement à certaines idées reçues, les dernières années ont prouvé que l'activité de la SFBT est faiblement corrélée à la saison touristique. En effet, depuis 2011, les chiffres du groupe sont en forte croissance dégageant une capacité bénéficiaire 2015 dépassant les 130MDT.

**Nous demeurons confiants sur les perspectives du groupe grâce à sa situation financière solide, sa croissance sereine et la qualité de son management. Nous réitérons notre opinion positive sur le titre.**

#### ■ Présentation du Groupe:

Avec près de 900 millions de dinars de ventes en 2014, le groupe SFBT se situe parmi les plus importantes sociétés industrielles privées tunisiennes. Le groupe compte aujourd'hui dans son périmètre 25 sociétés, présentes dans différents pôles d'activité : Boissons gazeuses, bière, eau, lait et jus. Sur les trois premières activités le Groupe préserve bien son leadership.

#### Activité 'Boissons Gazeuses' (BG):

Le Groupe est leader sur ce segment avec 92% de part de marché. Ce positionnement résulte non seulement du fait que la SFBT détient la représentation locale du leader mondial de boissons gazeuses Coca-Cola mais aussi du bon positionnement de sa marque locale « Boga » dont la gamme s'est élargie avec succès.

Bien loin, on retrouve le groupe Boujbel, via sa société SNBG, qui détient le reliquat du marché avec le Groupe Meddeb (8%) à travers une large gamme de produits : Viva, Florida, Fayrouz, RC, Raoua, Cidre Meddeb ...

Sur la branche des 'Boissons Gazeuses', le Groupe SFBT a connu une croissance soutenue de ses revenus sur les cinq dernières années (+11%/an les portant à 361MDt en 2014). Cette bonne performance est le fruit de l'effet conjoint de l'augmentation de la capacité de production, de la hausse des prix de vente et du développement des marchés export notamment l'Afrique de l'Ouest qui représente désormais près de 8% du chiffre d'affaires 'BG'.

En effet, avec la hausse des prix des intrants (concentré, sucre, énergie...) et la lourde taxe (droit de consommation) que supporte le groupe sur la branche 'BG', la révision des prix de ventes était nécessaire ces deux dernières années.

Alors que cette branche d'activité est dominante au niveau du chiffre d'affaires, la réalité est toute autre au niveau de la rentabilité. Génératrice de faible marge et consommatrice d'investissements récurrents de maintenance en raison de la vétusté des outils de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du Groupe.

Les moteurs de croissance de la branche « BG » seraient:

1- Le marché libyen: une aubaine qui s'offre à la SFBT. Suite à la fermeture des usines de Coca Cola en Libye en raison des problèmes sécuritaires, la SFBT est devenue, depuis la fin de l'année 2014, le fournisseur de la marque Coca Cola en Libye le temps que la situation dans le pays se rétablisse.

• Prix: 22.020 DT

• Capitalisation Boursière :

2 312MDT

	SFBT	Marché
PER 2015e	17.7	12.7
PER 2016e	16.5	12.0
P/B 2015e	3.7	1.8
Yield 2015e	3.1%	3.3%
Performance <sub>YTD</sub>	21.1%	5.8%
ROE 2015e	25.5%	

#### Actionnariat :

Castel : 55.5%

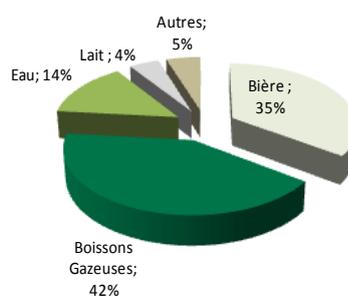
BNA : 10.0%

STAR : 5.5%

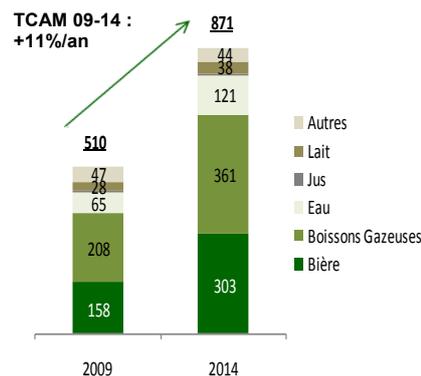
Autres actionnaires\* : 29.0%

\* dont étrangers (5.6%)

#### Structure du chiffre d'affaires du Groupe SFBT



**Plus que 75% du CA du Groupe provient des boissons gazeuses et de la bière**



2- Une levée éventuelle des droits de consommation qui était censée être effective depuis 2010 et qui tarde à être appliquée. A noter que la taxe actuelle porte sur des niveaux excessivement élevés (47.5% (TTC)) contre une moyenne internationale inférieure à 20%.

3- Une baisse probable de la rétrocession revenant à Coca Cola sur ses ventes en Tunisie.

## Activité 'Bière':

Le groupe SFBT continue de dominer le marché malgré l'entrée de Heineken sur le marché en 2007. Avec 93% de part de marché, le Groupe se trouve bien à l'abri de la concurrence grâce à sa politique de **diversification** (2 marques locales - Celtia et Stella - et trois étrangères - 33, Löwenbräu et Beck's) et **d'innovation** (nouvelles déclinaisons de la marque Stella 'Black' et nouveau packaging (fut de 5 litres).

Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté ces deux dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence du mois de l'été avec le mois de Ramadan ou encore la lourde fiscalité.

Cette activité qui pèse à hauteur de 35% dans le chiffre d'affaires du Groupe est incontestablement celle qui devrait continuer à hisser vers le haut la rentabilité de la SFBT.

## Activité 'Eau':

L'intérêt pour cette activité a commencé depuis les années 2000, avec le rachat des sociétés Marwa et SOSTEM qui exploitent les marques (Marwa, Safia et Garci) et l'introduction de la marque 'Cristalline' et 'Melliti' quelques années plus tard.

En l'espace de 5 ans, le groupe a doublé son chiffre d'affaires « eau » et s'est adjugé une part de marché de 50%, devançant de loin ses concurrents (Groupe Mzabi et Boujbel qui commercialisent respectivement les marques Sabrina/Jannet et Fourat).

Malgré son jeune âge, cette branche est désormais le deuxième contributeur dans les résultats du groupe, après la bière.

Les perspectives de croissance de cette filière restent solides avec le changement des habitudes de consommation et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau).

## Activités 'Jus et Lait':

Malgré un portefeuille riche en marques, la contribution de ces deux activités reste marginale dans le chiffre d'affaires du Groupe (à peine 5%). L'idée du Groupe en pénétrant ces segments d'activité était de compléter sa gamme de produits et toucher une plus large population. Néanmoins, malgré les moyens déployés par le management pour redresser ces deux activités, elles continuent à tirer vers le bas la rentabilité du Groupe du fait de la concurrence accrue (Délice et Vitalait principalement pour le lait - le Groupe Boujbel et Meddeb dans le jus) et des faibles marges.

Le Groupe a lancé récemment la marque 'STIL' en lait et boissons au jus capitalisant sur la notoriété de ce *brand name*.

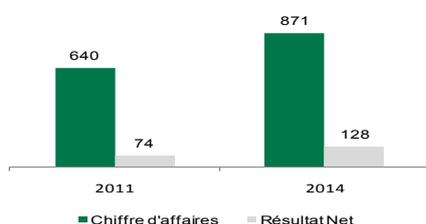
## ■ Analyse financière du Groupe SFBT

Sur la période « Post Révolution », et malgré la conjoncture difficile qui a marqué la Tunisie, la croissance du bottom line du Groupe a été assez solide (**+20% par an à 128MDt**) contredisant les idées reçues sur la maturité du secteur. Cette bonne performance est la résultante de plusieurs atouts dont profite le Groupe:

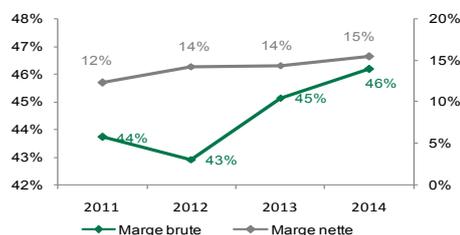
- Un positionnement quasi-monopolistique sur les deux branches 'boissons gazeuses et alcoolisées'.
- Des marges confortables sur les activités 'bière et eau'
- Un outil d'exploitation substantiellement amorti constituant une barrière à l'entrée de la concurrence et lui permettant de préserver ses marges
- Une situation financière solide favorisant un faible recours à la dette.

Soucieux de préserver son leadership sur le marché, le Groupe ne cesse d'investir dans la maintenance de ses équipements et l'extension de sa capacité de production. Sur les 4 dernières années, le Groupe a cumulé une enveloppe de 350MDt d'investissements avec un faible recours à la dette (dette nette de 10MDt, 2% de gearing).

Evolution du CA et du résultat net du Groupe (MDT)



Evolution de la marge brute et nette sur la période 2011-2014



## ■ Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

L'année 2015 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique ratée qui devrait quelque peu affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité assez soutenue, **un résultat net de 134MDt correspondant à un ROE de 25.5%**.

La force du Groupe SFBT réside dans la récurrence de ses revenus. Des événements exogènes tels que survenus dernièrement constituent un manque à gagner, certes, mais ne représentent pas de menaces quant à ses perspectives d'avenir.

Toujours précurseur et soucieux de son développement, le Groupe s'est attelé durant ces cinq dernières années à lancer un plan de développement durable qui s'est traduit par une économie d'énergie de 30% et une économie d'eau de 20%. De telles initiatives nous confortent sur l'avenir du Groupe et sa vision long termiste.

**Nous avons la conviction que la stratégie adoptée par le Groupe est la bonne: renforcer son positionnement sur les activités à plus forte valeur ajoutée (telle que l'eau et la bière) dont la dynamique de croissance reste intacte et profiter des marchés africains notamment la Libye pour l'activité boissons gazeuses et bière sans alcool.**

## ■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Sur la Bourse, le titre SFBT a été la vedette de l'année 2014 enregistrant une performance de 90%, suite à la levée de la restriction de la participation étrangère de 50% à 66%. Le joli parcours du titre s'est poursuivi en début d'année portant la capitalisation du Groupe à des niveaux records dépassant les 3 milliards de dinars en mai dernier. Cette tendance s'est, néanmoins, renversée au fur et à mesure que la part des étrangers s'approchait du seuil réglementaire des 66%.

Sans grande surprise, c'est son partenaire stratégique Castel, longtemps limité par la contrainte réglementaire qui a renforcé sa participation dans le capital, la portant à 55%. Une consolidation qui dénote de la confiance dans le Groupe et qui donne un signal fort au marché de la volonté du partenaire Castel de construire une relation solide et pérenne. D'autres fonds d'investissement étrangers ont également suivi dans le même sillage ramenant la part des étrangers à 61%.

Au total, l'ouverture du capital a généré plus de 270MDT de devises pour le pays, une aubaine dans la conjoncture actuelle, qui devrait peut être encourager les autorités à dé plafonner davantage la participation étrangère...

Après la correction qu'a subie le titre depuis le mois de mai, il traite désormais à 22Dt, correspondant à une capitalisation de 2.3milliards de dinars, la ramenant à des niveaux abordables (17.2x les bénéfices 2015e contre une moyenne internationale de 22x pour le secteur). Nous recommandons de se positionner sur le titre qui offre un potentiel de hausse assez intéressant (+25% selon nos estimations).

**Blue chip du marché, le titre SFBT se fait de plus en plus comme valeur incontournable dans un portefeuille d'investissement en bourse.** Doté d'une situation financière solide, d'une croissance saine et sereine, et d'un management de qualité, nous demeurons confiants sur les perspectives du Groupe. Nous réitérons notre opinion positive sur le titre qui marie rémunération généreuse (65% de payout) et valorisation attrayante.

en KDt	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Chiffre d'affaires	640 306	763 105	832 806	870 866	931 827	987 737
progression	15%	19%	9%	5%	7%	6%
Marge brute	279 877	327 445	375 943	402 187	428 640	449 420
Taux de Marge brute	43.7%	42.9%	45.1%	46.2%	46.0%	45.5%
EBITDA	148 670	180 190	212 269	218 205	235 354	243 246
Marge d'EBITDA	23.2%	23.6%	25.5%	25.1%	25.3%	24.6%
Résultat net Part du Groupe	74 000	100 658	112 168	128 158	134 692	137 738
progression	4%	36%	11%	14%	8%	8%
Marge nette	12.3%	14.2%	14.4%	15.4%	15.2%	14.6%

