

	2013	2014	2015P
PER	16,3	23,3	20,8
PBV	5,5	9,4	9,3
Dividende/a en DT	0,550	0,530	0,600
Div Yield	7,1%	4,2%	4,8%

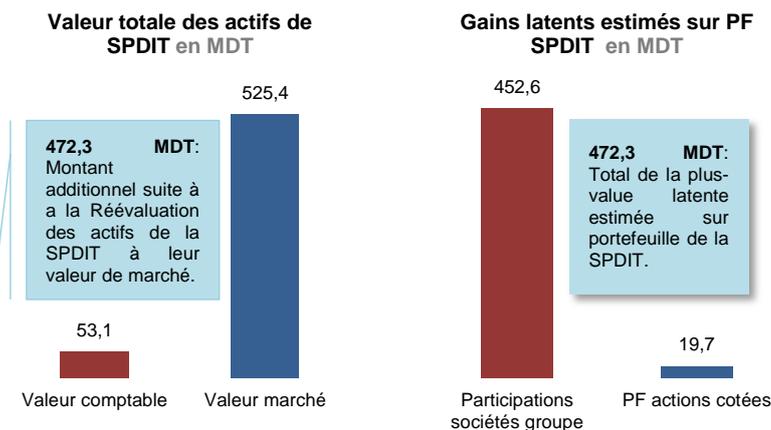
En MDT	2013	2014
Produits d'exploitat°	15,6	17,1
Résultat Net	13,4	15,0
Taux de marge nette	85,6%	87,7%
ROE	28%	33%

	Dernier
Cours en DT	12,50
CB en MDT	350
Flottant en %	20%
Flottant en MDT	70

## Synthèse et opinion

La SPDIT constitue le bras financier du groupe SFBT et assure un rôle important dans le financement court terme des sociétés du groupe au moyen de souscription aux billets de trésorerie. Au-delà de ce rôle, et à l'occasion de la création de la SPDIT notamment pour des considérations fiscales, accordées aux SICAFs à l'occasion de leur création à la fin des années quatre-vingts, la SPDIT a eu l'opportunité, de participer dans le capital de quelques sociétés fondées par la SFBT devenues aujourd'hui des mastodontes du groupe.

A ce titre, la participation de la SPDIT dans le capital de la SEABG à hauteur de 30,64% pour un coût historique de 1,44 MDT rapporte aujourd'hui à la SPDIT (en 2014 au titre de l'exercice 2013) des dividendes de 12,64 MDT et une plus-value latente de 406 MDT<sup>2</sup>.



La revalorisation de l'ensemble des titres de participations de la SPDIT dans les sociétés du groupe au prix de marché<sup>3</sup>, valoriserai exclusivement le portefeuille constitué des participations dans les sociétés du groupe à 459,8 MDT, soit une plus-value de 452,6 MDT.

Le Portefeuille composé d'actions cotées (hors groupe) valorisé au cours moyen de décembre 2014 lui donne une valeur de 36,3MDT soit une plus-value de 19,7 MDT.

Au total, l'actif réévalué de la SPDIT, est estimé à 525,4 MDT, soit un **actif net** (de passif) **réévalué de 524,7MDT** (18,7 DT par action) contre un actif net comptable de 52,4 MDT et une **capitalisation boursière actuelle de 350 MDT** (12,5 DT par action).

Toutefois, étant donné que les titres détenus par la SPDIT dans les sociétés du groupe, représentent des participations stratégiques, on estime très peu probable que la SICAF se débarrasse de son gagne-pain. La concrétisation de ces plus-values ou au moins leur revalorisation à leur juste valeur<sup>4</sup>, ne se fera éventuellement, qu'à l'occasion de l'apport de ces titres au capital d'une société holding dans le cadre d'une réorganisation des participations du groupe SFBT autour de cette entité (qui s'engage à s'introduire en bourse pour des contraintes fiscales) ou à l'occasion, ce qui est encore moins probable, de la cession des titres SEABG au public dans le cadre d'une introduction en bourse de cette société perçue comme fleuron du groupe.

Sur le plan boursier, l'action SPDIT a évolué depuis le début de l'année de 36% à un cours actuel de 12,50 DT. Le titre s'échange à 23,3 fois ses bénéfices 2014 et 9,4 fois son actif net comptable 2014. Des niveaux supérieurs à la moyenne du marché mais justifiés par l'intégration, en partie<sup>5</sup>, du potentiel du gain latent sur le portefeuille de la SPDIT. D'un autre côté, et compte tenu d'un dividende qui sera distribué en 2015 de 0,530 DT par action, le titre SPDIT offre un rendement en dividende de 4,2% supérieur à la moyenne du marché (3,2%).

Ainsi, l'investissement dans l'action SPDIT, est considéré comme un placement de moyen-long terme dans une valeur de fonds de Portefeuille offrant annuellement un rendement en dividende stable et régulier, tout en tenant compte que l'achat d'actions SPDIT exige le paiement d'un goodwill. En effet la détention d'actions SPDIT donne un accès indirect aux sociétés du groupe SFBT en particulier la SEABG, joyeux du groupe. Une éventuelle, revalorisation des actifs en particulier les titres de participations de la SICAF dans les sociétés du groupe, donnerai des ailes aux détenteurs de l'action SPDIT.

Principal handicap du titre SPDIT est sa faible liquidité. Les capitaux échangés sur la valeur n'ont totalisé que 4,6 MDT en 2013 ; 2,8 MDT en 2014 et 1,2 MDT au 25 Mars 2015, soit des niveaux de rotation ne dépassant pas les 2% de la capitalisation boursière de la SPDIT.

### Actif Net réévalué SPDIT 2014 en MDT

Actifs réévalués 525,5 MDT	<b>Actif Net réévalué 524,7 MDT</b>
	Vs CB 350 MDT
	Vs Actif Net Comptable 52,4 MD
	Passifs: 0,7 MDT

<sup>1</sup> Sur la base d'un Résultat net 2015 projeté à 16,8 MDT

<sup>2</sup> Sur la base d'une hypothèse d'un Dividend Yield de 3,1% sur les participations dans les sociétés du groupe (seule donnée disponible des sociétés groupe)

<sup>3</sup> La valeur de marché d'un placement est sa valeur probable de négociation sur un marché actif et liquide, soit le montant de liquidités qui peut être obtenu de sa vente.

<sup>4</sup> La juste valeur d'un placement est le prix auquel celui-ci pourrait être échangé entre un acheteur et un vendeur normalement informés et consentants, dans une transaction équilibrée.

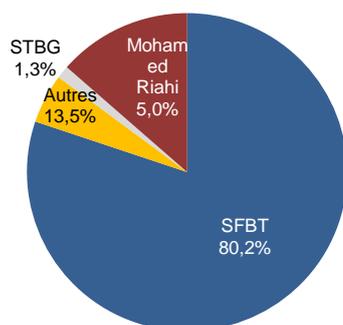
<sup>5</sup> Ce qui est relativement légitime en absence d'un scénario qui permettrait à la SPDIT de concrétiser toutes ses plus-values latentes.

## Présentation de la SPDIT

La Société de Placement et de Développement Industriel et Touristique "SPDIT" est une Société d'Investissement à Capital Fixe qui a pour objet la gestion, au moyen de l'utilisation de ses fonds propres, d'un portefeuille de valeurs mobilières.

Elle a été créée en décembre 1989 en tant que SICAF régi par la loi 88-92 du 2 Août 1988 relative aux sociétés d'investissement. Le texte initial de la loi 88-92 a accordé aux SICAFs une batterie d'avantages<sup>6</sup> à l'instar de l'exonération de l'IS<sup>7</sup>, de la TFP,...etc. mais aussi offrait la possibilité à ses actionnaires de bénéficier du dégrèvement total<sup>8</sup> des revenus ou bénéfices réinvestis dans la souscription de ses actions.

### Structure capital de la SPDIT



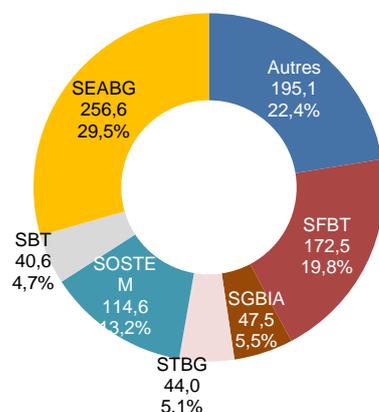
Dans ce contexte, la création de la SPDIT avait pour principal objectif la promotion de l'investissement au sein du groupe, l'extension et la création de nouvelles sociétés en exploitant les avantages fiscaux octroyés initialement aux SICAFs en particulier :

- La déduction de l'assiette de l'impôt sur les sociétés des montants souscrits par les sociétés du groupe dans le capital de la SPDIT et qui servent à leur tour au financement et à la création de nouvelles sociétés.
- Exonération de la plus-value provenant de la cession d'actions détenues par la SPDIT.

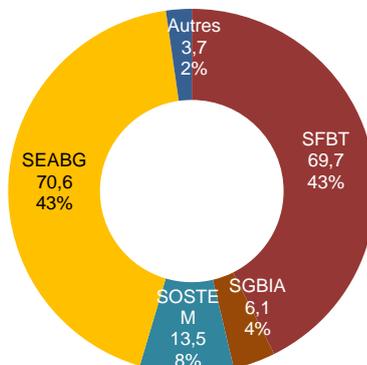
La SPDIT est contrôlée directement par la SFBT à hauteur de 80,15%, elle-même à la tête d'un groupe composé de 25 sociétés (périmètre de consolidation uniquement) opérant dans l'industrie agro-alimentaire et particulièrement dans la production et commercialisation des bières et les boissons gazeuses.

## Aperçu du groupe SFBT : SEABG et SFBT les deux forces motrices du groupe

Contribution 2014 par société dans CA consolidé du groupe SFBT en MDT



Contribution 2014 par société dans REXP Consolidé Groupe SFBT en MDT



Le groupe SFBT a réalisé en 2014 un chiffre d'affaires consolidé de 870,9 MDT provenant essentiellement de la SEABG (activité Bière et BG en boîtes aluminium) à hauteur de 29,5%, de la SFBT avec une contribution de 19,8% et de la SOSTEM (activité Eau) à raison de 13,2%.

Le groupe a dégagé durant l'exercice 2014 un résultat d'exploitation de 163,7 MDT. La SEABG y a contribué à hauteur de 43%.

Le résultat net consolidé du groupe s'est élevé fin 2014 à 134,8 MDT dont 128,2 MDT part du groupe.

Au niveau de la société mère, les filiales de la SFBT ont remonté en 2014 à leur société mère des dividendes de 47,7 MDT. La SFBT a dégagé en 2014 un bénéfice net de 105,2 MDT et a distribué la même année des dividendes au titre de l'exercice 2013 : 58,5 MDT. La SEABG a distribué en 2014 (au titre de 2013) des dividendes de 41 MDT.

<sup>6</sup> Qui ont été progressivement supprimé jusqu'à leur disparition totale avec la loi de finances pour la gestion de l'exercice 2012.

<sup>7</sup> L'avantage de l'exonération de l'IS a disparu avec la promulgation de la loi 92-113 du 23 novembre 1992 modifiant la loi 88-92. Toutefois la plus-value provenant de la cession d'actions a continué à bénéficier de l'exonération de l'IS (à condition de porter cette plus-value au passif du bilan à un compte de réserves à régime spécial bloqué pendant une période de cinq ans) avant d'être soumise au minimum d'impôt par la loi 95-87 du 30 octobre 1995, modifiant et complétant la loi n° 88-92 du 2 août 1988 relative aux sociétés d'investissement.

Avec la parution de la loi de finances pour la gestion 2012, il ne reste plus d'avantages fiscaux aux SICAF, puisqu'à partir du 1er janvier 2012 toutes les plus-values de cession des titres sont imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de 35%.

<sup>8</sup> La loi n°89-114 du 30 décembre 1989 portant promulgation du «Code de l'IRPP et de l'IS», a réduit cette déduction à 50% des bénéfices ou revenus réinvestis. La loi 92-113 du 23 novembre 1992 modifiant la loi 88-92 a limité l'avantage de déduction de l'assiette de l'impôt sur les sociétés ou de l'impôt sur le revenu des montants souscrits aux actions émises par les SICAF à 50% du bénéfice ou revenu imposable.

Cet avantage de déduction a complètement disparu avec la promulgation de la loi n° 95-87 du 30 octobre 1995, modifiant et complétant la loi n° 88-92 du 2 août 1988 relative aux sociétés d'investissement.

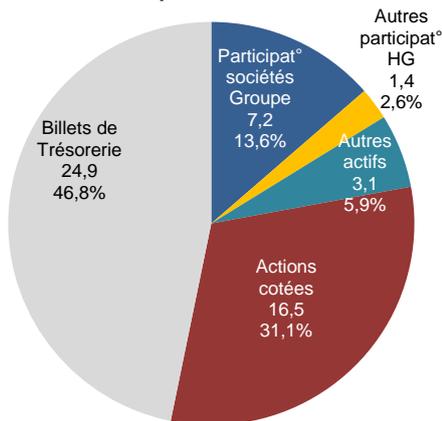
### Structure globale du portefeuille titre de la SPDIT

La SPDIT, gère des actifs diversifiés composés essentiellement de 97,2% de titres financiers, principale source de revenus pour la SICAF. La valeur comptable totale des actifs de la SPDIT s'élève au 31-12-2014 à 53,1 MDT.

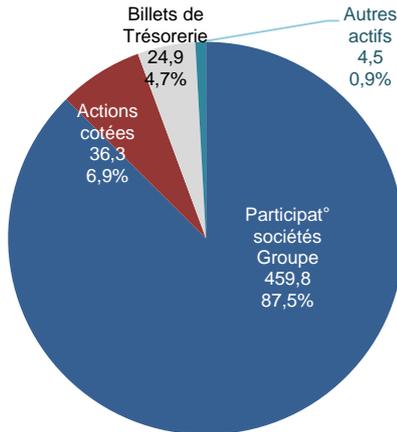
Ces actifs comptables net de provisions (évalués à leurs coûts historiques) sont composés principalement :

- 46,8% de billets de trésorerie (émises par les sociétés du groupe),
- 31,1% de placement dans les sociétés cotées pour une valeur comptable nette de 16,5 MDT,
- 13,6% des participations dans les sociétés du groupe SFBT pour une valeur comptable de 7,2 MDT,
- et 8,5% d'autres actifs dont une part négligeable de participations non cotés hors groupe.

**Structure des actifs SPDIT**  
Valeur comptable fin 2014 en MDT



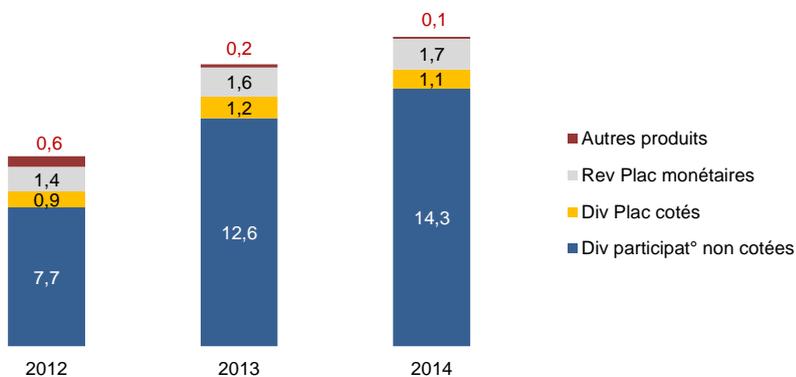
**Structure des actifs SPDIT**  
Valeur de marché fin 2014 en MDT



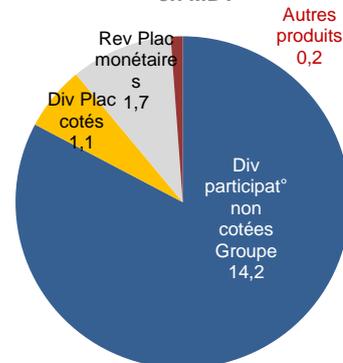
Toutefois, réévalué à leur valeur de marché, la structure par prépondérance du Portefeuille de la SPDIT s'inverse complètement et devient dominée par le poids des participations non cotées-groupe à hauteur de 87,5%, les placements en actions cotées : 6,9%, Billets de trésorerie : 4,7% et 0,9% pour tout le reste du portefeuille y compris les emprunts obligataires, les participations non cotées-hors groupe et les autres actifs.

### Structure des produits d'exploitation de la SPDIT

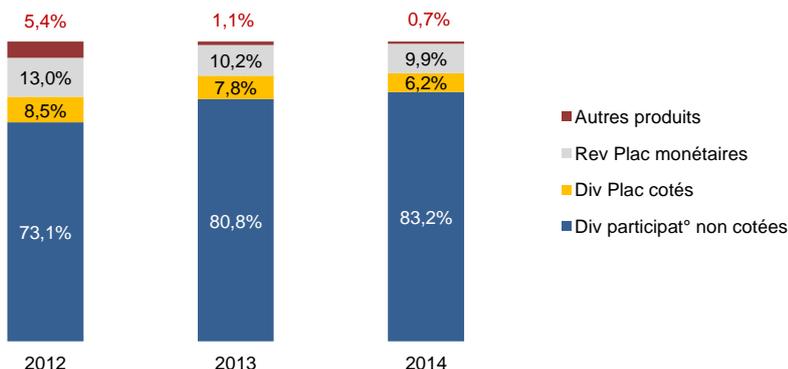
**Evolution Structure CA en MDT**



**Structure Produits d'exploitation 2014**  
en MDT



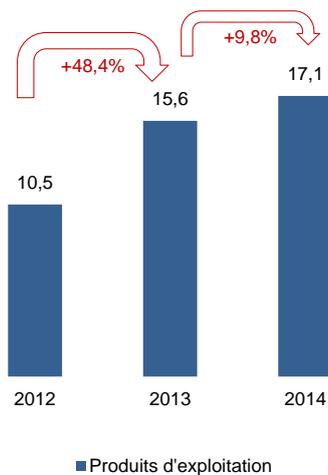
**Evolution Structure CA en %**



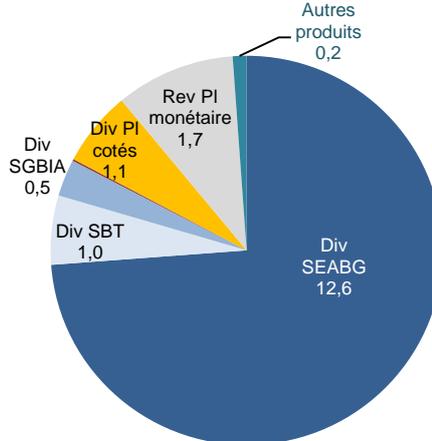
Fin 2014, plus de 83% des produits d'exploitation de la SPDIT proviennent des dividendes des participations non cotées soit 14,3 MDT (en croissance de 13% par rapport à 2013) dont 14,2 MDT des participations dans les sociétés du groupe. Sur ces 14,2 MDT : 12,64 MDT sont remontés par la SEABG. Les revenus des placements monétaires, composés essentiellement des intérêts sur billets de trésoreries contribuent à raison de 9,9% dans les produits d'exploitation. En 3<sup>ème</sup> place, les dividendes des actions cotées représentent 6,2% du total revenus de la SICAF. Enfin, les autres produits d'exploitation de la SPDIT dont le poids n'est que de 0,7% sont composés de plus-values sur cession, de reprises sur provisions et d'autres produits d'exploitation.

## Croissance des revenus de la SPDIT

Evolution Produits d'exploitation en MDT



Structure Produits d'exploitation 2014 en MDT avec détail sociétés du Groupe

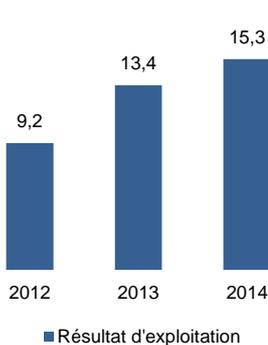


La SPDIT a connu un exercice 2013 remarquable, au cours duquel, les produits d'exploitation ont augmenté de 48,4% à 15,6 MDT dopés par un saut de 64,1% des dividendes des participations non cotées-groupe passant de 7,7 MDT en 2012 à 12,6 MDT en 2013 et ce grâce aux dividendes provenant de la SEABG qui sont passés de 6,4 MDT à 10,3 MDT.

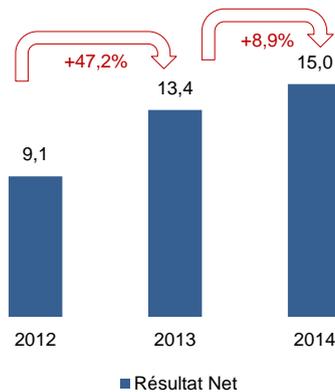
En 2014, et grâce à la croissance soutenue des revenus en dividendes encaissés auprès des participations non cotées du groupe particulièrement ceux remontés par la SEABG (12,64 MDT), les produits d'exploitation de la SPDIT ont progressé de 9,8% à 17,1 MDT et ce malgré la baisse des dividendes des placements cotés de 1,2 MDT en 2013 à 1,1 MDT en 2014.

## Croissance des bénéfices

Evolution Résultat d'exploitation en MDT



Evolution R Net en MDT



Vue la nature d'activité de la société, la SPDIT n'a que très peu de charges d'exploitation. Le plus important poste étant les dotations pour dépréciation de titres qui a représenté 7,3% des produits d'exploitation en 2014.

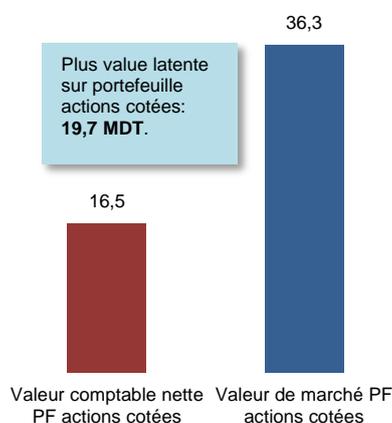
De même la SPDIT ne paie que très peu d'impôt sur les sociétés. Le taux d'imposition apparent ne dépasse pas les 1%. En effet les revenus de la société étant composés à hauteur de 88% de dividendes, la SPDIT, réintègre, à l'occasion de la détermination du bénéfice imposable, les provisions pour dépréciation de titres mais déduits les dividendes encaissés.

Les dividendes qui seront encaissés en 2015 et ultérieurement demeurent exonérés d'impôts<sup>9</sup>.

## Evaluation du portefeuille titre de la SPDIT

### Portefeuille actions cotées

PF Titre coté fin 2014 en MDT



La valeur comptable brute du Portefeuille actions cotées s'est élevé fin 2014 à 19,4 MDT contre 16,7 MDT fin 2013 suite à :

- L'acquisition de 504 480 actions Carthage Cément pour 1 228 468 DT.
- La souscription lors de l'introduction en bourse de 68 494 actions Délice Holding pour 1 000 012 DT
- L'achat de 62 998 actions ATL pour 168 199 DT
- La libération du dernier quart de l'augmentation de capital de l'ICF pour 96 640 DT
- L'achat de 18 217 actions SAH pour 205 191 DT.

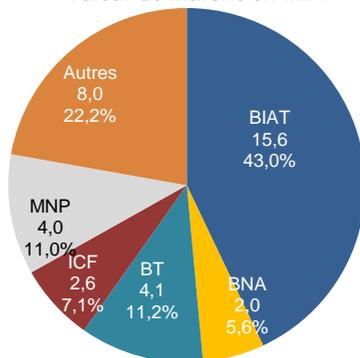
La valeur comptable nette du portefeuille titre coté est passé de 14,1 MDT au 31-12-2013 à 16,5 MDT au 31-12-2014.

Les provisions sur actions cotées concernent essentiellement les lignes SOTETEL : 1,7 MDT ; STB : 0,7 MDT et BNA : 0,3 MDT.

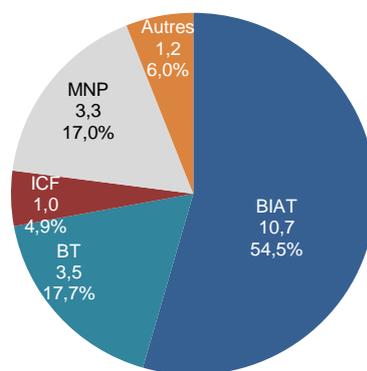
L'enveloppe totale des provisions pour dépréciation de titres cotés est passée de 2,5 MDT en 2013 à 2,8 MDT en 2014.

<sup>9</sup> Les dividendes reçus par les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés restent déductible de l'assiette de l'IS étant donné que l'article 19 de la loi de finances 2014 a supprimé le point 10 de l'article 38 (relatif à l'exonération des dividendes reçus par les personnes physiques) et n'a pas modifié les termes de l'article 48 paragraphe III (relatif à la déduction des dividendes reçus par les personnes morales).

## Détails gain latent sur actions cotées

Structure PF actions cotées de la SPDIT  
Valeur de marché en MDT

Plus-value latente par titre coté en MDT



La valorisation au cours moyen du mois de décembre 2014 du **Portefeuille actions cotées** détenu<sup>10</sup> par la SPDIT, dégage une **plus-value** latente de **19,7 MDT** provenant essentiellement et à hauteur de 54% de la BIAT :10,7 MDT, BT : 3,5 MDT, MONOPRIX :3,3 MDT et ICF :1MDT.

Le PF des actions cotées a permis de dégager durant 2014 des dividendes de 1,06 MDT soit un *Dividend Yield* de 2,9% (Dividendes encaissés / valeur de marché du PF titres cotés fin 2014) et un rendement effectif de 6,4% (dividendes encaissés / valeur comptable nette du PF actions cotées).

## Portefeuille participations non cotées-sociétés du groupe

La SPDIT détient des participations stratégiques dans quelques sociétés du groupe SFBT et en particulier une participation de 30,64% dans le capital du fleuron du groupe SFBT, à savoir la SEABG.

Société	Raison sociale	Activité	Taux de participation	Valeur comptable en MDT	Dividende remonté à la SPDIT en 2014 en MDT
SEABG	Société des Emballages Aluminium et Boissons Gazeuses	Emballage et commercialisation bière, jus et BG en boites	30,64%	1,44	12,640
SGBIA	Société Générale de Boissons et des Industries Alimentaires	Production et commercialisation BG et bière en futs	15,54%	1,80	0,524
SBT	Société Des Boissons de Tunisie	Production et commercialisation BG, EAU, JUS et LAIT	27,78%	1,24	0,983
SNB	Société Nouvelle De Boissons	production et commercialisation BG BOITES et PET	1,67%	0,12	0,025
Autres Participations non cotées-sociétés du Groupe				2,61	0,001
<b>Total</b>				<b>7,21</b>	<b>14,2</b>

La SEABG, créée durant les années quatre-vingts, avait initialement pour métier la fabrication d'emballages en aluminium. L'activité de la société a évolué progressivement vers le conditionnement et le commerce des produits du groupe à l'exception de l'eau (emballé sur place). La fabrication de boites en aluminium nécessite des économies d'échelles importantes pour rentabiliser l'activité. Depuis l'installation du géant mondial de fabrication de cannettes, l'américain Crown Cork en Tunisie, la SEABG s'approvisionne en boites en aluminium auprès de ce dernier et en produits (bières, BG et Jus) auprès des sociétés du groupe et se charge du suremballage, du conditionnement et la ventes des produits finis sur le marché local et le plus gros des ventes du groupe à l'export.

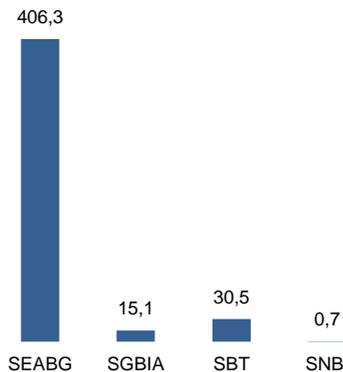
## Gain latent sur portefeuille participations non cotées sociétés du groupe

Société	Taux de participation	Valeur comptable (1)	Dividende remonté à la SPDIT en 2014 (2)	Rdt dividende effectif (3) = (2) / (1)	Hypothèse <sup>11</sup> Dividend Yield (4)	Valeur de marché estimée (5) = (2) / (4)	Plus-value latente sur participations non cotées groupe (5) - (1)
SEABG	30,64%	1,44	12,640	877,2%	3,1%	407,7	406,3
SGBIA	15,54%	1,80	0,524	29,1%	3,1%	16,9	15,1
SBT	27,78%	1,24	0,983	79,6%	3,1%	31,7	30,5
SNB	1,67%	0,12	0,025	20,0%	3,1%	0,8	0,7
Autres Participations Gr		2,61	0,001	0,02%		2,61	
<b>Total</b>		<b>7,21</b>	<b>14,2</b>	<b>196,5%</b>		<b>459,8</b>	<b>452,6</b>

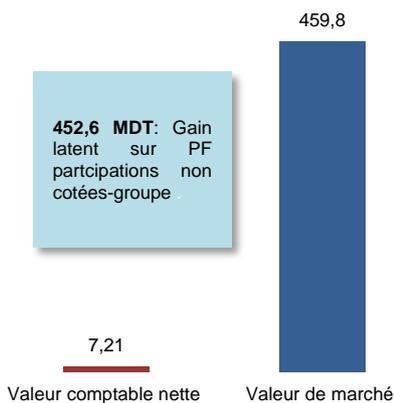
<sup>10</sup> Détenu au 31-12- 2014

<sup>11</sup> Compte tenu de la carence de données sur les sociétés du groupe, la valorisation de ces dernières s'est basée sur la méthode des comparables et précisément sur le dividende Yield. Par hypothèse, le taux retenu est 3,1% correspondant au rendement moyen du marché. Ce taux valorisera l'action SFBT à 20,9 DT.

**Gain latent estimé par participation dans sociétés groupe en MDT**



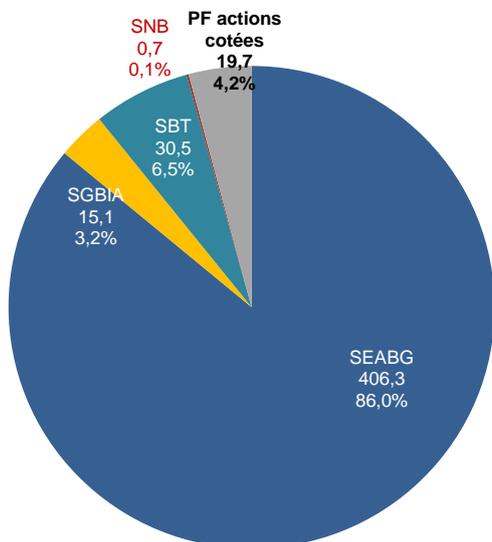
**PF titre participations sociétés du groupe en MDT fin 2014**



Les participations de la SPDIT dans les sociétés du groupe SFBT composées essentiellement de la SEABG, SBT, SGBIA et SNB, sont comptabilisées à leur coût d'acquisition historique.

L'estimation de la valeur de marché de ces sociétés à partir du montant des dividendes distribués avec l'hypothèse d'un *Dividend Yield*<sup>12</sup> de 3,1% donnera une juste valeur de ces participations de 459,8 MDT dont 407,7 MDT la valeur attribuée à la SEABG pour un coût historique d'acquisition de 1,44 MDT.

**Gain latent sur participations groupe et actions cotées en MDT**



Ainsi le gain potentiel de la SPDIT sur son Portefeuille participation non cotées-sociétés du groupe s'élève à plus de 450 MDT contre 20 MDT sur son PF coté.

Le total gain latent de la SPDIT sur l'ensemble de son portefeuille titre cotées et participations sociétés du groupe est estimé à **472,3 MDT** dont **86% du gain provient uniquement de la SEABG** et **4,2% seulement de son portefeuille actions cotées** (hors groupe).

La revalorisation des actifs de la SPDIT ne peut se concrétiser qu'à l'occasion de la restructuration et le regroupement du portefeuille du groupe SFBT dans une holding ou en partie à l'occasion de l'introduction en bourse de la SEABG.

Rappelons qu'en date du 23 Novembre 2006, la SFBT a informé ses actionnaires qu'une étude sur la restructuration des activités du groupe a été diligentée et qui permettra de mettre fin à l'enchevêtrement des participations et d'améliorer la lecture des performances et des résultats des principales activités: bière, boissons gazeuses, eau minérale, lait, placements financiers. Toutefois, ce projet n'a jamais vu le jour.

*Hadidane Moez- Asset Manager chez MENA CAPITAL PARTNERS*

<sup>12</sup> *Dividend Yield* ou rendement en dividende correspond au rapport entre le montant des dividendes reçus et la valeur boursière des titres détenus : 
$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividendes encaissés}}{\text{valeur boursière des titres}}$$