

Fondamentaux (Groupe)	2013	2014 ^e
RN part du groupe en MDT	112,2	123,4
ROE (part du groupe)	28,1%	27,3%
Gearing	3,7%	3,7%
Taux de marge nette	13,5%	13,9%

Ratios Boursiers*	2013	2014 ^e
PER (RN part du groupe)	9,5	15,9
PBV (CP part du groupe)	2,3	3,8
Dividende/ action en DT	0,650	0,700
Div Yield (*cours: 21,77DT)	4,9%	3,2%

Capitaux propres	2014 ^e
Titres émis en millions	90
Nominal en DT	1
Capital Social en MDT	90
Capitaux propres 2014 en MDT Av Af	576

Synthèse

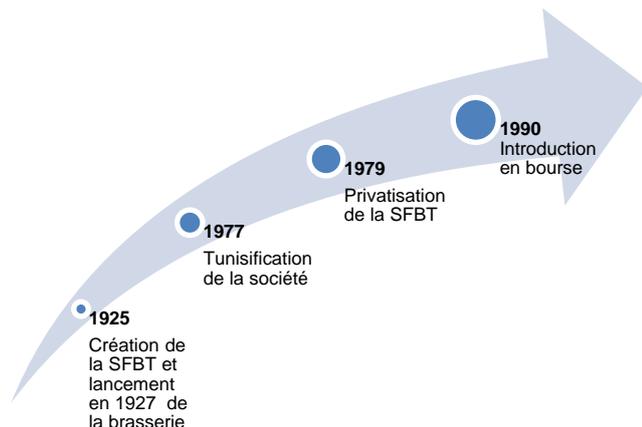
La SFBT (Société de Fabrication des Boissons de Tunisie) est un acteur majeur en Tunisie dans d'industrie agro-alimentaire et particulièrement dans les bières et les boissons gazeuses. Le groupe SFBT, organisé autour de 25 sociétés, se classe aujourd'hui parmi les premiers groupes privés tunisiens et bénéficie d'un quasi-monopole tant sur le marché de la bière que des boissons gazeuses. Ni Pepsi-Cola, malgré trois tentatives, ni Turborg (Carlsberg) n'ont réussi à s'installer, au moins, durablement en Tunisie. Même l'entrée en concurrence de la marque Heineken en 2008 n'a pas pu détrôner les produits du groupe SFBT. Heineken, qui a investi près de 50 millions d'euros depuis son arrivée (en 2008) perd de l'argent chaque année », affirme le Directeur Général Adjoint de la SFBT¹.

Si d'autres sociétés ne parviennent pas à s'installer durablement, c'est avant tout en raison du niveau de taxes² imposé par l'État. Elles représentent presque les trois quarts du prix d'une bière, mais aussi 47,5 % de celui d'un soda selon le DGA de la société¹. De fait, la part qui revient à l'entreprise est très limitée. Seule une société implantée de longue date comme la SFBT, fondée en 1925, peut conserver suffisamment de rentabilité. Le groupe tire sa force, d'un outil industriel amorti, d'un solide réseau de distribution, d'une force de frappe et une stratégie commerciale très agressive.

Les estimations 2014 sont encourageantes en dépit de la régression des ventes à l'export particulièrement vers la Libye. Le chiffre d'affaires du groupe serait en hausse de 6 à 7% dopé par les ventes locales des boissons gazeuses (+11%) et des bières locales (+13%). Les perspectives de l'année 2015 s'annoncent prometteuses pour la bourse de Tunis comme pour le groupe SFBT. Avec l'achèvement en cours du processus électoral et de transition démocratique, on s'attend à ce que la Tunisie connaisse une meilleure stabilité socio-politique et des conditions favorables à la croissance économique, à l'investissement aussi bien local qu'étranger ainsi qu'au tourisme.

L'action s'échange à 15,9 fois ses bénéfices (2014) part du groupe, soit un niveau modéré dans un contexte qui sera vraisemblablement marqué, à notre avis, par un réajustement à la hausse de la prime de risque sur le marché des titres de capital de la bourse de Tunis ce qui laisse une marge confortable de hausse pour l'action SFBT. Entre 2010 et 2013, le prix de l'action n'a intégré que partiellement l'amélioration sensible de ses bénéfices, particulièrement en 2012. Une bonne partie de cette remontée du cours est plutôt expliquée par un rappel des performances passées et un réajustement aux fondamentaux du groupe après un malaise boursier vécu durant trois années de suite.

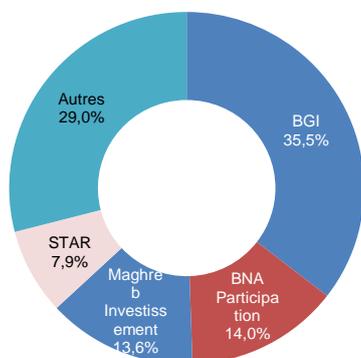
Historique de la SFBT



Depuis sa création, la SFBT exploite ses propres marques de bières (*Stella* lancée en 1927 et *Celtia* lancée en 1951) ainsi que des produits sous licences d'autres marques (*BECKS* et *LOWEMBRO*, 33). Ainsi, la SFBT assurait le monopole du marché de la bière jusqu'à l'installation fin 2008 d'une usine *Heineken* par la SONOBRA (JV Heineken-Boujbel).

Aujourd'hui elle accapare encore près de **85% des ventes de bières en Tunisie** et demeure également le leader incontesté des **boissons gazeuses** avec une part de marché de **90%** d'une part de la commercialisation exclusive des soft drinks du groupe Coca-Cola et d'autre part de la prévalence dans son portefeuille d'une gamme de soda local qui représente 25% du marché. La SFBT a depuis lors écarté toute velléité de concurrence sérieuse à l'image de la tentative du challenger mondial, *Pepsi-Cola*, qui s'est soldé par une disparition pure et simple du marché tunisien dans les années 1990.

Structure du capital



Après des augmentations successives du capital par incorporation de réserves, le capital social de la SFBT a atteint actuellement 90 MDT et est détenu par des institutionnels tunisiens (21,9%), le groupe Castel (49,1%) via ses deux véhicules : la société Brasseries et Glacières internationales « BGI » de nationalité française (35,5%) et la société Maghreb investissement SAS établie en France (13,6%) et enfin par divers autres actionnaires à hauteur de 29%.

Concernant ses actionnaires de référence, le groupe français CASTEL est fondé en 1949, est numéro 1 mondial dans les vins français, numéro 2 en bière et boissons gazeuses en Afrique et numéro 3 mondial des vins. Sa filiale BGI, est une société anonyme de nationalité française détenant plusieurs participations dans des sociétés opérant dans l'industrie des boissons sur le continent africain.

Enfin, à la faveur de la révision de la réglementation tunisienne sur l'investissement étranger et de son assouplissement, l'autorisation préalable de la CSI pour toute acquisition d'actions ou parts sociales dans la capital de sociétés établies en Tunisie par des investisseurs étrangers au-delà des 50% et dans la limite de 66,66% n'est plus requise. Pour la SFBT, la part des étrangers dans le capital qui est actuellement de 51,57% est appelée à augmenter à concurrence de la limite sus indiquée en cas où la CSI autorise le dépassement des 50%. *Notons que le dépassement des 50% de la participation étrangère dans le capital de la SFBT fait suite à une opération de réduction de capital au 31-12-2003 afin de se conformer à la réglementation relative aux participations croisées.*

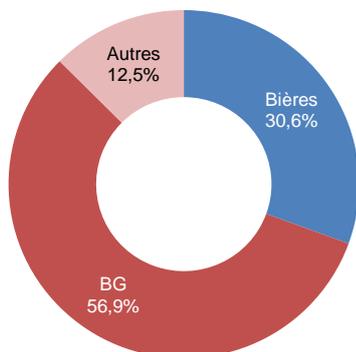
¹ Article Jeune Afrique: « Pour SFBT, le succès coule de source » du 6 février 2012

² Il est à noter que les importations de boissons gazeuses sont soumises à un tarif douanier au taux de 36% et des droits de consommation ad valorem de 25%. En revanche les bières supportent des droits de consommation aux taux spécifiques par volume en plus des droits douaniers au taux de 36%. Les boissons gazeuses et les bières supportent également une TVA au taux de 18%.

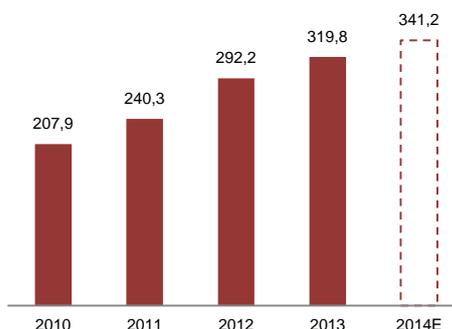
* Sur la base du cours de la séance de bourse du 24-11-2014 : 21,77 DT

A. Indicateurs et performance de la société mère

Structure du CA de la SFBT
Situation individuelle



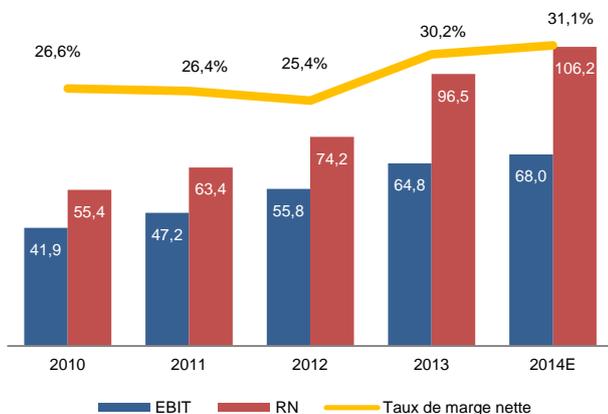
CA société SFBT en MDT
Situation individuelle



En 2013, la SFBT a réalisé un chiffre d'affaires de 319,8 MDT en progression de 9,5%. Cette performance est attribuée à une croissance des ventes des boissons gazeuses locales de 8% et à l'export de 23%.

Pour 2014, la société devrait réaliser des revenus de 341,2 MDT soit une hausse de 6,7% assisté par la bonne tenue du marché local face à la régression des ventes à l'export particulièrement vers la Libye.

Résultat Net SFBT en MDT
Situation individuelle



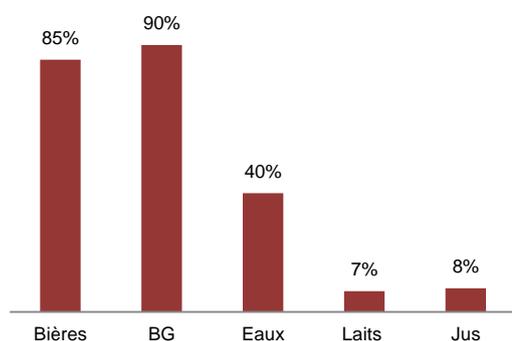
La SFBT exploite actuellement : une usine pour la fabrication de bière, trois usines pour la fabrication de boissons gazeuses, le Café de Paris à Tunis et un dépôt à Bizerte. Outre, un patrimoine immobilier important, la société possède également des immobilisations financières pour une valeur comptable nette de 162 MDT. Une filiale comme la SEABG valorisée comptablement à 7,6 MDT pour une participation directe dans le capital de 65% a remonté des dividendes au profit de la société mère de 21,98 MDT en 2012.

La SFBT a réalisé en 2013 un résultat d'exploitation de 64,8 MDT contre 55,8 MDT en 2012. Le résultat net de l'exercice 2013 ressort à 96,5 MDT en hausse de 30% dopé par les produits des placements de 47,2 MDT (dont 46,6 MDT revenus des titres de participations) contre 30 MDT en 2012.

Enfin, la SFBT a distribué en 2013 un dividende par action de 0,650 DT soit un montant global de 58,5 MDT représentant un Pay Out de 60%.

B. Indicateurs et Performance du groupe SFBT

Part de marché du groupe SFBT



Depuis sa privatisation, la société a renforcé et diversifié son activité par la création ou le rachat de plusieurs unités de production. Aujourd'hui la SFBT est à la tête d'un groupe composé de 25 sociétés opérant dans l'industrie des boissons gazeuses, des bières, jus, collecte et production du lait, distribution, transport de marchandises et Investissement de portefeuille.

La SEABG spécialisée dans la production de bières et boissons gazeuses en boîtes a été créée en 1986. En 1991, la SFBT rachète la SGA devenue SGBIA (production de boissons gazeuse et bières en futs).

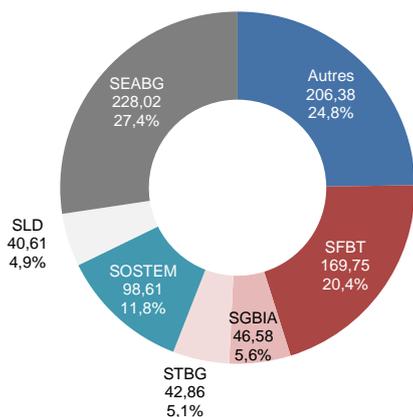
A partir de l'an 2000 la société s'est lancée dans le créneau des eaux minérales et gazéifiées par le rachat de Marwa, puis de la SOSTEM en 2003 (Safia, Garci et Cristallines) qui sont aujourd'hui propriété du groupe. L'activité eau représente 13,7% du chiffre d'affaires du groupe et accapare plus de 40% de part de marché en Tunisie.

En 2003, le groupe élargit son champ d'activité avec la production de lait.

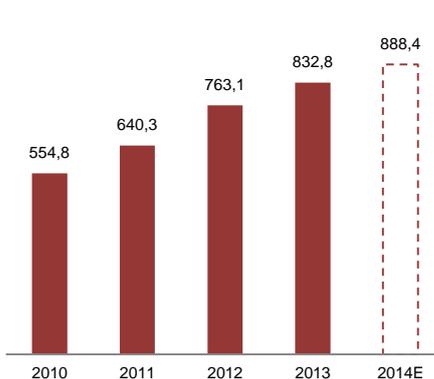
Chiffre d'affaires du groupe

En 2013, le groupe SFBT a enregistré un chiffre d'affaires de 832,8 MDT, en croissance de 9,1% par rapport à 2012, appuyé par les ventes de bières qui affiche une hausse spectaculaire de 36% (+93,7 MDT) ainsi que les ventes d'eau minérale et gazéifiée de 8,1% (+8,6 MDT).

Structure CA consolidé 2013 par société en MDT



Evolution CA consolidé en MDT Groupe SFBT



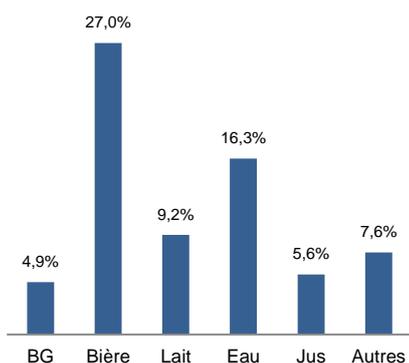
La SEABG contribue dans le chiffre d'affaires consolidé à hauteur de 27,4% à 228 MDT en progression de 12%.

La société mère porte ses ventes 2013 (en consolidées) à 169,7 MDT soit une hausse de 4,4%.

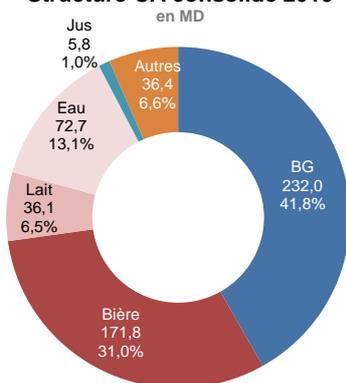
A noter également la bonne performance de la SLD (lait) et de la SOSTEM (activité eau) avec une croissance des ventes respectivement de 66% à 40 MDT et 11,4% à 98,7 MDT.

Au niveau du groupe, c'est l'activité bière qui accapare l'essentiel du chiffre d'affaires avec 351,8 MDT stimulée par la forte croissance des ventes de la SEABG. La situation s'est quasiment inversée entre 2010 et 2013. Les boissons gazeuses qui représentaient 41,8% des revenus du groupe en 2010, ramènent leur part à 32,1% en 2013. C'est essentiellement l'activité bière qui a récupéré la baisse du poids des boissons gazeuses dont la part des revenus passe de 31% en 2010 à 42,2% en 2013.

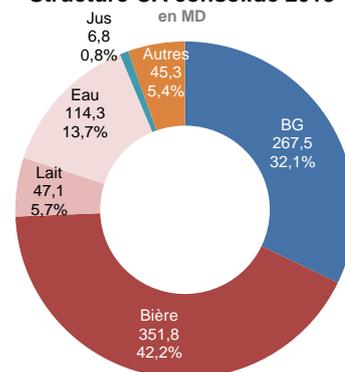
TCAM 2010-2013 par activité



Structure CA consolidé 2010 en MD



Structure CA consolidé 2013 en MD



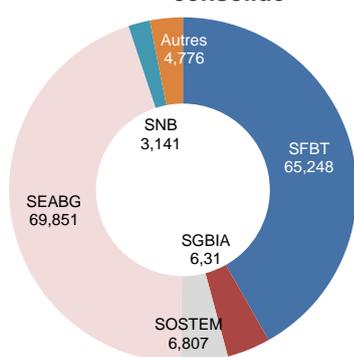
La rubrique autres produits regroupe toutes les ventes de concentrés, préformes, bouchons, étiquettes...

Résultat d'exploitation

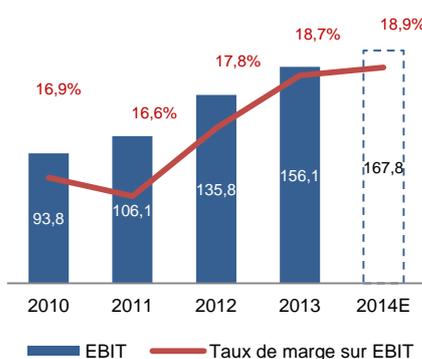
La SFBT a pu enregistrer une croissance soutenue de 15% de son résultat d'exploitation à 156MDt par rapport à 2012 et sauvegarder sa marge opérationnelle à un niveau appréciable de 18,7%

Le Groupe a profité également du redressement de l'activité « Lait » qui rompt définitivement avec les pertes (un Résultat d'exploitation de 0.4MDt contre -1.5MDT une année auparavant).

Structure Résultat d'exploitation consolidé



EBIT en MDT



C'est encore une fois, la SEABG qui contribue le plus dans le résultat d'exploitation (44,7%), la SFBT société mère participe à hauteur de 41,8%. Ce sont ces deux sociétés locomotives qui tirent aussi bien la croissance du groupe que sa rentabilité opérationnelle.

Le taux de marge sur EBIT du groupe est de 18,7% en 2013. Ce taux est de 38% pour la SFBT et 30% pour la SEABG. Le groupe bénéficie en plus d'un outil de production pratiquement amorti.

Résultat Net part du groupe

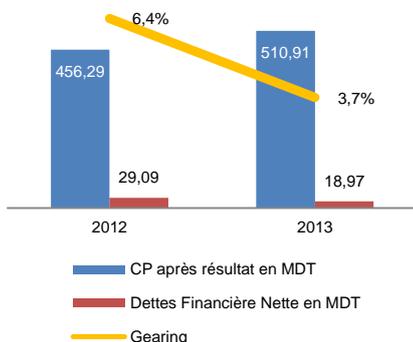
S'agissant des fondamentaux financiers du Groupe, la situation s'est davantage améliorée grâce à une meilleure capacité génératrice de flux au sein du groupe SFBT qui dépasse les 160MDT.

La dette nette s'élève désormais à 19MDT, correspondant à un Gearing de seulement 3%.

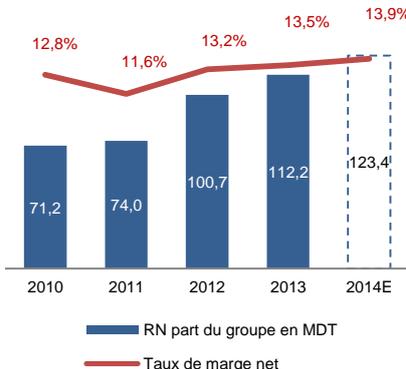
Le Groupe consolide sa capacité bénéficiaire et affiche un résultat net part du Groupe de 112MDt, en hausse de 11% par rapport à 2012.

Le groupe affiche une rentabilité financière satisfaisante de l'ordre de 21,3% en 2012 et 2013.

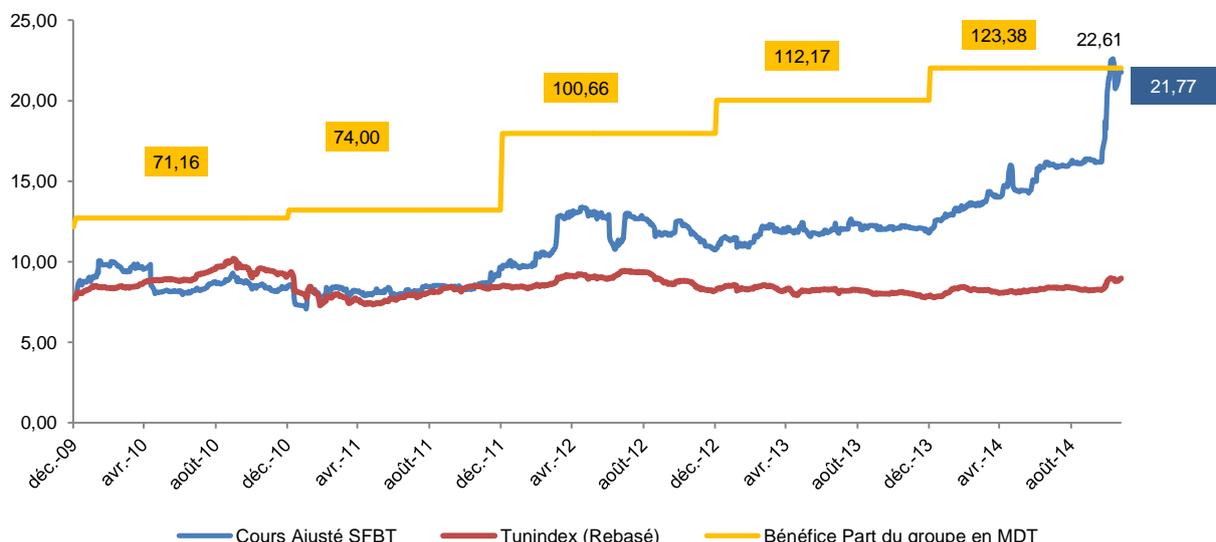
Gearing



RN part du groupe en MDT



C. Comportement de l'action en bourse



L'action SFBT a évolué d'une façon régulière au cours des années passées. La performance du cours (hors dividende) a été de 10,2% en 2010 ; 12,6% en 2011 ; 12,2% en 2012 et 9,9% en 2013. Sur fonds d'une probable autorisation de la Commission Supérieure d'Investissements³ pour les acquisitions des étrangers au-delà de 50%, le titre a été boosté en 2014 et cumule une variation de de 84% jusqu'au 24-11-2014 et 90% dividende compris à 21,77 DT(avec un plus haut de 22,61DT en clôture de la journée 10-11-2014 et 22,97 DT en intraday de la séance du 7-11-2014.

D. Recommandation

En dépit de la reprise récente, le titre SFBT offre encore un potentiel de hausse confortable. Entre 2010 et 2013, le prix de l'action n'a intégré que partiellement l'amélioration notable de ses bénéfices, particulièrement en 2012. Une bonne partie de cette remontée est plutôt expliquée par un rappel des performances passées et une indexation aux fondamentaux du groupe après un malaise boursier vécu durant les trois dernières années.

A ce niveau de cours (21,77DT), l'action s'échange à 15,9 fois ses bénéfices (2014) part du groupe, soit un niveau modéré dans un contexte qui sera vraisemblablement marqué, à notre avis, par un réajustement à la hausse de la prime de risque sur le marché des titres de capital de la bourse de Tunis. Compte tenu de tous ces éléments, nous recommandons le titre à l'achat.

Cours & volumes



MH-Asset Management Department

³ Rappelons dans ce cadre que l'article 1^{er} du décret N° : 3629 du 18-09-20141 (JORT n° : 83 du 14-10-2014) portant composition, organisation et modes de fonctionnement de la Commission Supérieure d'investissements « CSI », a dispensé les étrangers de l'autorisation préalable de la CSI à l'occasion de leurs acquisitions d'actions ou parts sociales dans la capital de sociétés établies en Tunisie au-delà des 50% et dans la limite de 66,66%.