

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en mDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	996 867	1 131 356	1 202 917	1 198 581	1 197 117	1 268 944
<i>Progression</i>	-	13,5%	6,3%	-0,4%	-0,1%	6,0%
Marge brute	477 909	509 290	556 189	610 794	626 654	650 968
<i>Progression</i>	-	6,6%	9,2%	9,8%	2,6%	3,9%
Taux de marge brute	47,9%	45,0%	46,2%	51,0%	52,3%	51,3%
EBITDA	288 186	304 542	343 876	396 173	395 081	404 795
<i>Progression</i>	-	5,7%	12,9%	15,2%	-0,3%	2,5%
Marge d'EBITDA	28,9%	26,9%	28,6%	33,1%	33,0%	31,9%
Résultat net part du groupe	172 094	177 291	210 900	210 586	251 026	260 539
<i>Progression</i>	-	3,0%	19,0%	-0,1%	19,2%	3,8%
Marge nette	17,3%	15,7%	17,5%	17,6%	21,0%	20,5%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ L'année 2021 a été un excellent millésime pour la SFBT. Le Groupe n°1 des breuvages en Tunisie a surpassé nos prévisions malgré le contexte pandémique, le poids grandissant des droits à la consommation et la dégradation du pouvoir d'achat des ménages. En effet, la stagnation de l'activité d'exploitation a été contrebalancée par la bonne orientation des produits de placement et par la baisse de la charge de l'IS.

♦ L'année 2022 sera sous le signe de la consolidation. Grâce à la normalisation de l'activité de la restauration et des cafés et des habitudes de consommation des ménages et au retour des touristes grands consommateurs de bières locales, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue.

♦ En 2021 et depuis le début de l'année en cours, la brasserie a déçu par ses performances boursières. Un parcours qui va à l'encontre des réalisations satisfaisantes du Groupe et de l'étonnante résistance de l'activité. Et pour cause, la SFBT a arrêté, depuis 2021, les opérations d'augmentation de capital par incorporation des réserves auxquelles sont habitués les petits porteurs depuis de nombreuses années, et ce en raison de la suppression du dégrèvement physique des dépenses d'investissement.

♦ Du haut de sa capitalisation de 4 milliards de dinars, la SFBT est sans doute la fierté du marché actions tunisien. Le Groupe devrait solliciter l'attention des investisseurs fébriles dans une conjoncture post-COVID dégradée où l'incertitude règne en maître. La position de dominance de la SFBT, son business model défensif, sa solidité financière et sa bonne qualité du management en font l'investissement incontournable pour des investisseurs en quête d'actifs refuges.

Prix : 16,200Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Groupe CASTEL:	61,5%
Groupe Poulina:	10,5%
STAR:	5,0%
Flottant:	23,0%

Capitalisation boursière: 4010MDt

Ratios boursiers* :

PER 2022e:	15,4x
Dividend yield 2021:	4,4%
EV/EBITDA 2022e:	9,3x
ROE 2021:	30,7%
Performance 2022:	-11,4%

* Données au 16 Mai 2022.

« L'année 2022 sera sous le signe de la consolidation pour la SFBT. Grâce à la normalisation de l'activité de la restauration et des cafés et des habitudes de consommation des ménages et au retour des touristes grands consommateurs de bières locales, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue »

I- Présentation du Groupe SFBT

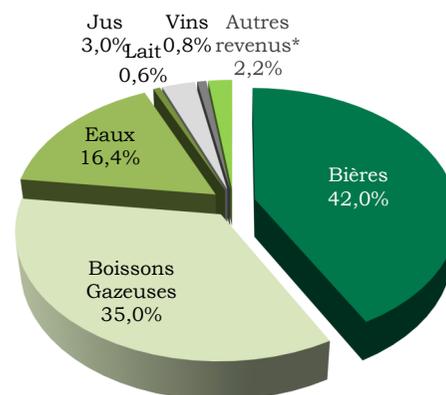
- Fondé en 1925 sous le protectorat français, le Groupe SFBT se classe parmi les premiers groupes privés tunisiens. Le Groupe est détenu majoritairement par le géant français Castel et est le leader incontestable des boissons en Tunisie.
- Le Groupe opérait initialement dans la bière et les boissons gazeuses. Ce n'est que sur les deux dernières décennies qu'il s'est lancé dans l'eau, le jus et le vin.
- Comptant une vingtaine de sociétés, SFBT est aujourd'hui l'acteur n°1 sur les segments de la bière, des boissons gazeuses et de l'eau.

1) Activité bières

- Le Groupe SFBT continue de dominer le marché malgré l'entrée du concurrent Heineken en Tunisie en 2007. Leader du marché, le Groupe se trouve bien à l'abri de la concurrence grâce à sa politique de diversification (3 marques locales - Celtia, Stella et Celestia - et trois étrangères - 33, Löwenbräu et Beck's) et d'innovation (nouvelles déclinaisons de la marque Stella 'Black' et Stella 'Gold Brune' et nouveaux packagings).
- Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté sur les dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence de l'été avec le mois du Ramadan. Par ailleurs, les augmentations successives des prix de la bière n'ont pas eu d'impact sur la consommation de bière du Tunisien et ont même permis à ce pôle d'améliorer considérablement ses marges.
- Cette activité est devenu la locomotive du Groupe et son premier centre de profit depuis

2017 (une contribution de 42% dans les revenus en 2021).

Structure des revenus du Groupe par pôle d'activité (2021)



* Les autres revenus englobent toutes les ventes de concentrés, préformes, bouchons, étiquettes...

2) Activité boissons gazeuses

- Le Groupe est leader sur ce segment. Ce positionnement résulte non seulement du fait que la SFBT est l'unique embouteilleur des marques Coca-Cola mais aussi parce qu'elle jouit du bon positionnement de sa marque locale « Boga » dont la gamme s'est élargie avec succès au fil des années.
- Alors que cette branche d'activité est importante au niveau du chiffre d'affaires (une proportion de 35% fin 2021), la réalité est toute autre au niveau de la rentabilité. Génératrice de faibles marges et consommatrice d'investissements récurrents de maintenance en raison de la vétusté de l'outil de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du Groupe. A ces problèmes se sont greffés les taxes anormalement élevées pour les boissons gazeuses en Tunisie**, la suppression

des subventions sur le sucre et l'instabilité du marché libyen sur les dernières années.

3) Activité eaux

- 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, Garci et Oktor) et l'introduction des marques 'Cristalline' et 'Melliti' quelques années plus tard.
- En l'espace de 5 ans, le Groupe a doublé son chiffre d'affaires « eau », 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, la dégradation de l'eau du robinet en Tunisie et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau).

4) Activité jus

- L'activité jus affiche une faible contribution aux revenus du Groupe. Elle a connu une accélération de la croissance sur les dernières années. Le Groupe a décidé de capitaliser sur le *brand name* de la marque Stil pour compléter sa gamme de produits.

** Les boissons gazeuses sont soumises en Tunisie à une TVA et un droit de consommation atteignant 48,75% du chiffre d'affaires.

Portefeuille de marques nationales et importées du Groupe SFBT

Activité Bières



Activité boissons gazeuses



Activité eau



Activité jus



La croissance de la nouvelle marque locale des jus Stil a été boostée par le lancement, depuis 2018, d'une gamme de jus sans conservateurs conditionnés dans des bouteilles en plastique aseptique.

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

Le Groupe SFBT a quasiment marqué le pas au niveau de ses revenus pour la deuxième année de suite à 1,2 milliard de dinars. Toutes les activités du Groupe ont été bien orientées (voir graphique ci-contre), hormis le pôle « Bières » (-8,9% à 502,6MDt) et le pôle « Lait » (-61% à 7,5MDt).

L'activité du pôle « Bières » a été pénalisée par les répercussions de la crise de la Covid-19 sur l'économie nationale et les mesures décrétées par

les pouvoirs publics pour endiguer la propagation du virus (confinement et couvre-feu), l'effet négatif de l'augmentation du droit de consommation sur la bière (+33,3% à 2,4Dt par litre) et la baisse des ventes au 1er trimestre 2021 due aux achats spéculatifs de la fin d'année 2020.

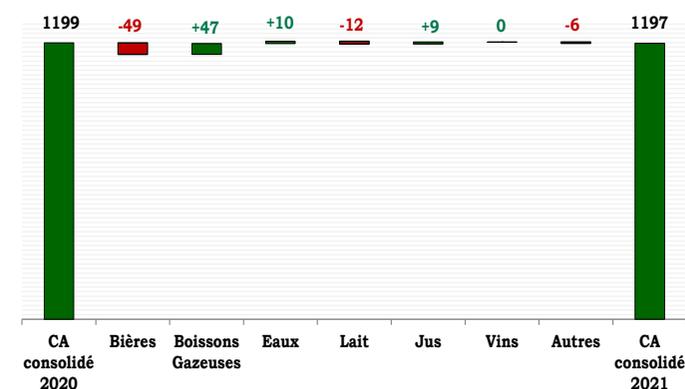
Plus voulu que subi, le décrochage des ventes du pôle « Lait » s'explique par la stratégie du Groupe de se retirer de cette activité. Vu les difficultés de la filière du lait en Tunisie (des marges sous pression, difficultés de collecte du lait et prix administré du lait demi-écrémé), le management a préféré se retirer progressivement de ce segment du marché et céder ses actifs.

L'amélioration de la rentabilité d'exploitation est le principal fait à l'honneur de l'exercice 2021. Malgré la stagnation des ventes, le Groupe

est parvenu à améliorer ses marges.

Profitant d'une gestion optimisée des approvisionnements, la marge brute a augmenté de 1,4 point de pourcentage à 52,3%.

Décomposition de la croissance des revenus en 2021 (en MDt)



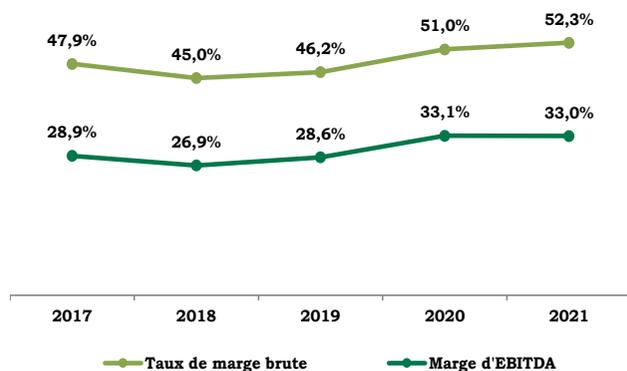
- Les efforts de maîtrise des charges d'exploitation notamment de la masse salariale (+6,3% à 143,2MDt) ont été payants au niveau de la rentabilité opérationnelle. La marge d'EBITDA a été maintenue stable à 33%; un niveau historiquement élevé pour le Groupe. L'EBITDA a, quant à lui, marqué une pause à 395,1MDt.

- La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du Groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de 468,7MDt sur la période 2017-2021), la SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -18,6%, à fin 2021). Fort de cash-flow stables et d'une trésorerie abondante, le Groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers qui bonifient la rentabilité. En 2021, la SFBT a engrangé des produits de placement nets (solde entre les produits de placement et les charges de placement) de 14,1MDt (contre des produits de placement nets de 5,2MDt en 2020).

- C'est à juste titre, la bonne dynamique des produits de placement ajoutée à la baisse du taux d'impôt sur les sociétés, qui a valu au Groupe de pallier la stagnation de son activité d'exploitation et de doper sa rentabilité nette. En effet, la SFBT a bouclé l'année 2021 avec une croissance du résultat net part du groupe de 19,2% à 251,0MDt. Avec un ROE de 30,7%, SFBT figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote. Notons qu'en 2021, le Groupe SFBT est parvenu à intégrer le club des sociétés cotées ayant des fonds propres supérieurs à 1 milliard de dinars.

- La capacité bénéficiaire solide et la manne financière de la SFBT lui valent de maintenir une

Evolution des marges



« Le Groupe se distingue par ses cash-flow stables et son matelas de trésorerie confortable qui lui permettent d'autofinancer ses investissements et de maintenir une politique de dividendes généreuse »

En MDt	2017	2018	2019	2020	2021
Cash Flow d'exploitation	180,4	230,4	276,5	361,7	308,7
Investissements	90,2	130,6	114,4	94,6	38,8
Free Cash Flow	90,1	99,8	162,1	267,2	269,9
Dette Nette	-34,8	-23,8	-55,6	-142,3	-219,0
Gearing	-4,1%	-2,5%	-5,4%	-13,0%	-18,6%
ROE	27,7%	25,8%	28,7%	26,8%	30,7%
ROCE	24,2%	22,1%	24,7%	25,2%	29,1%

politique de dividendes parmi les plus généreuses du marché actions. En effet, l'AGO du 17 Mai 2022 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,715Dt par action au titre de l'exercice 2021, soit le même que celui versé au titre de l'exercice 2020 et un payout de 79,3%. La mise en paiement des dividendes se fera à partir du 24 Mai 2022.

- Toujours précurseur et soucieux de son développement, le Groupe s'est attelé durant ces dernières années à lancer un plan de développement durable qui devrait se traduire par d'importantes économies d'énergie. Ce plan comprend l'installation de cogénération dans

l'usine de Bab Saadoun (démarrage en février 2020) et passage de la tri génération la quadri génération dans l'usine de la filiale SGBIA (récupération du CO² émis et sa transformation en CO² alimentaire).

- Dans le cadre de l'amélioration de la qualité des eaux de la station de traitement des rejets de l'usine de Bab Saadoun, la SFBT a démarré un projet de récupération et de séchage de la levure.

- Le projet d'irrigation du parc du Belvédère, à partir des eaux de rejets de l'usine de Bab-Saadoun après traitement, est en train de prendre forme. Une réunion a eu lieu avec La Maire de Tunis et un Comité de pilotage, composé de cadres de la SFBT et de la Municipalité, a été mis en place afin d'approfondir l'étude sur l'aspect technique et financier du projet.

III- Perspectives d'avenir & prévisions

- Durant l'AGO du 17 Mai 2022, le management a débuté son allocution en rassurant les investisseurs que l'éventuelle rupture des relations commerciales entre le Groupe Castel (actionnaire de référence de la SFBT) et le géant américain Coca Cola ne concerne pas la SFBT, le contrat d'embouteillage étant signé directement entre la SFBT et The Coca-Cola Cie. L'accord entre la SFBT et The Coca-Cola Cie dure depuis plus de 70 ans et est bien antérieur à l'entrée du Groupe Castel dans le capital de la SFBT. D'ailleurs, la SFBT vient, récemment, de renouveler son contrat de concession.

- Le management a ajouté à cet égard que la relation The Coca-Cola Cie / SFBT constitue pour les deux parties une "success story" et les discussions actuelles portent sur le développement du business avec The Coca-Cola Cie pour l'étendre à de nouveaux produits.

- L'équipe de direction a précisé que les ventes des marques Coca Cola concentrent 80% des revenus du pôle « Boissons Gazeuses ». Le reliquat étant constitué par les ventes de la marque locale « Boga ».

- Durant l'AGO du 17 Mai 2022, le management était confiant dans les perspectives d'avenir du Groupe. Malgré les multiples défis qui doivent être relevés par la SFBT (pénurie et renchérissement des matières premières notamment du malt et du houblon provenant d'Europe, du concentré provenant d'Egypte et du plastique en provenance de Chine), le Groupe est bien outillé pour maintenir le cap sur la croissance en 2022.

- Réagissant à une question sur les éventuelles retombées de la crise en Ukraine sur le Groupe, l'équipe de direction a déclaré que les approvisionnements en intrants ont été en grande partie sécurisés pour l'année 2022.

- Selon le management, les prochaines années devraient être marquées par une baisse des efforts d'investissement, après une période capitalistique sur les derniers exercices, ce qui devra conforter la capacité de génération de cash-flow pour la SFBT.

- Dans les prochaines années, le Groupe devrait aller de l'avant dans sa stratégie de désengagement de la filière laitière et d'apurement des finances de ses filiales

déficitaires comme la société STBN. Sise à Béjà, cette entité cumule les déficits sur les dernières années. Le management compte restructurer cette société en lui opérant une augmentation de capital en numéraire et opération de fusion par absorption avec la filiale SGBIA.

- Sans donner de chiffres, l'équipe de direction a annoncé que la société mère a enregistré des réalisations satisfaisantes sur les quatre premiers mois de l'année en cours qui surperforment celles de la même période de 2021.

- Au vu des réalisations de la société mère au premier trimestre 2022 (une croissance du 5,3% au niveau du chiffre d'affaires), l'année 2022 s'annonce bonne. A notre avis, elle devrait profiter de la normalisation progressive de la vie, et des habitudes de consommation des ménages après deux années 2020 et 2021 sous la coupe de la pandémie et du retour graduel des touristes grands consommateurs de bières locales.

- Côté chiffres, nous tablons, en 2022, sur une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 6% à 1,3 milliard de dinars et sur une hausse du résultat net part du groupe de 3,8% à 260,5MDt.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- En 2021 et depuis le début de l'année en cours, la brasserie a déçu par ses performances boursières. Un parcours qui va à l'encontre des réalisations satisfaisantes du Groupe et de l'étonnante résistance de l'activité. Et pour cause, la SFBT a arrêté, depuis 2021, les opérations d'augmentation de capital par incorporation des réserves auxquelles sont

habitués les petits porteurs depuis de nombreuses années, et ce en raison de la suppression du dégrèvement physique des dépenses d'investissement.

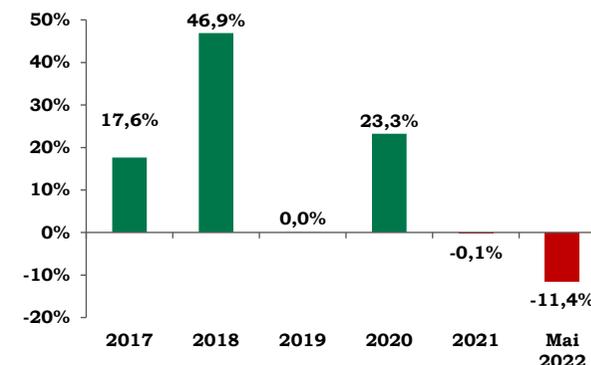
- Première capitalisation du marché, la SFBT traite actuellement à 15,4x ses bénéfices et à 9,3x son EBITDA estimés pour 2022. Sur le papier, ces niveaux de valorisation sont intéressants comparativement aux comparables régionaux et eu égard aux fondamentaux solides du Groupe qui se caractérisent par:

- un positionnement quasi-monopolistique sur les deux branches 'boissons gazeuses et alcoolisées',

- des marges confortables sur les activités 'bières et eaux',

- d'un outil d'exploitation substantiellement amorti constituant une barrière à l'entrée de la concurrence et lui permettant de préserver ses marges,

Performances boursières du titre SFBT



- et de cash-flow stables et d'une situation financière solide, ménageant le recours à la dette et favorisant une politique généreuse de dividende.

▪ **Tous ces facteurs nous amènent à considérer la SFBT comme la *Blue Chip* du marché actions, la valeur défensive par excellence dans une conjoncture malmenée par la crise, où l'incertitude règne en maître.**

▪ **Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur la SFBT.**

Echantillon de comparables régionaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2021	Marge nette 2021	P/E 2022e (x)	EV/EBITDA 2022e (x)
Société des Boissons du Maroc	Maroc	25,7%	12,4%	17,6	9,5
East African Breweries Limited	Kenya	N.D	N.D	11,0	5,8
Delta Corp. Ltd.	Zimbabwe	N.D	N.D	N.D	N.D
Tanzania Breweries Limited	Tanzanie	N.D	N.D	N.D	N.D
Nigerian Breweries PLC	Nigéria	18,6%	2,9%	22,6	5,0
International Breweries PLC	Nigéria	N.D	N.D	54,2	4,9
Guinness Nigeria PLC	Nigéria	N.D	N.D	7,9	3,7
Nestlé Nigeria Plc	Nigéria	26,6%	11,4%	22,3	11,2
Distell Group Holdings Ltd	Afrique du Sud	N.D	N.D	14,5	8,9
SFBT	Tunisie	33,0%	21,0%	15,4	9,3
Médiane		25,7%	11,4%	17,6	5,8

Source: Infront Analytics et calcul de Tunisie Valeurs.