

ETUDE
**SFBT : UNE VALEUR
DE FONDS DE
PORTEFEUILLE**

I. Présentation du groupe

Fondé en 1925, le groupe SFBT se classe parmi les premiers groupes privés en Tunisie. Le groupe est détenu majoritairement par le géant français de l'agroalimentaire 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, le groupe 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 (5 marques locales – Celtia, Stella, Starbräu, Legend et Celestia (une bière sans alcool) – et deux étrangères – 33 Export 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 devenue la locomotive du groupe et son premier centre de profit depuis 2017 (une contribution de 43 % dans les revenus consolidés en 2022).

2) Activité boissons gazeuses

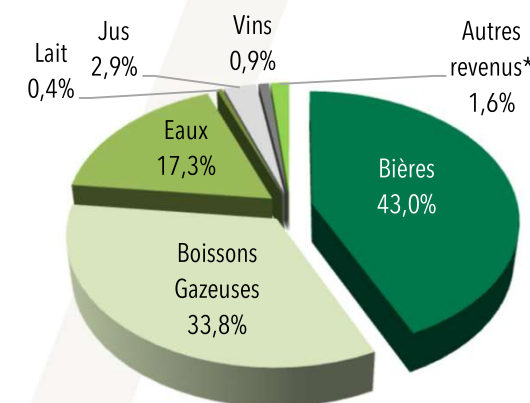
Le groupe est leader sur ce segment. Ce positionnement résulte non seulement du fait que la SFBT est l'unique embouteilleur des marques Coca-Cola, mais aussi parce qu'elle jouit du bon positionnement de sa marque locale Boga dont la gamme s'est élargie avec succès au fil des années.

Alors que cette branche d'activité est importante au niveau du chiffre d'affaires (une proportion de 33,8 % fin 2022), 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. À ces problèmes se sont greffées les taxes élevées pour les boissons gazeuses en Tunisie** et la suppression des subventions sur le sucre. Par ailleurs, sur les dernières années, la SFBT a légèrement souffert de la pénurie du sucre, notamment, pendant la haute saison et de la rupture de livraison de CO² alimentaire en raison de la décision de l'ETAP de fermer, à partir du 1^{er} octobre 2022, le seul puit de CO² en Tunisie pour des problèmes de maintenance et de sécurité. Malgré ces problèmes d'approvisionnement le groupe SFBT a fait preuve de beaucoup de résilience comme le montre ses résultats pour l'exercice 2023.

Produisant une partie de ses besoins en CO² grâce à la technique de la quadri génération (30% des besoins du groupe), l'activité « Boissons gazeuses » (33,8 % du chiffre d'affaires consolidé en 2022) a pu limiter l'impact de l'arrêt de l'approvisionnement en CO² annoncé pour la deuxième fois en deux ans, en juillet 2023.

Actionnariat (au 16.05.2023)	
Groupe CASTEL	63,0 %
Groupe POULINA	10,5 %
STAR	5,0 %
Autres actionnaires	21,5 %

Structure des revenus du groupe par pôle d'activité (2022)



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

« Produisant une partie de ses besoins en CO² grâce à la technique de la quadri génération (30% des besoins du groupe), l'activité « Boissons gazeuses » a pu limiter l'impact de l'arrêt de l'approvisionnement en CO² annoncé pour la deuxième fois en deux ans, en juillet 2023. Par ailleurs, la reprise de la production du champ de gaz situé à Utique à la mi-septembre de l'année 2023 est de nature à permettre à l'activité « Boissons gazeuses » de retrouver ses niveaux d'activité habituels.

»

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

Par ailleurs, la reprise de la production du champ de gaz situé à Utique à la mi-septembre de l'année 2023 est de nature à permettre à l'activité « Boissons gazeuses » de retrouver ses niveaux d'activité habituels.

Le top management du groupe CASTEL réitère à chaque occasion l'attachement du géant français à sa filiale tunisienne, la SFBT, affirmant que la rupture des relations commerciales entre le groupe CASTEL et le géant américain THE COCA-COLA CIE ne concerne pas la SFBT, le contrat d'embouteillage (portant principalement sur les boissons gazeuses) 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. 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. Notons, à cet effet, que le contrat de concession entre la SFBT et la multinationale américaine a été renouvelé en 2022.

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, Melliti, Garci et Oktor) et l'introduction de la marque Cristalline quelques années plus tard.

En l'espace de 5 ans, le groupe a augmenté son chiffre d'affaires « eaux », de 40 % devant ses concurrents (groupes MZABI et DÉLICE qui commercialisent respectivement les marques Sabrine/Jannet/Tijane et Délice).

Le groupe dispose d'une large gamme d'eaux minérales, comportant une gamme d'eau de table avec les marques Jektiss et Primaqua.

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 avec les changements climatiques 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 la marque Stil pour compléter sa gamme de produits.

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.

5) Activité vins

Activité benjamine du groupe, l'activité vins ne contribue actuellement que faiblement aux revenus consolidés. Dans cette ligne de métier, la SFBT dispose d'une large gamme de vins tunisiens du terroir. Les marques commercialisées sont comme suit: Désir Rosé, Domaine Malouf, Domaine Phenicia, Domaine Shadrappa et Vinum.

« Le top management du groupe CASTEL réitère à chaque occasion l'attachement du géant français à sa filiale tunisienne, la SFBT, affirmant que la rupture des relations commerciales entre le groupe CASTEL et le géant américain THE COCA-COLA CIE ne concerne pas la SFBT, le contrat de l'embouteillage étant signé directement entre la SFBT et THE COCA-COLA CIE »

Portefeuille de marques nationales et importées du groupe SFBT

Activité bières : Celtia • Stella • Celestia • Starbräu • Legend • Beck's • 33 Export

Activité boissons gazeuses : Boga • Fanta • Sprite • Hawai • Apla • Coca-Cola • Orangina • Schweppes

Activité eaux : Safia • Marwa • Garci • Cristalline • Melliti • Oktor • Jektiss • Primaqua

Activité jus : • Stil • Cappy

Activité vins : • Désir Rosé • Domaine Malouf • Domaine Phenicia • Domaine Shadrappa • Vinum

« Les perspectives de croissance de la filière « eaux » restent solides avec le changement des habitudes de consommation, la dégradation de l'eau du robinet en Tunisie avec les changements climatiques et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau) »

II. Faits et éléments saillants de l'exercice 2023

Plus qu'honorable, ainsi peut-on qualifier le bilan de l'exercice 2023 pour la SFBT. Le leader des boissons en Tunisie a réussi avec brio à surmonter les difficultés de son environnement opérationnel (contexte de pénuries et stagflation), terminant l'année écoulée sur une performance Bottom Line étincelante : une croissance du résultat net part du groupe de 9,6 % à un record historique de 281,7 MDt. Les résultats 2023 du groupe, supérieurs aux attentes, prouvent sa capacité de résilience face aux multiples vents contraires et contredisent les idées reçues sur la maturité du secteur.

En attendant la publication des comptes consolidés au 31-12-2023, et d'après les indicateurs d'activité du T4 2023 et les derniers états financiers disponibles (ceux relatifs à la société mère au 30 juin 2023) trois constats majeurs ressortent de l'analyse des chiffres de la SFBT :

1) Malgré la poursuite de la sortie de la COVID-19, la bonne saison touristique et la normalisation générale du secteur HORECA* et des habitudes de consommation des ménages, la croissance du top line a été timide et en deçà de nos attentes (+1,7 % à fin 2023 au niveau de la société mère). En effet, la progression du chiffre d'affaires a été pénalisée par une base de comparaison défavorable (une année 2022 marquée par une reprise technique des ventes après une période 2020-2021 profondément touchée par la crise de la COVID-19).

2) Les chiffres de la société consolidante au 30 juin 2023 portent à croire que la SFBT a subi une dégradation de ses marges et de sa rentabilité d'exploitation. Sur la base des chiffres semestriels, le taux de marge brute de la société mère a reculé de 3,8 points de pourcentage à 38 % par rapport à la première moitié de 2022. Il en est de même pour la marge d'EBITDA qui s'est effritée de 3,7 points de pourcentage sur le premier semestre 2023 revenant à 26,4 % contre 30,1 % au terme des six premiers mois de 2022.

Il semblerait que le repli des coûts logistiques et la tendance baissière des prix des matières premières (malt, résine, houblon, aluminium et plastique essentiellement) aient surtout marqué la deuxième moitié de 2023. Ainsi, sur le premier semestre de 2023, la SFBT a continué à subir les répercussions et les perturbations de la guerre en Ukraine sur les marchés mondiaux des matières premières.

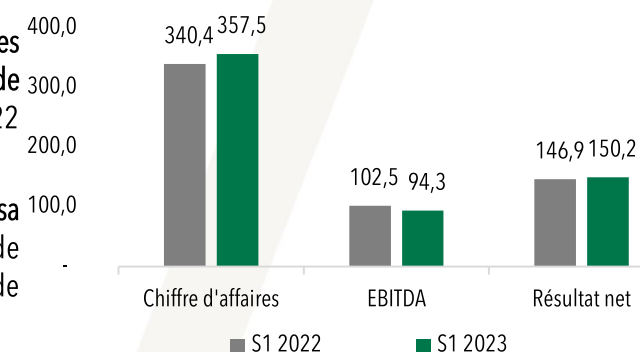
3) Le groupe semble tirer son épingle du jeu grâce à sa manne du cash ; une spécificité d'autant plus recherchée dans cette conjoncture difficile. Face à une activité d'exploitation qui n'a pas affiché sa pleine forme (un repli de l'EBITDA de 8 % à 94,3 MDt au 30 juin 2023 au niveau de la société mère), le groupe continue à profiter de son activité de cash management dynamique et de son matelas de trésorerie confortable (une dette nette consolidée de -202,9 MDt à fin 2022) confortés par le contexte haussier des taux de 2023. En effet, la hausse des taux (rehaussement du directeur de la Banque Centrale de Tunisie de 75 pbs, engendrant une hausse du TMM de 122 pbs en moyenne sur l'année 2023), a fait que les produits de placement se sont accrus de 13,5 % atteignant l'importante somme de 84,2 MDt à la fin du premier semestre 2023 (au niveau de la société mère).

III. Perspectives de développement et prévisions

La SFBT a publié, fin septembre 2023, un communiqué annonçant la nomination de M. Elyes FAKHFAKH en tant que nouveau Directeur Général (en remplacement de M. Mustapha ABDELMOULA) et la nomination de M. Mustapha ABDELMOULA en tant que nouveau Président du Conseil d'Administration (en remplacement de M. Gilles MARTIGNAC). Nous pensons que ce changement managérial devrait donner un nouvel élan à la stratégie de développement du groupe dans les prochaines années pour consolider son leadership et trouver de nouveaux relais de croissance.

« Les résultats 2023 supérieurs aux attentes du groupe prouvent sa capacité de résilience face aux multiples vents contraires et contredisent les idées reçues sur la maturité du secteur »

Principaux indicateurs de l'état de résultat semestriel de la société mère



Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-Flow d'exploitation	230,4	276,5	361,7	308,7	367,1
Investissements	130,6	114,4	94,6	38,8	71,9
Free Cash-Flow	99,8	162,1	267,2	269,9	295,1
Dette Nette	-23,8	-55,6	-142,3	-219,0	-202,9
Gearing	-2,5%	-5,4%	-13,0%	-18,6%	-16,0%
ROE	20,6%	22,4%	21,5%	23,6%	22,5%
ROCE	22,1%	24,7%	25,2%	29,1%	29,4%

* Hôtels, restaurants, cafés.

« Nous pensons que le récent changement managérial devrait donner un nouvel élan à la stratégie de développement du groupe dans les prochaines années pour consolider son leadership et trouver de nouveaux relais de croissance »

Les prochaines années devraient être marquées par une poursuite de la croissance pour la SFBT. La sortie de la COVID est de nature à favoriser la normalisation des habitudes de consommation des ménages et de l'activité du secteur de l'hôtellerie, de la restauration et des cafés. Par ailleurs, le retour des touristes grands consommateurs de bières locales devrait doper les revenus du groupe.

Les marges devraient, également, s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix des matières premières. Outre la bonne orientation attendue de l'activité d'exploitation, les réalisations des prochaines années de la SFBT devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette.

Forte de son statut quasi-monopolistique, de la diversité de ses produits, de son matériel substantiellement amorti, la SFBT a tous les atouts pour maintenir sa position sur le marché et pour continuer à gratifier généreusement ses actionnaires. Le pari de la rentabilité et de la génération des cash-flows sera, à notre avis, gagné grâce à deux moteurs: une activité d'exploitation qui se redresse et une activité de cash management toujours dynamique.

Du côté des chiffres, sur la période 2023-2025, nous tablons sur :

- 1) Une croissance du chiffre d'affaires à un rythme annuel moyen de 5,6 % ;
- 2) Une progression de l'EBITDA en moyenne de 6 % pour atteindre la somme de 484 MDt d'ici 2025 ;
- 3) Une hausse moyenne du résultat net part du groupe de 6,7 % sur la période du Business Plan pour atteindre 312 MDt à l'horizon 2025.

IV. Comportement boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

Sur la période 2021-2023, le titre SFBT 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. La pénurie des matières premières (essentiellement du sucre et du CO² alimentaire) ayant perturbé la production et le décès du Président Directeur Général, feu Mohamed BOUSBIA, figure tutélaire de la SFBT, ont davantage pesé sur le comportement boursier de la société.

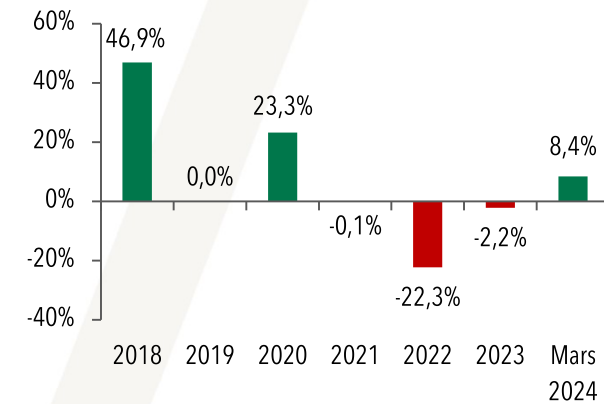
En 2024, le titre semble retrouver les faveurs des investisseurs. L'action a bondi de 8,4% depuis le début de l'année en cours favorisée par :

- 1) L'annonce des résultats de 2023 et des dividendes, dépassant les attentes des analystes de la place et déifiant la morosité ambiante ;
- 2) Le retour annoncé aux augmentations de capital par attribution d'actions gratuites ; des opérations très appréciées par les petits porteurs. L'opération de 2024 est une augmentation de capital de 20,6 MDt, à prélever du compte résultats reportés. Cette augmentation donnera lieu à l'émission de 20 625 000 actions d'un dinar chacune, à raison d'une action nouvelle gratuite pour 12 anciennes. Le conseil d'administration de la SFBT a proposé que le droit de jouissance des actions nouvelles gratuites soit fixé au 1^{er} janvier 2023.

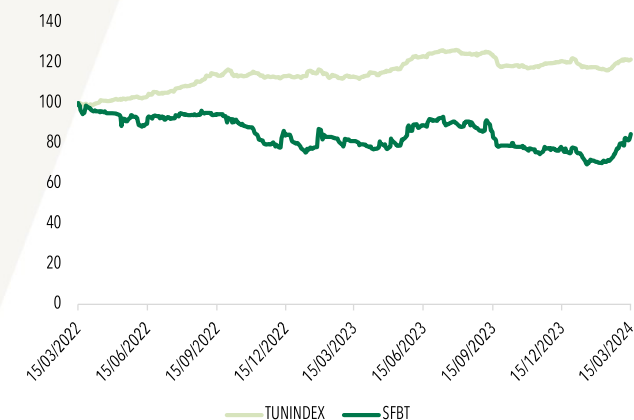
Au coude à coude avec la BIAT pour la première place sur le marché actions en termes de capitalisation boursière (avec une capitalisation boursière de 3,3 milliards de dinars), la SFBT traite actuellement à 11,2x ses bénéfices et à 7x son EBITDA estimés pour 2024. Par ailleurs, le titre offre un rendement en dividende attractif (un Dividend Yield 2023^e de 5,9 %) et parmi les plus élevés du secteur industriel coté en Tunisie. Sur le papier, ces niveaux de valorisation sont intéressants eu égard aux fondamentaux solides du groupe qui se caractérisent par :

«Forte de son statut quasi-monopolistique, de la diversité de ses produits, de son matériel substantiellement amorti, la SFBT a tous les atouts pour maintenir sa position sur le marché et pour gratifier généreusement ses actionnaires. Le pari de la rentabilité et de la génération des cash-flows sera, à notre avis, gagné grâce à deux moteurs: une activité d'exploitation qui se redresse et une activité de cash management toujours dynamique.»

Performances boursières annuelles du titre SFBT



Prix (au 15.03.2024): 13,500 Dt
Haut/Bas: 17,600 Dt/11,100 Dt



- 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 ;
- et de cash-flows stables et d'une situation financière solide, ménageant le recours à la dette et favorisant une politique généreuse de dividende (un payout estimé en 2023 de 78,3 %).

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 règne l'incertitude. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur la SFBT.

La SFBT tiendra son Assemblée Générale Ordinaire annuelle le mercredi 24 avril 2024 à 10H00, à l'Institut Arabe des Chefs d'Entreprise aux Berges du Lac pour approuver les résultats de l'exercice 2023 et statuer sur la proposition d'un dividende de 0,740 Dt par action. À noter que l'AGO sera précédée d'une AGE (qui se tiendra à 9H30) qui examinera la proposition de l'augmentation de capital par attribution d'actions gratuites précédemment mentionnée.

Business Plan consolidé

Chiffres consolidés (en MDt)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p	2025p
Revenus	1202,9	1198,6	1197,1	1329,9	1369,8	1465,7	1568,3
Progression	-	-0,4%	-0,1%	11,1%	3,0%	7,0%	7,0%
Marge brute	556,2	610,8	626,7	642,1	669,8	716,7	768,5
Progression	-	9,8%	2,6%	2,5%	4,3%	7,0%	7,2%
Taux de marge brute	46,2%	51,0%	52,3%	48,3%	48,9%	48,9%	49,0%
EBITDA	343,9	396,2	395,1	406,5	421,6	451,0	483,9
Progression	-	15,2%	-0,3%	2,9%	3,7%	7,0%	7,3%
Marge d'EBITDA	28,6%	33,1%	33,0%	30,6%	30,8%	30,8%	30,9%
Résultat net part du groupe	210,9	210,6	251,0	257,0	281,7	297,8	312,0
Progression	-	-0,1%	19,2%	2,4%	9,6%	5,7%	4,8%
Marge nette	17,5%	17,6%	21,0%	19,3%	20,6%	20,3%	19,9%

Sources : états financiers consolidés du groupe SFBT et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Indicateurs Clefs 2024e (MDt)*

Enterprise Value	3138,3
Capitalisation boursière	3341,3
P/E	11,2x
VE/EBITDA	7,0x
Dette nette/ VE	-6,5 %
Dividend Yield 2023 ^e	5,9 %
Dividende par action 2022	0,740 Dt

* Chiffres calculés sur la base du cours boursier du 15 mars 2024.

Échantillon de comparables régionaux

Société	Pays	VE/Chiffre d'affaires 2024 (x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PER 2024e (x)
SOCIETE DES BOISSONS DU MAROC	Maroc	2,0	7,4	16,9
EAST AFRICAN BREWERIES LIMITED	Kenya	1,3	4,6	10,4
NESTLÉ NIGERIA PLC	Nigeria	1,6	6,6	13,7
NIGERIAN BREWERIES PLC	Nigeria	0,9	5,4	ND
TANZANIA BREWERIES PUBLIC LIMITED COMPANY	Tanzanie	2,9	8,3	21,2
SFBT	Tunisie	2,1	7,0	11,2
Moyenne régionale		1,7	6,5	15,5

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

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.