

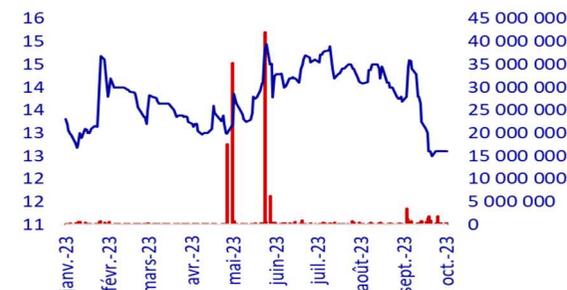
SFBT : La Blue chip du marché



Cours au 20/10/2023	12,50
Capitalisation boursière (MD)	3 094
Actionnariat	
Groupe Castel	63,0%
Partner Invest SA	10,5%
STAR	5,0%
Autres	21,5%

Indicateurs de marché	2020	2021	2022	2023e
Performance boursière	23,3%	-0,1%	-22,3%	-1,9%
PE	14,7	12,3	12,0	11,8
P/BV	3,2	2,9	2,7	2,5
Div Yield	5,7%	5,7%	5,9%	5,9%
Bénéfice par action	0,851	1,014	1,038	1,062
Dividende par action	0,715	0,715	0,740	0,740

Renseignements financiers (MD)	2020	2021	2022	2023e
Chiffre d'affaires	1 199	1 197	1 330	1 397
EBITDA	396	395	407	396
EBIT	289	299	307	310
Bénéfice net	211	251	257	263
ROE	21,5%	23,6%	22,5%	21,5%
Gearing	-14,5%	-20,6%	-27,6%	-11,4%



- Le Groupe SFBT fait partie du Groupe Castel qui est l'un des premiers acteurs mondiaux dans le domaine du vin, des bières et boissons gazeuses (1^{er} mondial des vins français, 2^{ème} des bières et boissons gazeuses en Afrique et 3^{ème} mondial des vins ;
- Le groupe SFBT jouit d'un quasi-monopole tant sur le marché de la bière que des boissons gazeuses. Même l'entrée en concurrence des autres marques étrangères n'a pu détrôner les produits du groupe avec sa force de frappe et sa stratégie commerciale très agressive : une politique largement prouvée dans le temps ;
- Le groupe SFBT est composé de 24 sociétés dont la majorité des entités industrielles spécialisées dans les boissons gazeuses, la bière, l'eau minérale, le lait, les jus de fruits et le vin ;
- D'une année à une autre, le chiffre d'affaires ne cesse d'augmenter avec une progression moyenne de 3.4% durant les dernières années à 1 329MD en 2022. Malgré la diversification, les segments traditionnels, la Bière et les Boissons gazeuses demeurent toujours prédominants accaparant plus des ¾ du chiffre d'affaires global du groupe ;
- Le groupe dispose d'une situation financière très saine caractérisée par un endettement vierge (gearing = -27,6%). Il bénéficie en plus d'un outil de production pratiquement amorti lui permettant de générer des cash flows considérables et d'afficher ainsi une rentabilité financière élevée de l'ordre de 21,2% en 2022.
- Avec un profil de risque faible et une rentabilité soutenue, le titre SFBT demeure la valeur de fonds de portefeuille par excellence ;

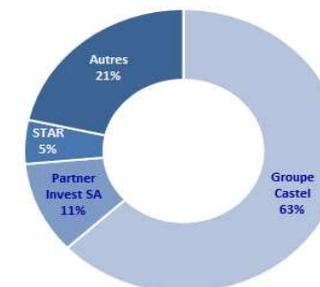


Présentation de la société :

Fondée en 1925, la Société de Fabrication des Boissons de Tunis, Société mère du groupe **SFBT** produit et commercialise différents types de boissons mais essentiellement les boissons gazeuses et alcoolisées. Durant la dernière décennie, elle a diversifié son activité avec la production de l'eau minérale, le lait, et les jus : Produits à forte consommation.

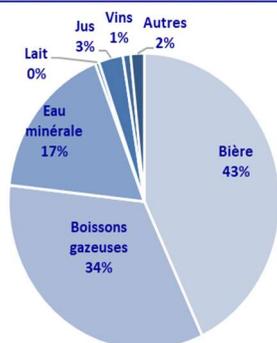
Elle contrôle directement et indirectement un ensemble de sociétés (STBG, STBO, STBN, SBT, SEABG, SGBIA, ...) et est ainsi à la tête d'un groupe profitant d'une intégration verticale complète allant de l'emballage à la commercialisation, ainsi qu'une société de placement, de promotion immobilière et de services informatiques. Le groupe **SFBT** est actuellement composé de 24 sociétés dont la majorité des entités industrielles spécialisées dans les boissons gazeuses, la bière, l'eau minérale, le lait, les jus de fruits et le vin.

Le groupe **SFBT** est l'un des groupes pionniers à l'échelle nationale qui bénéficie de l'appui de son partenaire stratégique : le groupe CASTEL détenant plus de 63% du capital. Le groupe CASTEL est le 3ème à l'échelle mondiale dans la production du vin et il est leader sur le marché africain dans le domaine de Brasseries et Limonaderies. Le groupe CASTEL exerce également dans la verrerie et depuis 2007 dans la fabrication des préformes PET, la production des Huiles, Mais et Sucre. Au fil des années, le capital social de la société a connu plusieurs augmentations pour s'élever à 247,5MD actuellement. La majorité des augmentations ont été réalisées par incorporation de réserves et attributions d'actions gratuites : des opérations réalisées pour des incitations fiscales et très prisées par les boursicoteurs tunisiens. Cependant, depuis 2021 ces attributions gratuites ont cessé suite à la suppression du dégrèvement physique des dépenses d'investissement.



En 2023 et avec le départ de Feu Mohamed BOUSBIA, pionnier de l'industrie tunisienne ayant piloté la société pendant plus de 40 ans et fait passer le groupe de 3 usines à 25 actuellement et renforcé l'effectif de 680 employés à plus de 6000 employés, une nouvelle gouvernance a été mise en place avec la nomination de M. Mustapha ABDELMOULA en tant que nouveau Président du Conseil d'Administration du groupe, lui-même Ex-Directeur Général de la société mère, et M. Elyes FAKHFAKH en tant que nouveau Directeur Général. Cette nouvelle organisation devra booster vers l'avant le développement du groupe pour la prochaine période.

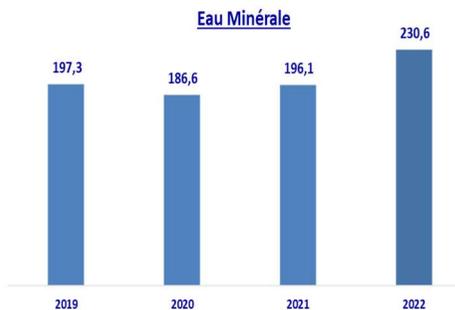
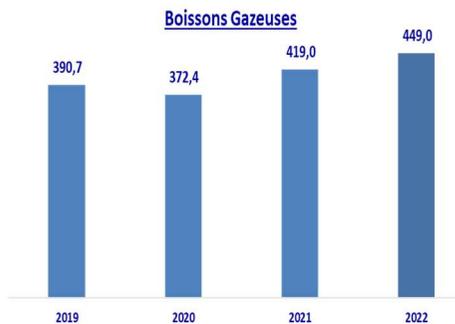
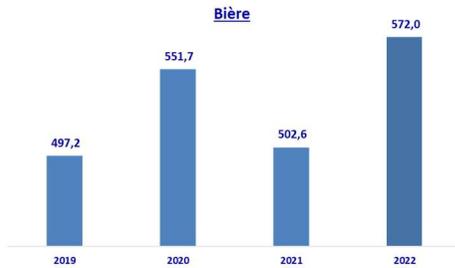
Structure du chiffre d'affaires



D'une année à une autre, le chiffre d'affaires du groupe **SFBT** ne cesse d'augmenter avec une progression annuelle moyenne de 3,4% pour s'élever à 1 329MD en 2022. Ces performances ont été réalisées dans des conditions nationales et internationales très difficiles avec les pénuries de matière premières (Sucre, Céréales, etc...) ayant bouleversé les activités de transformation. De plus, le groupe a dû faire face à une pandémie du Covid-19 sur cette période ainsi qu'une rupture de l'approvisionnement en CO₂ sur presque une année. En effet, la **SFBT** elle a subi en 2022 une rupture de livraison de CO₂ suite à la décision de l'ETAP de fermer à partir du 1er octobre le seul puits de CO₂ en Tunisie pour des problèmes de maintenance. La société a donc été contrainte de réduire le nombre des équipes de production afin de s'adapter aux quantités de CO₂ disponibles produites par les sociétés du groupe, en attendant le CO₂ importé d'Algérie qui a commencé à être livré le 9 novembre 2022 et que la société continuera à utiliser jusqu'au redémarrage du puits de l'ETAP.

Malgré la diversification, les segments traditionnels, la Bière et les Boissons gazeuses demeurent prédominant accaparant plus des ¾ du chiffre d'affaires global du groupe. En 2021, le groupe a décidé de se désengager progressivement de l'activité « Lait » étant donné la pression sur les marges (prix administrés) ainsi que les difficultés que rencontre cette filière en Tunisie.

Performances Commerciales



L'activité **Bière**, vecteur de croissance du groupe avec 43% du Chiffre d'affaires, affiche une tendance haussière sur la période 2019-2022, malgré un léger repli en 2021 suite à l'augmentation du droit de consommation de la bière. Grâce à sa politique de diversification multi-marques, le groupe demeure toujours le leader sur ce segment avec une part de marché dépassant les 80% : une activité qui continuera de hisser vers le haut la rentabilité du groupe.

Au niveau des **Boissons Gazeuses**, l'évolution est moins volatile, mais avec la même tendance haussière ayant accompagné le chiffre d'affaires global. Ce segment a affiché un TCAM de plus de 4,7% passant de 391MD en 2019 à 449MD en 2022, et ce malgré les fortes taxations ainsi que la suppression des subventions sur le sucre.

Notons que le groupe **SFBT** est leader sur segment avec plus de 80% de part de marché puisqu'il est l'unique embouteilleur de la marque internationale « Coca Cola » ainsi que le bon positionnement de sa marque nationale « Boga ».

Accaparant plus de 17% des revenus du groupe, l'activité Eau minérale a affiché une croissance sur la période de référence avec un TCAM de presque 5,3%, et un chiffre d'affaires qui est passé de 197,3MD en 2019 à 230,6MD en 2022. Le groupe est présent avec 6 enseignes et une part de marché de plus de 30%. Le changement des habitudes du consommateur tunisien et la dégradation substantielle de l'eau de robinet font de sorte que cette activité aura des perspectives de croissance importantes malgré la concurrence accrue qui sévit sur le marché.

Marques de Bière



Marques de Boissons Gazeuses



Marques d'Eau Minérale



Performances financières



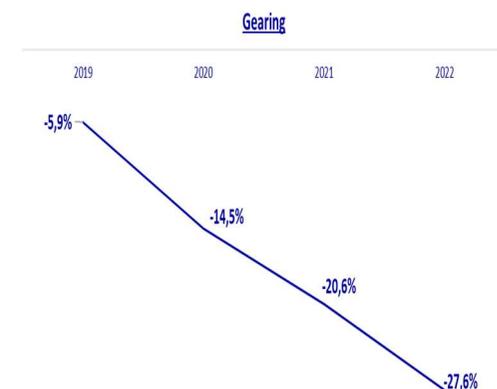
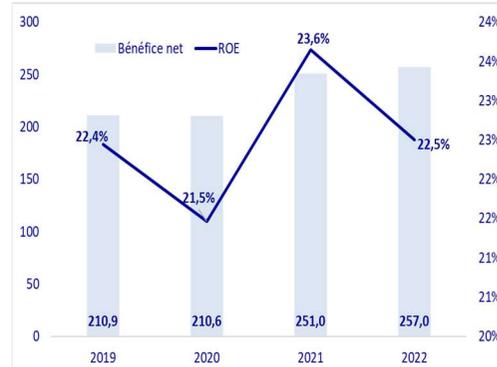
	2019	2020	2021	2022
Marge d'EBITDA	28,6%	33,1%	33,0%	30,6%
Marge d'EBIT	22,0%	24,1%	24,9%	23,1%
Marge nette	17,5%	17,6%	21,0%	19,3%

La **SFBT** a affiché sur les quatre derniers exercices un chiffre d'affaires en croissance moyenne de plus de 3,4% et qui est passé de 1 202MD en 2019 à 1 330MD en 2022. Les revenus ont été principalement réalisés via les activités Bière et Boissons gazeuses. En 2022, la marge brute consolidée s'est nettement dépréciée (-410pb) sous l'effet de l'augmentation substantielle du prix des matières premières. Malgré les augmentations successives opérées au niveau du prix de vente, la **SFBT** n'a pas pu atténuer cette flambée du prix des intrants.

La bonne maîtrise des charges opérationnelles a permis au groupe d'afficher une marge d'EBIT de l'ordre de 23,1% : certes en dépréciation par rapport à 2021 mais demeure toujours à un niveau assez appréciable. Malgré l'enveloppe considérable allouée pour le maintien de l'outil de production (plus de 200MD sur les 3 dernières années), le groupe dégage des cash flows importants et une trésorerie abondante générant des produits de placements assez conséquents en cette période de hausse des taux.

Le groupe affiche ainsi un résultat net (part du groupe) de 257MD et une marge nette de 19,3%.

Le groupe **SFBT** dispose d'une structure financière très saine et un endettement vierge (Gearing = -27,6%) : un matelas de sécurité pour le groupe lui permettant de faire face aux aléas exogènes et d'assurer un



développement sans contrainte de financement.

Du côté de la rentabilité, la **SFBT** présente un extraordinaire rendement des fonds propres avec 22,5% en moyenne sur la période 2019-2022, en nette démarcation par rapport au secteur industriel, mais aussi tout le secteur coté.

Pour l'année en cours et durant les neuf premiers mois de 2023, la société mère du groupe a affiché un chiffre d'affaires de 614,7MD en légère hausse de 2,3% par rapport à la même période de 2022. Les ventes auraient pu être beaucoup plus importantes n'eût été la pénurie du CO₂. Sur l'année pleine, nous estimons une progression de 5% des revenus consolidés soit un chiffre d'affaires de l'ordre de 1 397MD.

Côté bottom line, le groupe devrait afficher un bénéfice net (part du groupe) de 263MD. Signalons que le passage aux normes IFRS à compte de cet exercice n'aura pas d'impact significatif sur les comptes du groupe. Actuellement, la **SFBT** passe par une phase de transition, entre une croissance organique classique qui s'est essoufflée au cours du dernier quinquennat et une période de transformation que nous espérons permettra à la **SFBT**, sous la direction du nouveau management, d'avoir de l'élan pour la prochaine période surtout après le retour des touristes, forts consommateurs de bières locales.

Comportement boursier du titre et Recommandation

Comparables	Pays	PE	VE/CA	EV/EBITDA
Société des Boissons du Maroc	Maroc	18,5	2,2	8,1
Nigerian Breweries PLC	Nigeria	32,0	1,5	9,2
Tanzania Breweries Limited	Tanzanie	21,9	2,5	9,0
East African Breweries Limited	Kenya	9,1	1,3	4,2
SFBT	Tunisie	11,8	2,1	7,5
Médiane		18,5	2,1	8,1

Sur la bourse, le titre a connu un parcours assez médiocre (-22,3% en 2022 et -2% depuis le début de 2023) et pour cause : le renchérissement des matières premières, la pénurie du sucre et CO₂ et le décès de Feu Mohamed BOUSBIA pesant ainsi lourdement sur la valeur du titre. Actuellement, la première capitalisation du marché se traite à des niveaux de valorisation assez attractifs (PE = 11,8x et VE/EBITDA = 7,5x) et qui se comparent très favorablement par rapport au benchmark régional, laissant présager un potentiel de hausse du cours important. De plus, le titre offre un rendement en dividende de 5,9% : jugé assez correct par rapport aux valeurs industrielles.

Tenant compte de son faible profil de risque, des fondamentaux assez solides, la **SFBT** peut être considérée comme une valeur de fonds de portefeuille par excellence.