

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

Points clés

2024 s'est placée sous le signe de la résilience pour la SFBT. Malgré une conjoncture difficile, le groupe n°1 des boissons en Tunisie est parvenu à consolider son positionnement commercial, ses marges et sa rentabilité. Le groupe a réussi à maintenir une performance stable grâce à une gestion adaptée et une stratégie commerciale réactive.

Dans les prochaines années, les marges du géant des boissons devraient s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix des matières premières et aux dernières augmentations de prix opérées. Outre la résistance de l'activité d'exploitation, les réalisations futures du groupe devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette. L'activité de cash management devrait, ainsi, continuer à jouer son rôle d'« amortisseur conjoncturel » dans les périodes de cycles économiques baissiers.

Depuis le début de l'année en cours, l'action SFBT s'est bien défendue en bourse (+2,5 %), malgré des indicateurs d'activité du T1 2025 en demi-teinte pour la société mère (une baisse du chiffre d'affaires total de -8,9 % à 119,7 MDt). La baisse circonstancielle de l'activité sur le T1 2025 trouve son origine dans l'avancée de 10 jours du mois du Ramadan au mois de mars au lieu du mois d'avril l'année précédente. Cette baisse de régime pourrait également, s'expliquer par l'entrée en vigueur de la loi relative aux chèques sans provision (loi no 41-2024) qui a momentanément perturbé l'activité. Deuxième capitalisation du marché des actions, la SFBT traite actuellement à 11,3 x ses bénéfices et à 6,1 x son EBITDA estimés pour 2025. La valeur offre, également, un bon rendement en dividende (6,7 % pour 2024).

L'Assemblée Générale Ordinaire de la SFBT du 7 mai 2025 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,800 Dt au titre de l'exercice 2024 (ce qui correspond à un payout appréciable de 85,1 %), contre un montant de 0,740 Dt versé au titre de l'exercice 2023. La date de mise en paiement de ces dividendes a été fixée au 30 mai 2025.

Avec une capitalisation de 3,2 milliards de dinars, la SFBT domine depuis longtemps le marché des actions en Tunisie. La position de force de la SFBT, sa solidité financière et la qualité de son management en font l'investissement incontournable pour des investisseurs en quête de « Cash-Cows » et d'actifs refuges. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.

I. Présentation du groupe SFBT

Fondé il y a un siècle, 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 et en Afrique.

Le groupe opérait initialement dans la bière et les boissons gazeuses. Ce n'est que sur les 25 dernières années 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 EXTRA DRY et Beck's) et d'innovation (nouvelles déclinaisons de la marque Stella « Black » et Stella « Gold Brune » et nouveaux packagings).

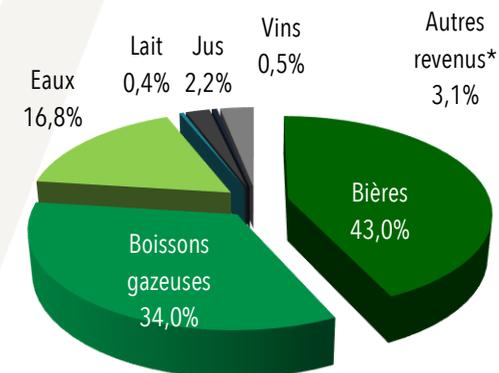
Actionnariat (au 31.12.2024)	
Groupe CASTEL	63,0 %
Groupe POULINA	10,1 %
STAR	5,0 %
Autres actionnaires	21,8 %

Cours (au 06.05.2025) : 11,890 Dt

Recommandation : Acheter (+)

ROE consolidé 2024 : 20,8 %

Structure des revenus du groupe par pôle d'activité (2024)



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

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 2024).

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 34 % fin 2024), 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 puits 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 » 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 a permis au pôle « 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 (30 ans) 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 Cristaline quelques années plus tard.

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

Portefeuille de marques nationales et importées du groupe SFBT

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

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

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

Activité jus : • Stil • Cappy

Activité vins : • Désir Rosé • Domaine Malouf • Domaine Phenicia • Domaine Shadraps • 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 d'embouteillage étant signé directement entre la SFBT et THE COCA-COLA CIE »

* Les boissons gazeuses sont soumises en Tunisie à une TVA et un droit de consommation, atteignant 53 % du chiffre d'affaires.

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 le changement climatique 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 de 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 Shadrpa et Vinum.

II. Faits et éléments saillants de l'exercice 2024

L'activité du groupe a tant bien que mal résisté à une conjoncture difficile marquée par une demande en baisse, l'érosion du pouvoir d'achat du Tunisien et une pression fiscale de plus en plus pesante.

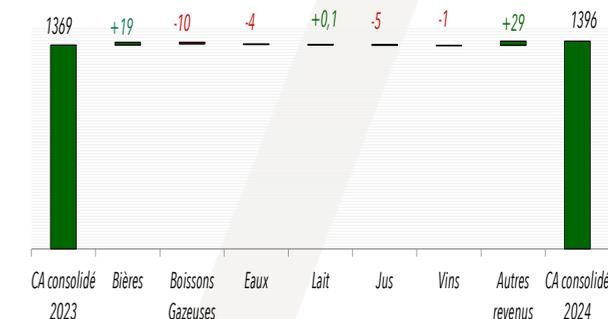
Les revenus consolidés du géant des boissons ont inscrit une progression de 2 % à 1,4 milliard de dinars. Et c'est bien la bière, principal centre de profit du groupe, qui a porté la croissance de la SFBT sur l'année écoulée (hausse des revenus du pôle Bière de 3,2 % à 600,6 MDt). Les boissons gazeuses et les jus ont enregistré des baisses de ventes (-2,1 % à 474,3 MDt et -15 % à 31 MDt, respectivement), principalement à cause de la hausse des prix liée essentiellement à l'augmentation excessive du prix du sucre.

Profitant d'une gestion optimisée de ses approvisionnements et d'une accalmie au niveau des prix des matières premières, le groupe a témoigné d'une amélioration de ses marges. Le taux de marge brute a augmenté de 2,7 points de pourcentage à 50,9 % en 2024.

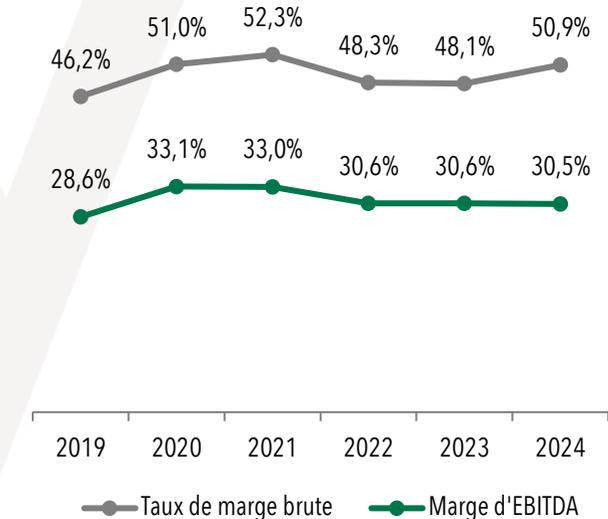
Le groupe a affiché une consolidation de sa rentabilité d'exploitation sur l'année écoulée. Le renforcement de la marge brute couplé à une hausse maîtrisée de la masse salariale (+6,1 % à 164,8 MDt) ont permis à la SFBT de préserver sa marge d'EBITDA consolidée. Cette dernière s'est stabilisée aux alentours de 30,5 %. L'EBITDA s'est, pour sa part, élargi de 1,7 % à 425,9 MDt.

La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de près de 477 MDt sur la période 2019-2024), la SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -38,6 %, à fin 2024). Fort de cash-flows stables et d'une trésorerie abondante, le groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers qui bonifient la rentabilité. En 2024, la SFBT a engrangé des produits de placement nets (solde entre les produits de placement et les charges financières nettes) de 44,7 MDt (en hausse de 45,5 % par rapport à 2023).

Décomposition de la croissance des revenus consolidés en 2024 (en MDt)



Evolution des marges consolidées



Avec un ROE consolidé de 20,8 %, fin 2024, la SFBT figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la Cote. Notons que depuis 2021, le groupe SFBT est parvenu à intégrer le club restreint des sociétés cotées ayant des fonds propres consolidés supérieurs à 1 milliard de dinars.

III. Perspectives de développement et prévisions

En 2023, la SFBT a subi en changement managérial avec la nomination de M. Elyes FAKHFAKH en tant que Directeur Général (en remplacement de M. Mustapha ABDELMOULA) et la nomination de M. Mustapha ABDELMOULA en tant que 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.

Selon le management, l'année 2025 s'inscrit dans un contexte international marqué par des incertitudes économiques et géopolitiques persistantes. Le ralentissement économique mondial, les tensions commerciales et les politiques monétaires restrictives continueront d'affecter les marchés.

Sur le plan national, l'inflation et la pression sur le pouvoir d'achat resteront des défis majeurs. Toutefois, la stabilisation progressive des prix observée en début d'année pourrait favoriser un redressement de l'activité économique.

Dans ce contexte, la société poursuivra ses efforts d'adaptation pour maintenir sa dynamique de croissance et sa rentabilité. Le renforcement du réseau de distribution, l'optimisation des coûts et la modernisation des processus internes resteront des axes stratégiques. Par ailleurs, les initiatives lancées en 2024, notamment en matière de transformation RH, de productivité (projet de tri génération qui permettra au groupe d'atteindre 100 % d'autonomie en matière de CO₂ alimentaire) et d'amélioration logistique, devraient porter leurs fruits en 2025, renforçant ainsi la compétitivité de l'entreprise. En parallèle, la société entamera une étude de diversification et de croissance externe pour explorer de nouvelles opportunités notamment dans le secteur des boissons et des produits de convivialité. Grâce à une gestion rigoureuse et une vision stratégique alignée sur l'évolution du marché, la société aborde l'exercice 2025 avec l'ambition de consolider ses acquis et d'accélérer son développement.

Dans les prochaines années, les marges du géant des boissons devraient s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix des matières premières et aux dernières augmentations de prix opérées. Outre la résistance de l'activité d'exploitation, les réalisations futures du groupe devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette. L'activité de cash management devrait, ainsi, continuer à jouer son rôle d'« amortisseur conjoncturel » dans les périodes de cycles économiques baissiers.

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 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 résiliente et une activité financière toujours dynamique.

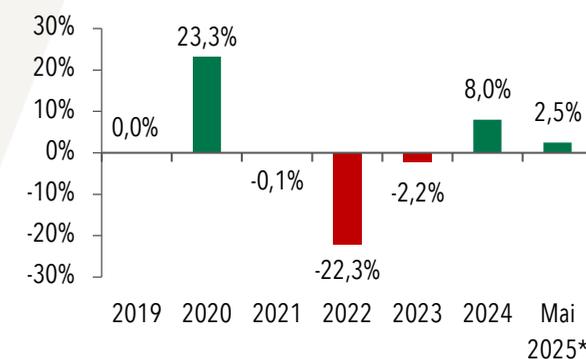
En 2025, nous pensons que le groupe est bien outillé pour réaliser :

- Une croissance du chiffre d'affaires de 2 % à 1,4 milliard de dinars ;
- Une progression de l'EBITDA de 1,2 % à 430,9 MDt ;

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cash-flow d'exploitation	276,5	361,7	308,7	367,1	216,1	408,4
CAPEX	106,3	90,6	37,5	70,3	78,1	94,4
Free Cash-Flow	170,2	271,1	271,2	296,8	138,0	314,0
Dette nette	-249,5	-324,9	-406,6	-497,8	-447,9	-548,6
Gearing	-24,9%	-31,1%	-36,0%	-41,0%	-33,7%	-38,6%
ROE consolidé	21,9%	20,8%	23,1%	22,3%	22,2%	20,8%
ROCE	24,7%	25,4%	29,1%	29,4%	25,5%	25,4%

« 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 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 résiliente et une activité de cash management toujours dynamique »

Performances boursières annuelles du titre SFBT



* Performance au 6 mai 2025.

- Une quasi-stagnation du résultat net part du groupe à 283 MDt.

IV. Comportement boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

Depuis le début de l'année en cours, l'action SFBT s'est bien défendue en bourse (+2,5 %), malgré des indicateurs d'activité du T1 2025 en demi-teinte pour la société mère (une baisse du chiffre d'affaires total de -8,9 % à 119,7 MDt). La baisse circonstancielle de l'activité sur le T1 2025 trouve son origine dans l'avancée de 10 jours du mois du Ramadan au mois de mars au lieu du mois d'avril l'année précédente. Cette baisse de régime pourrait également, s'expliquer par l'entrée en vigueur, en février 2025, de la loi relative aux chèques sans provision qui a momentanément perturbé l'activité.

Avec une capitalisation boursière de 3,2 milliards de dinars, la SFBT traite actuellement à 11,3 x ses bénéfices et à 6,1 x son EBITDA estimés pour 2025. La valeur offre, également, un bon rendement en dividende (6,7 % pour 2024).

Sur le papier, ces niveaux de valorisation sont intéressants eu égard aux fondamentaux solides du groupe qui se caractérisent par :

- un positionnement très fort 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, favorisant une politique généreuse de dividende (un payout de 85,1 % au titre de l'exercice 2024).

Tous ces facteurs nous amènent à considérer la SFBT comme une valeur de fond de portefeuille.

Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur la SFBT.

L'Assemblée Générale Ordinaire de la SFBT du 7 mai 2025 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,800 Dt au titre de l'exercice 2024, contre un montant de 0,740 Dt versé au titre de l'exercice 2023. La date de mise en paiement de ces dividendes a été fixée au 30 mai 2025.

Indicateurs clés 2025e (MDt)*	
Enterprise value	2627
Capitalisation boursière	3188
P/E	11,3 x
VE/EBITDA	6,1 x
Dette nette/ VE	-21,4 %
Dividend yield	6,7 %
Dividende par action 2024	0,800 Dt

* Chiffres calculés sur la base du cours boursier du 6 mai 2025.

Etat de résultat

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Chiffre d'affaires	1 202,9	1 198,6	1 197,1	1 329,9	1 369,3	1 396,2	1 424,1
Progression	-	-0,4%	-0,1%	11,1%	3,0%	2,0%	2,0%
Marge brute	556,2	610,8	626,7	642,1	659,1	710,1	724,9
Progression	-	9,8%	2,6%	2,5%	2,6%	7,7%	2,1%
Taux de marge brute	46,2%	51,0%	52,3%	48,3%	48,1%	50,9%	50,9%
EBITDA	343,9	396,2	395,1	406,5	418,8	425,9	430,9
Progression	-	15,2%	-0,3%	2,9%	3,0%	1,7%	1,2%
Marge d'EBITDA	28,6%	33,1%	33,0%	30,6%	30,6%	30,5%	30,3%
Résultat net part du groupe	210,9	210,6	251,0	257,0	281,7	283,0	283,1
Progression	-	-0,1%	19,2%	2,4%	9,6%	0,5%	0,1%
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.

Échantillon de comparables régionaux

Société	Pays	VE/Chiffre d'affaires 2025 (x)	VE/EBITDA 2025e (x)	PER 2025e (x)
SOCIETE DES BOISSONS DU MAROC	Maroc	1,9	9,6	20,0
EAST AFRICAN BREWERIES LIMITED	Kenya	1,4	4,9	11,0
NESTLÉ NIGERIA PLC	Nigeria	1,2	5,5	12,0
NIGERIAN BREWERIES PLC	Nigeria	1,2	6,9	10,2
GUINNESS NIGERIA	Nigeria	0,5	4,8	NS
TANZANIA BREWERIES PUBLIC LIMITED COMPANY	Tanzanie	2,6	7,5	18,8
SFBT	Tunisie	1,8	6,1	11,3
Moyenne régionale		1,5	6,5	14,4

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.