

Rédigé le 16/05/2023

SFBT : la force tranquille !

Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Présentation du Groupe SFBT
- III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
- IV- Perspectives d'avenir & prévisions
- V- Comportement boursier & Opinion 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 de cette valeur.

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 ».

SFBT : la force tranquille !

I- Points clefs

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Chiffre d'affaires	1 131,4	1 202,9	1 198,6	1 197,1	1 329,9	1 396,4
<i>Progression</i>	-	6,3%	-0,4%	-0,1%	11,1%	5,0%
Marge brute	509,3	556,2	610,8	626,7	642,1	677,3
<i>Progression</i>	-	9,2%	9,8%	2,6%	2,5%	5,5%
Taux de marge brute	45,0%	46,2%	51,0%	52,3%	48,3%	48,5%
EBITDA	304,5	343,9	396,2	395,1	406,5	427,0
<i>Progression</i>	-	12,9%	15,2%	-0,3%	2,9%	5,0%
Marge d'EBITDA	26,9%	28,6%	33,1%	33,0%	30,6%	30,6%
Résultat net part du groupe	177,3	210,9	210,6	251,0	257,0	270,6
<i>Progression</i>	-	19,0%	-0,1%	19,2%	2,4%	5,3%
Marge nette	15,7%	17,5%	17,6%	21,0%	19,3%	19,4%

Sources: états financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **L'année 2022 s'est inscrite sous le signe de la résistance pour la SFBT. Le Groupe n°1 des brevages en Tunisie a affiché une excellente performance Top line grâce à la réouverture des restaurants, bars et hôtels et à la reprise de l'activité touristique qui a marqué la période post-Covid. La rentabilité a tant bien que mal résisté favorisée par la hausse carabinée des revenus, par la montée des taux et par une activité de cash management toujours dynamique. Cependant, le constat est moins reluisant du côté des marges. Ces dernières ont subi de bien fouet les conséquences de la guerre en Ukraine qui a généré une forte augmentation des prix des matières premières. A cela s'ajoutent la dépréciation du dinar tunisien face au dollar américain et la très forte augmentation du fret maritime. Par ailleurs, la SFBT a souffert au cours de l'année écoulée 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.**

♦ **Selon le management, le manque de visibilité entache le cru de 2023. Les difficultés économiques que traverse la Tunisie aggravées par la guerre en Ukraine et les incertitudes sur le prix du sucre et sa disponibilité rendent très difficiles et aléatoires toute prévision. L'équipe de direction a précisé durant l'AGO du 16 Mai 2023 qu'elle s'attend au redémarrage du puit de CO₂ de l'ETAP en Juin prochain et que les prix des matières premières sur les marchés mondiaux affichent, désormais, une tendance baissière.**

Prix* : 13,4500Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

Groupe CASTEL: 61,5%

Groupe Poulina: 10,5%

STAR: 5,0%

Autres actionnaires: 23,0%

Capitalisation boursière*:
3 329MDt

Ratios boursiers*:

PER 2023e: 12,3x

EV/EBITDA 2023x: 6,7x

Dividend yield 2023e: 5,5%

Performance 2023: -0,3%

ROE 2022: 22,5%

* Données au 16 Mai 2023.

** Au 31 Décembre 2022.

« Malgré de multiples vents contraires, l'activité du Groupe SFBT a affiché une résistance salubre en 2022 »

SFBT : la force tranquille !

♦ Selon nous, l'atterrissage de 2023 devrait être marquée par une poursuite de la croissance pour la SFBT. La sortie du Covid est de nature à favoriser la normalisation des habitudes de consommation des ménages et de l'activité du secteur HORECA. 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 de la résine, du malt et de l'aluminium. Outre la bonne orientation attendue de l'activité d'exploitation, les réalisations de 2023 de la SFBT devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette.

♦ En 2022, comme en 2021, 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. La pénurie des matières premières ayant perturbé la production et le décès du Président Directeur Général feu Mohamed BOUSBIA, figure de proue de la SFBT, ont davantage pesé sur le comportement boursier de la société.

♦ Du haut de sa capitalisation de 3,3 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.

II- 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, la 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 devenue la locomotive du Groupe et son premier centre de profit depuis 2017 (une contribution de 43% dans les revenus consolidés en 2022).

SFBT : la force tranquille !

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. A ces problèmes se sont greffés les taxes 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 « eaux », devançant de loin ses concurrents (Groupe MZABI et Heineken qui commercialisent respectivement les marques Sabrina/Jannet et Fourat).

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

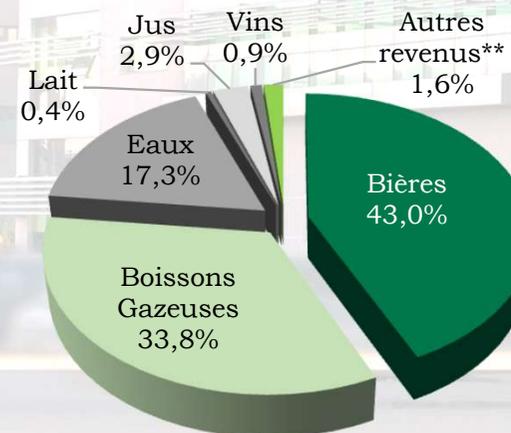
** Les autres revenus englobent toutes les ventes de concentrés, préformes, bouchons, étiquettes...

- 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.
- 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.

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



SFBT : la force tranquille !**Portefeuille de marques nationales et importées du Groupe SFBT**Activité BièresActivité boissons gazeusesActivité eauActivité jus**III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022**

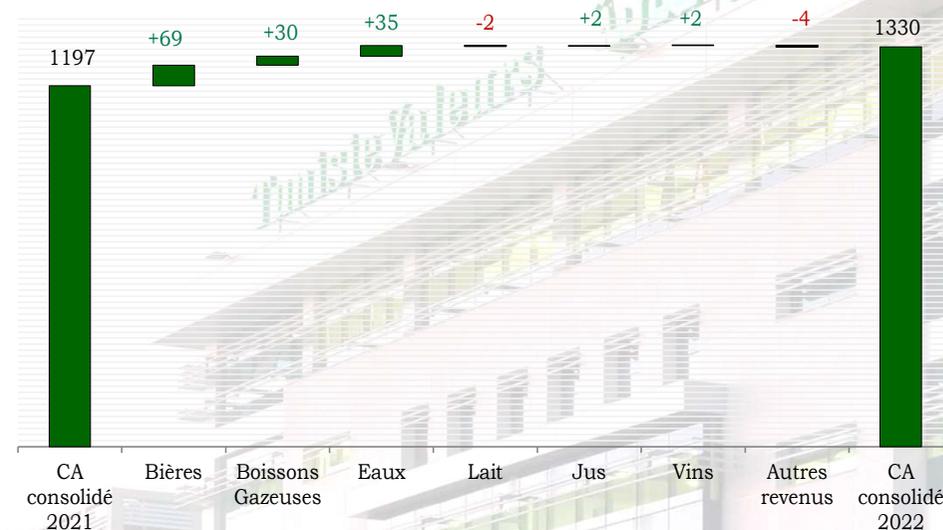
▪ Après avoir marqué le pas en 2021 sur fond de crise de la Covid-19, les revenus du Groupe SFBT ont affiché une croissance vigoureuse en 2022. Grâce à la réouverture des restaurants, bars et hôtels et à la reprise de l'activité touristique, le chiffre d'affaires consolidé de la SFBT s'est hissé de 11,1% atteignant un niveau record de 1,3 milliards de dinars.

- N'eussent été la pénurie du sucre, notamment pendant la haute saison et la rupture d'approvisionnement de CO₂ alimentaire pendant environ un mois, en raison de la décision de l'ETAP de fermer le seul puit de CO₂ en Tunisie pour des problèmes de maintenance, la croissance des revenus du Groupe aurait été bien plus élevée.
- Tous les pôles d'activité du Groupe ont affiché des évolutions positives de leur chiffre d'affaires hormis le pôle lait (-20,7% à 6MDt). Plus voulu que subi, le décrochage des ventes du pôle « Lait » s'explique par la stratégie du Groupe de se retirer de cette activité.

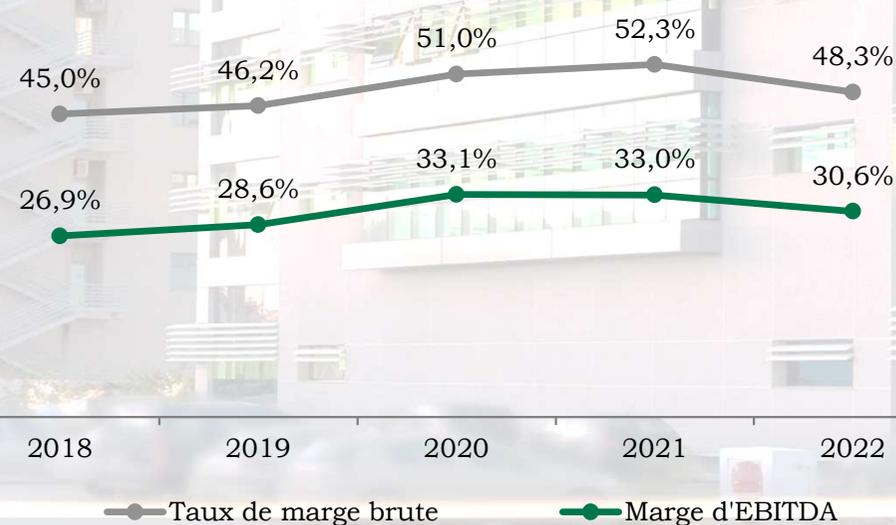
SFBT : la force tranquille !

- 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.
- La dégradation des marges est le principal fait marquant de l'année 2022 pour la SFBT. Plombé par la flambée des prix des matières premières, essentiellement du sucre, de la résine (+61%) et du malt, la dépréciation du dinar tunisien face au dollar américain (une baisse de 7,2% sur le marché interbancaire) et par la hausse sensible des coûts du fret maritime, le taux de marge brute a cédé 4,1 points de pourcentage à 48,3%. Le Groupe a beau relever ses prix sur l'année écoulée, ces augmentations de prix n'ont pas pu répercuter intégralement la montée des coûts des intrants sur les prix de vente.
- En 2022, la SFBT a tant bien que mal réussi à s'adapter aux contraintes de son environnement. Malgré la reprise de la demande qui a marqué la période post-Covid, l'inflation des matières premières, la pénurie du sucre et du CO₂ alimentaire générant une sous-activité principalement pour le pôle boissons gazeuses, le Groupe a réussi à optimiser sa structure coûts et à maîtriser ses charges opérationnelles. Nonobstant la hausse carabinée des revenus, la facture salariale a été maintenue quasiment stable à 144,4MDt. Quant aux autres charges d'exploitation, elles ont évolué de 2,3%, seulement, à 98,6MDt. La bonne maîtrise des frais généraux a valu à la SFBT d'amortir l'impact de la flambée des prix des matières premières sur sa marge d'EBITDA. Cette dernière s'est effritée de 2,4 points de pourcentage à 30,6%. Cependant, elle demeure supérieure à son niveau d'avant-Covid. L'EBITDA s'est, pour sa part, engraisé de 2,9% à 406,5MDt.

Décomposition de la croissance des revenus consolidés en 2022 (en MDt)



Evolution des marges consolidées



SFBT : la force tranquille !

- La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du Groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de 450,3MDt sur la période 2018-2022), la SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -24,8%, à fin 2022). 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 2021, la SFBT a engrangé des produits de placement nets (solde entre les produits de placement et les charges de placement) de 22,3MDt (contre des produits de placement nets de 14,1MDt en 2021 soit une envolée de 58,5%). En sus de l'amélioration des cash-flows d'exploitation (une hausse de 18,9% à 367,1MDt en 2022), les produits de placement ont amplement profité du contexte haussier des taux qui a prévalu en 2022.
- Avec une activité d'exploitation bien portante, une progression maîtrisée des dotations aux amortissements et aux provisions (+3% à 99,3MDt) et une activité de cash management toujours dynamique, le Groupe a tiré son épingle du jeu au niveau de la rentabilité nette. Le résultat net part du groupe de la SFBT a gardé le cap sur la croissance (+2,4%) se montant à 257MDt.
- Avec un ROE de 22,5%, 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.
- Le Groupe SFBT, qui a formalisé son engagement pour le développement durable par son adhésion en 2010 au Pacte mondial des Nations Unies, aborde la RSE comme source d'opportunités qui vise à transformer les pratiques et les activités vers une performance globale: économique, sociale et environnementale.

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	-315,2
Gearing	-2,5%	-5,4%	-13,0%	-18,6%	-24,8%
ROE	20,6%	22,4%	21,5%	23,6%	22,5%
ROCE	22,1%	24,7%	25,2%	29,1%	29,4%

- Sa démarche RSE s'articule autour de cinq grands axes qui guident et structurent ses pratiques et ses interactions avec ses parties prenantes: Bonne Gouvernance, Responsabilité Economique, Responsabilité Environnementale, Responsabilité Sociale et Responsabilité Sociétale.
- Ces cinq axes se déclinent en enjeux clés, identifiés prioritaires à la fois pour les parties prenantes du Groupe et pour le développement de ses activités:
 - 1) Renforcer la sécurité au travail,
 - 2) Accompagner la montée en compétence des collaborateurs,
 - 3) Renforcer le dialogue social,
 - 4) Utilisation durable de la ressource hydrique et traitement des eaux usées,
 - 5) Gestion des déchets et éco-conception,
 - 6) Consommation d'énergies et changements climatiques,
 - 7) Conformité sur toute la chaîne de valeur,
 - 8) Dialogue avec les parties prenantes,
 - 9) Ancrage auprès des communautés locales,
 - 10) Consommation responsable,
 - 11) Qualité des produits et protection des consommateurs.

SFBT : la force tranquille !

- Pour chaque enjeu, des programmes et actions sont mis en œuvre, visant à concilier l'optimisation des impacts de l'activité et la performance économique du Groupe.
- L'efficacité de ces actions et programmes est mesurée au travers d'indicateurs de performances RSE qui sont suivis régulièrement afin d'estimer aussi la progression de la démarche RSE: exemple d'indicateurs Ratio d'eau, Ratio énergétique, Bilan carbone, Déchets générés, nombre d'heures de formation par collaborateur.
- Par ailleurs, l'installation de la cogénération de l'usine Bab-Saadoun a permis à la société mère d'alimenter, également, les usines de la Cherguia, Mahdia et Sfax et de réaliser ainsi une économie de 3,4MDt sur la consommation énergétique pour 2022.
- Afin d'encourager le verre retournable, la SFBT a mis en place un budget de 658 mille dinars pour les marques Boga et un budget de 1,3MDt pour les produits The Coca-Cola Cie. Outre les publicités radios, télévisions et affichages encourageant l'utilisation du verre consigné, la SFBT a injecté des emballages dans les réseaux et chez les particuliers.
- 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. L'avant projet sommaire que la SFBT a élaboré a été validé par le COPIL (Mairie, SFBT, ONAS et Ministère de l'Environnement), ce qui a permis de choisir un bureau d'études chargé de faire des études de détail.

- Ceci va permettre à la SFBT de lancer un appel d'offres international pour la réalisation de ce projet en mode « *Design and Build* » et d'établir le dossier de levée de fonds nécessaires.

IV- Perspectives d'avenir & prévisions

- L'Assemblée Générale Ordinaire de la SFBT du 16 Mai 2023 a été présidée par le nouveau Président du Conseil d'Administration de la société, M. Gilles MARTIGNAC, qui a succédé à M. Hamadi BOUSBIA décédé le 2 Décembre 2022.
- Durant l'AGO, le management a exprimé l'attachement du Groupe CASTEL 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. 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.
- M. MARTIGNAC a, également, précisé que la SFBT est une exception dans la stratégie du Groupe CASTEL de se désengager de la filière « eaux minérales » en Afrique. Et d'ajouter que le Groupe CASTEL s'est désengagé du secteur de l'eau minérale dans plusieurs pays en Afrique car les marges de ses filiales se sont dégradées et qu'il y a eu une multiplication de la concurrence dans les marchés concernés.
- Lors de l'AGO, le management s'est attardé sur l'impact de l'adoption des normes comptables internationales IFRS qui se fera à partir de l'exercice comptable 2023. Il a expliqué que la migration vers le nouveau référentiel comptable n'aura pas un impact significatif sur les états financiers consolidés à compter de 2023.

SFBT : la force tranquille !

- Selon le management, les prochaines années devraient être marquées par une baisse des efforts d'investissement, après une période capitalistique sur la dernière décennie, ce qui devra conforter la capacité de génération de cash-flows pour la SFBT.
- Selon l'équipe de direction, le manque de visibilité entache le cru de 2023. Les difficultés économiques que traverse la Tunisie aggravées par la guerre en Ukraine et les incertitudes sur le prix du sucre et sa disponibilité rendent très difficiles et aléatoires toute prévision. Mais cela n'empêche pas le management d'être confiant sur l'évolution de l'activité. En effet, il a annoncé qu'il s'attend au redémarrage du puit de CO₂ de l'ETAP en Juin prochain et que les prix des matières premières sur les marchés mondiaux (résine, malt, aluminium) affichent, désormais, une inflexion de tendance. Rappelons que depuis le mois de Novembre 2022 jusqu'à aujourd'hui, la SFBT a été contrainte d'importer le CO₂ d'Algérie pour faire face à la demande croissante adressée notamment à son pôle boissons gazeuses et ce, à des prix très élevés (au double des prix du CO₂ produit par le puit de l'ETAP en Tunisie).
- Selon nous, l'atterrissage de 2023 devrait être marqué par une poursuite de la croissance pour la SFBT. La sortie du Covid est de nature à favoriser la normalisation des habitudes de consommation des ménages et de l'activité du secteur HORECA. 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 de 2023 de la SFBT devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette.

- La profitabilité tirera, de surcroît, parti d'une reprise sur provisions de 2,6MDt à réaliser en 2023 en raison de l'abandon du redressement fiscal de 2022 par le ministère des Finances, a déclaré le management.
- Après un premier trimestre difficile en 2023 marqué par une baisse des ventes de la société mère de 4,2% à 147,2MDt, le management compte se rattraper sur le reste de l'année, misant notamment sur la haute saison (2^{ème} et 3^{ème} trimestre).
- Côté chiffres, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 5% à 1,4 milliards de dinars et sur une progression du résultat net part du groupe de 5,3% à 270,6MDt.

V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- En 2022, comme en 2021, 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. La pénurie des matières premières (sucre et CO₂) ayant perturbé la production et le décès du Président Directeur Général feu Hamadi BOUSBIA, figure de proue de la SFBT, ont davantage pesé sur le comportement boursier de la société.

SFBT : la force tranquille !

▪ Première capitalisation du marché actions tunisien, la SFBT traite actuellement à 12,3x ses bénéfices et à 6,7x son EBITDA estimés pour 2023. Sur le papier, ces niveaux de valorisation sont intéressants 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,
- 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.**

▪ **L'AGO du 16 Mai 2023 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,740Dt au titre de l'exercice 2022 (contre un dividende par action de 0,715Dt versé au titre de l'exercice 2021) soit un payout de 78,8%, parmi les plus élevés du secteur industriel coté. La date de mise en paiement des dividendes a été fixée pour le 31 Mai 2023.**

Performances boursières annuelles du titre SFBT

