

Rédigé le 31/08/2020

SFBT

La force tranquille

Compte de résultat consolidé

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	913 755	996 867	1 131 356	1 202 917	1 287 121	1 377 220
<i>Progression</i>	-	9%	13%	6%	7%	7%
Marge brute	443 230	477 909	509 290	556 190	585 640	633 521
<i>Progression</i>	-	8%	7%	9%	5%	8%
Taux de marge brute	49%	48%	45%	46%	46%	46%
EBITDA	257 012	288 186	304 542	343 877	353 949	381 556
<i>Progression</i>	-	12%	6%	13%	3%	8%
Marge d'EBITDA	28%	29%	27%	29%	27%	28%
Résultat net part du groupe retraité*	149 566	172 094	177 291	210 901	216 789	243 694
<i>Progression</i>	-	15%	3%	19%	3%	12%
Marge nette	17%	18%	16%	18%	18%	18%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat.
Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

Prix : 18,900 Dt

Acheter (+)

Actionariat

Groupe CASTEL:	62%
Groupe Poulina:	9%
STAR:	5%
Flottant:	24%

Capitalisation boursière: 4678 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2020e:	21,6x
Yield 2020e:	3,8%
EV/EBITDA 2020e:	13,1x
ROE 2019:	29%
Performance 2020:	+22,7%

* Données au 31 août 2020.

- Malgré la morosité ambiante, la SFBT a affiché un bon crû 2019 alliant croissance et rentabilité. Le Groupe, n°1 des boissons en Tunisie, consolide ainsi sa position de force tranquille et contredit une fois de plus les idées reçues sur la maturité du secteur.
- L'année 2020 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique ratée qui devrait affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue.
- Le choc de la COVID-19 n'a pas entamé l'élan de la SFBT en bourse. La brasserie figure parmi les rares sociétés cotées à résister aux pressions vendeuses voire à en profiter. L'éclatement de la crise sanitaire a déclenché un mouvement de «Flight to Quality» et orienté la demande vers les valeurs défensives.
- Du haut de sa capitalisation de 4,7 milliards de dinars, la SFBT est sans doute la fierté du marché actions tunisien. Le Groupe sollicite 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.

Positionnement concurrentiel du Groupe SFBT

- Leader** sur le marché de la bière avec une part de marché de **93%**
- Leader** sur le marché des boissons gazeuses avec une part de marché de **92%**
- Leader** sur le marché de l'eau avec une part de marché de **43%**
- Challenger** sur le marché des jus avec une part de marché de **18%**

1- Présentation du Groupe SFBT

- Fondé en 1925, 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. Avec 93% de part de 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 nouveau packaging).
- Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté sur les dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence du mois 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 41% dans les revenus en 2019)

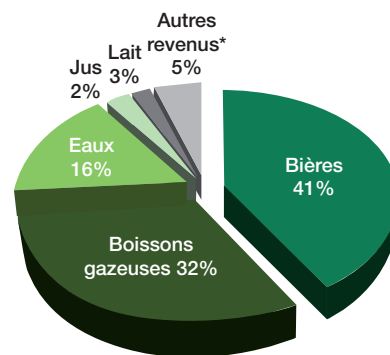
2) Activité boissons gazeuses

- Le Groupe est leader sur ce segment avec 92% de part de marché. 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 32% fin 2019), la réalité est toute autre au niveau de la rentabilité. Génératrice de faible marge et consommatrice d'investissements récurrents de maintenance en raison de la vétusté des outils de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du Groupe. A ces problèmes se sont greffés la suppression des subventions sur le sucre et l'instabilité du marché libyen.

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

Structure des revenus du Groupe par pôle d'activité (2019)



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

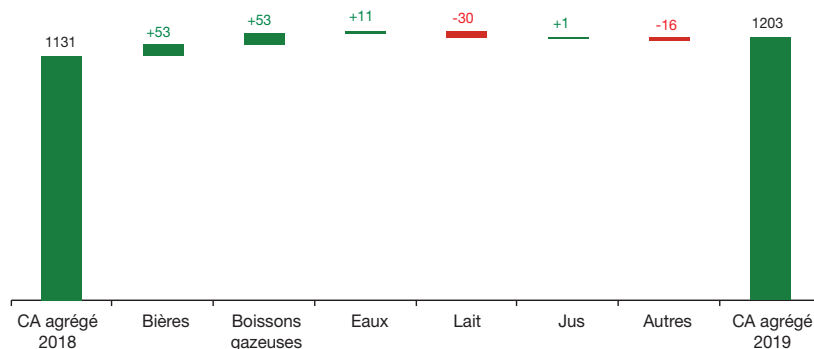
- marques 'Cristalline' et 'Melliti' quelques années plus tard.
- En l'espace de 5 ans, le groupe a doublé son chiffre d'affaires «eau» et s'est adjugé une part de marché de 43%, devançant de loin ses concurrents (Groupe Mzabi et Boujbel qui commercialisent respectivement les marques Sabrina/Jannet et 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 au 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.

Décomposition de la croissance des revenus en 2019 (en MDT)





Portefeuille de marques nationales et importées du Groupe SFBT

Activité bières	Activité boissons gazeuses	Activité eaux	Activité jus	Activité lait

■ La croissance de la nouvelle marque locale des jus Stil a été boostée par le lancement, depuis 2018, d'une gamme de jus sans conservateur conditionnés dans des bouteilles en plastique aseptique. Sur l'activité jus, la SFBT est challenger avec une part de marché de 18%.

II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2019

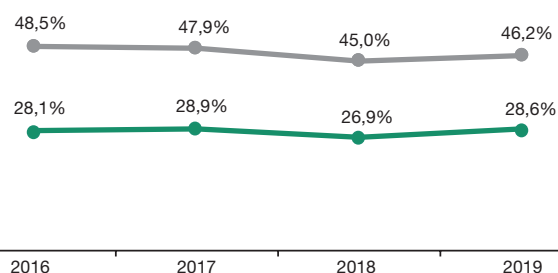
■ Avec une progression des ventes consolidées de 6% à 1,2 milliard de dinars, le Groupe SFBT a connu une décélération de sa croissance comparativement à l'année 2018. Malgré le retour à la croissance de l'activité boissons gazeuses (+16% à 390,7MDt), le ralentissement des activités bières (+12% à 497,2MDt contre +19% en 2018) et eaux (+6% à 197,3MDt contre +15% en 2018) et l'importante baisse de régime de l'activité lait (-49% à 31MDt) ont ralenti la performance consolidée du Groupe. Cette réduction de la voilure est essentiellement due, selon le management, à l'érosion du pouvoir d'achat des ménages.

■ Malgré le relâchement de la croissance des revenus par rapport à 2018, SFBT est parvenue à améliorer ses marges. Profitant d'une gestion optimisée des approvisionnements et de la révision des prix (principalement de la bière), la marge brute a augmenté de 1,2 point de taux à 46,2%.

■ Les efforts de maîtrise des charges d'exploitation notamment de la masse salariale (+4% à 133MDt) ont été payants au niveau de la rentabilité opérationnelle. La marge d'EBITDA a progressé de 1,7 point de pourcentage à 28,6%. L'EBITDA s'est, quant à lui, accru de 13% à 343,9MDt.

■ La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du Groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de 391MDt sur la période 2016-2019), SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -5,4% fin 2019). Fort de ses cash flow stables et d'une trésorerie abondante, le Groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers

Evolution des marges



En MDt	2016	2017	2018	2019
Cash Flow d'exploitation	179,3	180,4	230,4	276,5
Investissements	55,6	90,2	130,6	114,4
Free Cash Flow	123,7	90,1	99,8	162,1
Dette Nette	-41,7	-34,8	-23,8	-55,6
Gearing	-5%	-4%	-3%	-5%
ROE	24%	28%	26%	29%
ROCE	22%	24%	22%	25%

qui bonifient la rentabilité. En 2019, le contexte de hausse des taux en 2019 a valu à la SFBT d'engranger des produits de placement de 24,1MDt, en hausse de 17% par rapport à 2018.

■ 2019 a été un bon crû sur le front de la rentabilité nette. Le résultat net part du groupe a enregistré une envolée de 19%, dépassant la barre symbolique de 200MDt. Avec un ROE de 29%, SFBT figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote.

■ La capacité bénéficiaire solide et la manne financière de la SFBT lui valent de maintenir une politique de dividendes parmi les plus généreuses du marché actions. Le rendement de l'action est régulièrement soutenu par des attributions gratuites avec un différentiel de jouissance en dividendes. Sur les dernières années, le payout affiché par la société dépasse les 70%.

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

III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Les deux prochains exercices s'annoncent sous le signe de la consolidation pour le Groupe. Malgré les retentissements de la crise de la COVID-19, la SFBT devrait être en mesure d'afficher des niveaux de rentabilité soutenus.

■ Interrogé sur l'impact de la crise de la COVID-19 sur les réalisations de 2020, le management a affirmé que la production n'a été que peu altérée. Après quelques perturbations liées aux problèmes des autorisations de circulation et à l'arrêt des transports en commun durant la période du confinement général, la situation s'est progressivement améliorée.

■ L'équipe de direction a ajouté que l'activité des boissons gazeuses sera vraisemblablement la moins affectée en 2020. La progression des grandes tailles familiales consommées à la maison a permis de compenser la baisse des petites tailles consommées dans les cafés, hôtels et restaurants fermés pendant la période de confinement.

■ D'une manière générale, nous pensons que la crise de la COVID-19 devrait générer un manque à gagner en termes de revenus en 2020 (en raison du confinement général et d'une saison touristique ratée) mais elle ne représente pas une menace pour les perspectives d'avenir du Groupe.

■ 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 janvier 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).

■ En conséquence à ce qui précède, nous tablons sur la période 2020-2021 sur une croissance moyenne du chiffre d'affaires et du résultat net part du groupe de 7% et de 7,5% respectivement.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

■ Le choc de la COVID-19 n'a pas entamé l'élan de la SFBT en bourse. La brasserie figure parmi les rares sociétés cotées à résister aux pressions vendeuses voire à en profiter (une performance de 22,7% à ce jour). L'éclatement de la crise sanitaire a déclenché un mouvement de «Flight to Quality» et orienté la demande vers les valeurs défensives.

■ Première capitalisation du marché, la SFBT traite actuellement à 21,6x ses bénéfices et à 13,1x son EBITDA estimés pour 2020. Sur le papier, ces niveaux de valorisation peuvent paraître élevés. Cependant, les qualités fondamentales du titre justifient cet upside. Le Groupe jouit de :

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

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

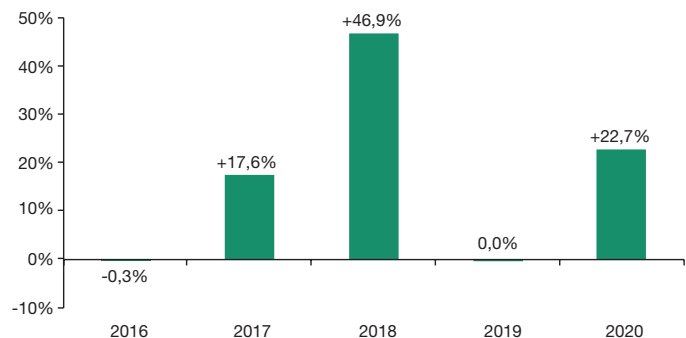
- d'un outil d'exploitation substantiellement amorti constituant une barrière à l'entrée de la concurrence et lui permettant de préserver ses marges,

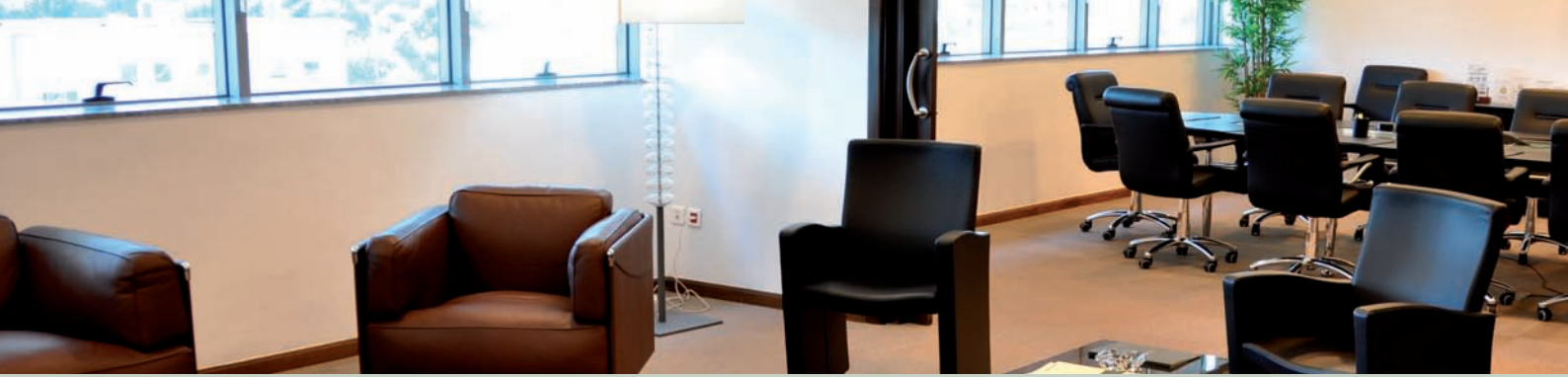
- et de cash flow stables et d'une situation financière solide, ménageant le recours à la dette et favorisant une politique généreuse de dividende.

■ Tous ces facteurs nous amènent à considérer la SFBT comme la Blue Chip du marché en 2020, la valeur défensive par excellence dans une conjoncture post-COVID où l'incertitude règne en maître.

■ Nous réitérons notre recommandation positive sur la SFBT.

Performances boursières du titre SFBT





Echantillon de comparables régionaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2019	Marge nette 2019	P/E 2020e	EV/EBITDA 2020e
Société des Boissons du Maroc	Maroc	26,6%	14,0%	19,7	9,7
East African Breweries Limited	Kenya	33,1%	10,8%	18,3	8,6
Delta Corp. Ltd.	Zimbabwe	33,4%	24,8%	N/D	2,1
Tanzania Breweries Limited	Tanzanie	38,0%	16,1%	22,2	11,7
Nigerian Breweries PLC	Nigéria	21,0%	5,0%	33,0	6,0
International Breweries PLC	Nigéria	10,3%	-21,0%	N/D	36,5
Guinness Nigeria PLC	Nigéria	14,8%	4,2%	15,2	2,9
Nestlé Nigeria Plc	Nigéria	28,0%	16,1%	20,3	11,9
Distell Group Holdings Ltd	Afrique du Sud	10,9%	3,4%	16,5	9,1
SFBT	Tunisie	28,6%	18,3%	21,6	13,1
Médiane		26,6%	10,8%	19,7	9,1