

Compte de résultat consolidé

En mDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
Chiffre d'affaires	913 755	996 867	1 131 356	1 202 917	1 202 859	1 238 945
<i>Progression</i>	-	9%	13%	6%	0%	3%
Marge brute	443 230	477 909	509 290	556 189	613 612	581 065
<i>Progression</i>	-	8%	7%	9%	10%	-5%
Taux de marge brute	49%	48%	45%	46%	51%	47%
EBITDA	257 012	288 186	304 542	343 876	396 270	348 692
<i>Progression</i>	-	12%	6%	13%	15%	-12%
Marge d'EBITDA	28%	29%	27%	29%	33%	28%
Résultat net part du groupe	136 893	172 094	177 291	210 900	210 586	202 309
<i>Progression</i>	-	26%	3%	19%	0%	-4%
Marge nette	15%	17%	16%	18%	18%	16%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ L'année 2020 s'est inscrite sous le signe de la stagnation pour la SFBT. Le Groupe n°1 des boissons en Tunisie a subi un manque à gagner au niveau de ses revenus et de sa rentabilité sur fond de crise de la Covid-19. Malgré le ralentissement de la croissance occasionné par la crise, SFBT a affiché une amélioration de sa rentabilité d'exploitation.

♦ L'année 2021 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique qui s'annonce compliquée qui devrait encore affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue.

♦ Le choc du 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 4,8 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.

Prix : 19,340Dt

Acheter (+)

Actionnariat

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

Capitalisation boursière: 4787MDt

Ratios boursiers* :

PER 2021e: 23,7x
Yield 2020: 3,7%
EV/EBITDA 2021e: 13,4x
ROE 2020: 27%
Performance 2021: 1,7%

* Données au 26 Mai 2021.

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 **88%**
- ♦ **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 **25%**

I- 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, SFBT est aujourd'hui l'acteur n°1 sur les segments de la bière, des boissons gazeuses et de l'eau.

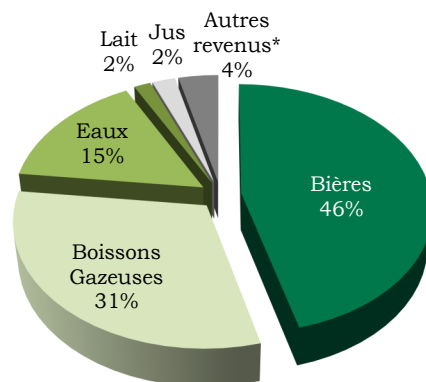
1) Activité bières

- 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 nouveaux packagings).
- 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 de 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 46% dans les revenus en 2020)

Structure des revenus du Groupe par pôle d'activité (2020)



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

2) Activité boissons gazeuses

- Le Groupe est leader sur ce segment avec 88% 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 31% fin 2020), 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 de l'outil de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du Groupe. A ces problèmes se sont greffés les taxes anormalement 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 eau

- 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 « 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.

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

Portefeuille de marques nationales et importées du Groupe SFBT

Activité Bières



Activité boissons gazeuses



Activité eau



Activité jus



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 25%.

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

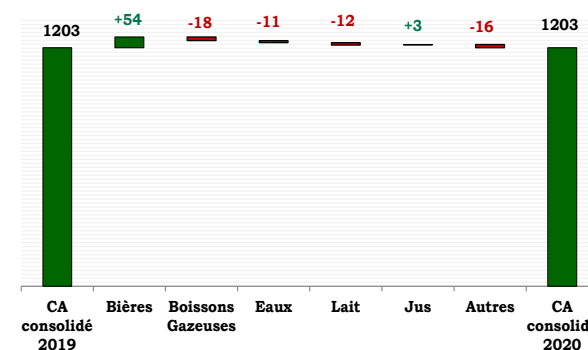
- L'exercice 2020 s'est inscrit sous le signe de la stagnation pour le Groupe SFBT. Les ventes ont marqué le pas à 1,2 milliards de dinars après avoir affiché une progression de 6,3%, au terme de l'exercice 2019.
- 2020 a dérogé à la croissance pour tous les pôles d'activité du Groupe hormis les pôles bières et

jus. Ces derniers ont enregistré des progressions respectives de 11% à 551,7MDt et de 11,7% à 26,8MDt. Outre l'érosion du pouvoir d'achat des ménages au fil des années, la performance des autres pôles d'activité du Groupe a été sévèrement touchée par l'avènement de la pandémie de la Covid-19 et les mesures décrétées par les pouvoirs publics pour endiguer la propagation du virus (confinement et couvre-feu).

- L'amélioration de la rentabilité d'exploitation est le principal fait à l'honneur de l'exercice 2020. Malgré la stagnation des ventes, le Groupe est parvenu à améliorer ses marges.
- Profitant d'une gestion optimisée des approvisionnements et de la révision à la hausse des prix de la bière (+6% à partir de Novembre 2019), la marge brute a augmenté de 4,8 points de pourcentage à 51%.

Les efforts de maîtrise des charges d'exploitation notamment de la masse salariale (+1,1% à 134,8MDt) ont été payants au niveau de la rentabilité opérationnelle. La marge d'EBITDA a progressé de 4,4 points de pourcentage à 32,9%; un niveau historiquement élevé pour le Groupe. L'EBITDA s'est, quant à lui, accru de 15,2% à 396,3MDt.

Décomposition de la croissance des revenus en 2020 (en MDt)



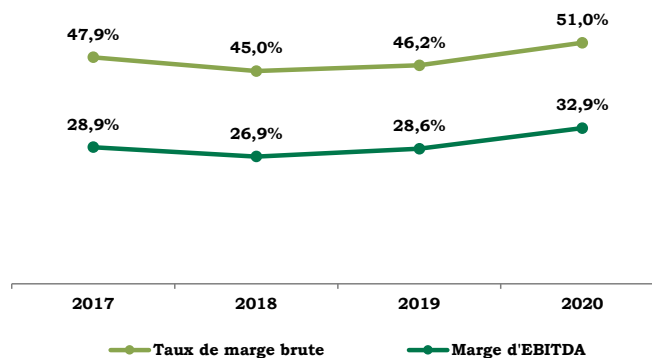
- La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du Groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de 429,8MDt sur la période 2017-2020), SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -14,4% , à fin 2020). Fort de cash flow stables et d'une trésorerie abondante, le Groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers qui bonifient la rentabilité. En 2020, la SFBT a engrangé des produits de placement nets (solde entre les produits de placement et les charges de placement) de 4,4MDt (contre des charges de placement nets de 0,4MDt en 2019).

- Côté rentabilité nette, 2020 s'est bouclée avec un résultat net part du groupe de 210,6MDt, en légère régression de 0,1% par rapport à 2019. Avec un ROE de 26,8%, 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. La renonciation aux attributions gratuites en 2021, a été compensée par une augmentation de l'enveloppe des dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2020. En effet, l'AGO du 27 Mai 2021 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,715Dt par action au titre de l'exercice 2020, en hausse de 10% par rapport à l'exercice 2019, soit un payout de 88%. La mise en paiement des dividendes se fera à partir du 3 Juin 2021.

III- Perspectives d'avenir & prévisions

Evolution des marges



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

En MDt	2017	2018	2019	2020
Cash Flow d'exploitation	180,4	230,4	276,5	361,7
Investissements	90,2	130,6	114,4	94,6
Free Cash Flow	90,1	99,8	162,1	267,2
Dette Nette	-34,8	-23,8	-55,6	-157,1
Gearing	-4%	-3%	-5%	-14%
ROE	28%	26%	29%	27%
ROCE	24%	22%	25%	25%

- 2021 s'annonce sous le signe de la consolidation pour le Groupe. Malgré la persistance de la crise de la Covid-19 qui génère un manque à gagner au niveau des revenus (fermeture des frontières, couvre-feu, modeste saison touristique et fermeture des cafés et des restaurants), la SFBT devrait être en mesure d'afficher des niveaux de rentabilité soutenus.

- Selon le management, les prochaines années devraient être marquées par une baisse des efforts d'investissement, après une période capitalistique sur les derniers exercices, ce qui

devra conforter la capacité de génération de cash flow pour la SFBT.

- L'équipe de direction s'est attardée, par ailleurs, sur le récent achat du terrain de la société STUMETAL situé dans la banlieue sud. Elle a expliqué que cette décision est motivée par l'emplacement stratégique dudit terrain et par la volonté d'en faire un centre logistique pour le Groupe, permettant de désenclaver l'usine de Bab Saadoun. Doté d'une surface de 9 hectares, ce terrain devrait abriter de nouveaux entrepôts pour le Groupe.

- Le management est, également, revenu sur la baisse du chiffre d'affaires subie sur les premiers mois de l'année en cours, signalant son caractère circonstanciel. Cette baisse est due à l'effet de stockage des bières et des vins qui a ponctué la fin de l'année 2020 par anticipation du relèvement du droit à la consommation de 1,800Dt à 2,400Dt par litre, en vertu de la loi de Finances de 2021. Notons que jusqu'au mois de Mai, le Groupe a accusé une baisse cumulée de son chiffre d'affaires sur les bières de -10% et de -3% sur les boissons gazeuses.

- Le désengagement de l'activité lait a été l'annonce majeure de l'assemblée du 27 Mai 2021. 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 de ce segment du marché et céder ses actifs.

- 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 février 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).

- Dans le cadre de l'amélioration de la qualité des eaux de la station de traitement des rejets de l'usine de Bab Saadoun, la SFBT a démarré un projet de récupération et de séchage de la levure.

- En outre, le management est en train d'étudier avec la Municipalité de Tunis la possibilité de lui faire récupérer les eaux de rejets de la SFBT qui, après traitement pour les rendre aux normes de l'irrigation, permettraient d'alimenter en eau le Parc du Belvédère ainsi que certains espaces verts de la ville de Tunis.

- Côté prévisions, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 3% à 1,2 milliard de dinars et sur une légère baisse du résultat net part du groupe de 3,9% à 202,3MDt.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Le choc du 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 23% en 2020). 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 23,7x ses bénéfices et à 13,4x son EBITDA estimés pour 2021. Sur le papier, ces niveaux de valorisation peuvent paraître élevés. Cependant, les qualités fondamentales du titre justifient amplement cette prime par rapport au marché. SFBT 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

Echantillon de comparables régionaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2020	Marge nette 2020	P/E 2021e	EV/EBITDA 2021e
Société des Boissons du Maroc	Maroc	24,4%	9,7%	20,1	10,1
East African Breweries Limited	Kenya	27,2%	5,5%	13,6	6,2
Delta Corp. Ltd.	Zimbabwe	39,6%	28,4%	ND	ND
Tanzania Breweries Limited	Tanzanie	44,1%	19,1%	ND	ND
Nigerian Breweries PLC	Nigéria	22,4%	2,2%	33,6	6,6
International Breweries PLC	Nigéria	17,6%	-9,0%	ND	11,6
Guinness Nigeria PLC	Nigéria	11,4%	-12,1%	11,2	3,9
Nestlé Nigeria Plc	Nigéria	29,1%	13,7%	20,7	13,3
Distell Group Holdings Ltd	Afrique du Sud	10,4%	1,4%	12,2	8,0
SFBT	Tunisie	32,9%	17,5%	23,7	13,4
Médiane		24,4%	5,5%	16,8	8,0

Source: Infront Analytics.

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 pandémie, où l'incertitude règne en maître.

- **Nous réitérons notre recommandation positive sur la SFBT.**

Performances boursières du titre SFBT

