

RÉTROSPECTIVE 2023 DES VALEURS COTÉES

		Commentaires							
Rang	1	<p>La bonne dynamique boursière perdue pour le titre SAM, qui clôture l'année sur une ascension de 71,4 %, la plus élevée à l'échelle de la cote. L'année 2022 a été un bon cru pour le spécialiste en mobilier de bureau qui consolide, pour la deuxième année consécutive, sa reprise, témoignant d'une notable croissance à deux chiffres au niveau de son chiffre d'affaires (+22 % à 28,5 MDt) et d'une fulgurante ascension de son résultat net (+80 % à 3,3 MDt).</p> <p>À fin septembre 2023, le chiffre d'affaires consolidé de SAM s'est effrité de 2 % pour s'établir à 19,5 MDt. Toutefois, un carnet de commandes fermes de plus de 5 MDt nous conforte sur le rythme de croissance sur l'année pleine 2023.</p> <p>Compte tenu des bons fondamentaux de la société, du niveau de valorisation attractif et du rendement attractif en dividende, nous réitérons notre recommandation «Achat» sur le titre.</p>							
Société	SAM								
Capitalisation boursière (en MDt)	24								
Performance	+71,4 %	P/E 2024e (x)	7,3	P/B 2023e (x)	1,6	Dividend Yield 2023e	9,1 %	Opinion	Acheter
Rang	2	<p>Le titre du loueur adossé à la BH BANK s'est retrouvé en haut du podium du secteur du leasing coté en 2023. L'activité continue à remonter la pente et les résultats du loueur poursuivent leur rétablissement malgré la grisaille ambiante, et ce, après avoir cumulé les déficits, sur la période 2018-2020. Le titre a, de surcroît, profité de son transfert de la cotation en fixing à la cotation en continu. Précisons, par ailleurs, que le changement managérial intervenu en novembre 2023 n'a pas brisé l'élan de la valeur en Bourse (nomination de M. Brahim AMMAR en tant que Directeur Général par intérim, en remplacement de Mme Najet CHABCHOUB).</p> <p>Malgré des revenus nets en baisse (-2,5 % à 7 MDt au niveau du Produit Net de Leasing), la société a réussi à tripler sa capacité bénéficiaire à 1,6 MDt au terme du premier semestre de l'année 2023. En cause, l'accalmie notable au niveau du coût du risque.</p> <p>La rentabilité quoiqu'en amélioration ne devrait pas occulter une productivité en deçà des standards du secteur et un portefeuille sous les clignotants, étant donné la conjoncture. Le leaseur dispose d'un important gisement de synergies opérationnelles avec sa maison mère. La valorisation apparente est tentante, mais le manque de visibilité sur une reprise pérenne de la rentabilité ne plaide pas pour un positionnement sur le titre à l'heure actuelle.</p>							
Société	BH LEASING								
Capitalisation boursière (en MDt)	23								
Performance	+58,1 %	P/E 2024e (x)	14,8	P/B 2023e (x)	0,7	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Alléger
Rang	3	<p>Le titre AMEN BANK a entamé depuis l'année 2021 un mouvement de rebond boursier. En 2023, la valeur a affiché une embellie de 54,3 %. Les réalisations satisfaisantes de la banque et le relèvement des dividendes ont été applaudis en Bourse par les investisseurs. À cela s'ajoute l'effet d'annonce du programme d'augmentation de capital par incorporation des réserves décidé par l'Assemblée Générale Extraordinaire du 27 avril 2023 et qui s'étale sur la période 2023 (selon une parité d'attribution de 1 action nouvelle gratuite pour 7 anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1er janvier 2023) – 2024 (selon une parité d'attribution de 2 actions nouvelles gratuites pour 13 anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1er janvier 2024).</p> <p>En 2023, le tournant vers une croissance plus équilibrée se confirme avec la poursuite de la rationalisation de l'appareil d'octroi des crédits et la qualité du portefeuille continue à converger vers les standards du secteur privé. Dans le cadre du programme de transformation NEXT, lancé en 2019, AMEN BANK devrait, dans les prochaines années, continuer à rééquilibrer son business model entre le Corporate et le Retail, diversifier les revenus et renforcer la maîtrise des risques et des charges.</p> <p>Sur le premier semestre 2023, l'activité d'exploitation reste dynamique et la rentabilité poursuit sa trajectoire ascendante. AMEN BANK a bouclé la première moitié de 2023 sur une croissance du Bottom Line de 33,9 % à 112,6 MDt; un record historique pour le bras financier du groupe PGI.</p> <p>Globalement, le bilan du S1 2023 nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la crise actuelle. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit AMEN BANK sera l'atout majeur de la banque en cette passe difficile. Il lui permettrait d'absorber le « choc » de la crise et de répartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique.</p> <p>Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives.</p>							
Société	AMEN BANK								
Capitalisation boursière (en MDt)	1 014								
Performance	+54,3 %	P/E 2024e (x)	6,6	P/B 2023e (x)	0,7	Dividend Yield 2023e	6,1 %	Opinion	Conserver (+)

		Commentaires							
Rang	4	Le leaseur indépendant s'est bien comporté en Bourse pour la cinquième année de suite. Un parcours sans surprise qui reflète les réalisations satisfaisantes de la compagnie. L'activité de la compagnie et sa rentabilité font preuve d'une résistance salubre face à un environnement hostile marqué par un investissement en berne et une hausse des risques d'impayés. La société incarne la «sagesse», ayant de tout temps privilégié la qualité à la quantité. Une stratégie qui se reflète au niveau d'un bon spread, d'une productivité et d'une solvabilité dans les standards les plus élevés du secteur coté.							
Société	CIL	Sur le premier semestre de l'année 2023, la CIL a réalisé une croissance de son Produit Net de 5,3 % à 21,5 MDt. La rentabilité a, également, été au rendez-vous, la société voyant son résultat net s'accroître de 7,9 % à 11,3 MDt.							
Capitalisation boursière (en MDt)	134	La CIL affiche une valorisation intéressante pour de bons fondamentaux et un management de qualité. La société constitue un bon véhicule pour s'exposer au secteur du leasing coté dans une optique «Buy and Hold». Toutefois, la crise que vit actuellement l'investissement en Tunisie appelle à la prudence. Notre recommandation est «Conserver avec des perspectives positives» sur la CIL.							
Performance	+48,5 %	P/E 2024e (x)	8,7	P/B 2023e (x)	1,1	Dividend Yield 2023e	9,4 %	Opinion	Conserver (+)
Rang	5	Le leader du leasing en Tunisie a affiché en 2023 un parcours boursier exemplaire qui va dans le sens des publications. Fort de son positionnement multiproduit, multimarchés, le groupe gagne en résilience. Il change de priorités, privilégiant la rentabilité aux parts de marché. TLF commence à remonter la pente (un quasi triplement du résultat net par action du groupe à 20,7 MDt en 2022) défiant le contexte inflationniste, la dégradation du climat des affaires et le durcissement des conditions financières dans ses marchés cibles.							
Société	TUNISIE LEASING ET FACTORING	L'amélioration de la rentabilité et les niveaux confortables de solvabilité de TLF lui ont permis de se conformer aux dispositions de la note de la BCT n° 2023 - 10 du 7 mars 2023, encadrant la politique de distribution de dividendes des banques et des établissements financiers. Le leaseur a, ainsi, relevé ses dividendes à 0,850 Dt par action, au titre de l'exercice 2022 contre 0,500 Dt par action versé au titre de l'exercice 2021 (soit un payout appréciable de 55,3 %).							
Capitalisation boursière (en MDt)	140	Le premier semestre de 2023 s'est avéré porteur pour le leader sur secteur du leasing en Tunisie (une croissance du Produit Net de 14 % à 39 MDt et une envolée du résultat net de 66,9 % à 12,4 MDt).							
		Durant la communication financière du 18 mai 2023, le management était serein sur les perspectives de développement du groupe, présentant un nouveau business plan. Ce plan d'affaires s'étale sur la période 2023-2027. Il est basé sur des hypothèses qui nous semblent réalisables. Ces dernières sont comme suit :							
		<ul style="list-style-type: none"> - Une croissance annuelle moyenne des mises en force de 10 % ; - Une progression de l'encours de leasing de 7,7 % en moyenne sur la période prévisionnelle ; - Une hausse annuelle moyenne du produit net de 8,4 % pour atteindre 95,8 MDt à l'horizon 2027 ; - Et une augmentation du résultat net de la société mère de 9,2 % en moyenne, pour atteindre 24,1 MDt d'ici 2027. 							
		Le groupe va de l'avant dans sa stratégie de restructuration de sa branche africaine ALIOS. C'est dans ce cadre que s'inscrit la décision de céder ses filiales ivoirienne, gabonaise et camerounaise à la société CRÉDIT D'AFRIQUE. La finalisation de cette opération annoncée en fin d'année demeure subordonnée notamment à l'obtention des accords préalables des autorités de contrôle dans les différents pays concernés. Cette transaction pourrait générer d'éventuelles plus-values pour le groupe TLF. Le groupe dispose d'un important potentiel de croissance en Algérie, à moyen terme, où l'activité de leasing est émergente. Il jouit d'une bonne capacité à attirer les lignes de financement extérieures et les investisseurs institutionnels en raison de sa taille adaptée à leur ticket d'investissement.							
		La valorisation actuelle du groupe nous semble correcte. Néanmoins, la nouvelle dynamique envisagée par le loueur pourrait justifier des niveaux de valorisation plus attractifs pour le futur. Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives en suivant de près la réalisation du nouveau business plan.							
Performance	+47,3 %	P/E 2024e (x)	7,1	P/B 2023e (x)	0,6	Dividend Yield 2023e	6,2 %	Opinion	Conserver (+)

Commentaires									
Rang	6	<p>Le titre ARTES a connu une année boursière fort concluante, clôturant l'exercice sur une embellie de 44,5 %. À fin septembre 2023, ARTES a connu une hausse de 23,5 % de ses revenus à 110 MDt. Il convient de préciser que le concessionnaire des marques Renault et Dacia n'a pas encore retrouvé le rythme d'activité d'avant crise des semi-conducteurs. Au terme des neuf premiers mois de 2023, la société ARTES (marques Renault/Dacia) a écoulé 2 148 immatriculations contre 1 982 unités au terme de la même période en 2022, soit une augmentation de 166 véhicules. Le concessionnaire de la marque au losange a vu son taux de marge brute perdre 6,8 points de pourcentage à 20,8 %. Il s'agit, néanmoins, du meilleur taux de marge brute du secteur coté. Comme à l'accoutumée, le concessionnaire affiche une trésorerie nette largement excédentaire de 53,6 millions de dinars au 30 septembre 2023. Compte tenu de la décision du ministère du Commerce, depuis juillet 2023, de réviser à la baisse de 20 % le quota de véhicules pour l'année 2023 à 45 000 véhicules et du manque de visibilité sur l'attribution des quotas notamment avec l'aggravation de la situation économique du pays et les pressions sur le niveau des réserves en devises, nous ne recommandons pas une exposition au secteur de la concession automobile. Nous estimons qu'une baisse prolongée du quota couplée à l'affaiblissement du dinar vis-à-vis de l'euro et du dollar affectera certainement la croissance des revenus des concessionnaires ainsi que leurs capacités bénéficiaires.</p> <p>Nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>							
Société	ARTES								
Capitalisation boursière (en MDt)	249								
Performance	+44,5 %	P/E 2024e (x)	9,2	P/B 2023e (x)	1,2	Dividend Yield 2023e	10,5 %	Opinion	Conserver
Rang	7	<p>Le verrier tunisien a connu une année boursière porteuse en 2023, se bonifiant de 44,3 %. En 2022, SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires record de 156,2 MDt, en hausse substantielle de 48,9 %. En dépit de la hausse des coûts des intrants, notamment celui du bicarbonate de soude, le verrier a réussi à afficher un résultat net part du groupe de 29,9 MDt, en hausse de 49 % par rapport à 2021. La marge nette s'est maintenue stable à 19,1 %.</p> <p>En 2023, nous nous attendons à une amélioration de 64 % du chiffre d'affaires du groupe à 255,6 MDt, grâce à l'entrée en exploitation, sur l'année pleine, de la nouvelle entité exportatrice « SGI ». Cette dernière est consolidée par intégration globale. L'EBITDA du groupe devrait croître de 34,7 % à 88,6 MDt. Toutefois, le résultat net part du groupe de l'embouteilleur devrait évoluer dans une moindre mesure (+27,6 % à 38,2 MDt), du moment que la nouvelle entité est détenue uniquement à hauteur de 11 % par la SOTUVER.</p> <p>Dans le cadre du projet d'ouverture du capital de la SOTUVER (20 % à 30 % du capital) à un investisseur minoritaire pour soutenir son internationalisation croissante, des discussions préliminaires avec les investisseurs intéressés ont été entamées depuis septembre 2023. Le management précise qu'aucun accord n'a été conclu pour le moment et que les discussions se poursuivront au cours du premier semestre 2024. Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe sur le court terme et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine appuient notre positionnement sur la valeur.</p> <p>Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.</p>							
Société	SOTUVER								
Capitalisation boursière (en MDt)	471								
Performance	+44,3 %	P/E 2024e (x)	11,1	P/B 2023e (x)	3,9	Dividend Yield 2023e	4,6 %	Opinion	Acheter

		Commentaires							
Rang	8	<p>Deuxième capitalisation boursière du secteur bancaire derrière la BIAT, ATTIJARI BANK a affiché, dans la continuité des dernières années, un joli parcours boursier. L'action n'a pas réagi aux restrictions en matière de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2022 imposées par la BCT (conformément à la note de la BCT n° 2023 - 10 du 7 mars 2023). Et pour cause, Attijari dispose d'un matelas confortable de fonds propres, lui permettant de distribuer un dividende de 4,000 Dt par action, ce qui correspond à un payout exceptionnel de 87,6 %.</p> <p>Le bilan du premier semestre de l'année 2023 s'est avéré concluant pour la filiale du groupe ATTIJARIWafa Bank. Malgré l'atonie de l'activité du crédit (un encours des crédits en hausse de 1 % seulement à 6,7 milliards de dinars par rapport au 31 décembre 2022), l'activité de collecte a maintenu son élan de croissance (un encours des dépôts en progression de 4,6 % à 9,8 milliards de dinars par rapport au 31 décembre 2022) et le PNB a été bien orienté, se renforçant de 14,2 % à 323,7 MDt. La rentabilité a, également, été au rendez-vous avec un Bottom Line en hausse de 14,7 % à 109,1 MDt.</p> <p>ATTIJARI BANK qui vient d'acter, lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 28 novembre 2023, une augmentation de capital réservée aux salariés du groupe, portant sur un montant de 49,2 MDt, devra composer, en 2024, avec un contexte opérationnel difficile marqué par un investissement en berne, une hausse des risques d'impayés et une liquidité tendue. Mais, ATTIJARI devrait être parmi les banques les moins touchées par la crise, grâce à son assise financière solide, à sa bonne qualité du portefeuille et à son matelas de liquidité confortable.</p> <p>Malgré le rallye boursier des dernières années, l'action traite à une valorisation décotée qui sous-estime les qualités fondamentales d'ATTIJARI BANK et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs. La liquidité élevée de la banque (un ratio de transformation Crédits/ Dépôts parmi les plus faibles du secteur bancaire coté) et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour surmonter les tensions monétaires, la morosité ambiante et le durcissement du cadre réglementaire. Prisée par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, ATTIJARI BANK est un bon véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté.</p> <p>Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.</p>							
Société	ATTIJARI BANK								
Capitalisation boursière (en MDt)	1 933								
Performance	+35,5 %	P/E 2024e (x)	8,6	P/B 2023e (x)	1,7	Dividend Yield 2023e	8,7 %	Opinion	Acheter
Rang	9	<p>La filiale d'ATTIJARI BANK spécialisée dans le leasing s'est montrée bien résiliente en Bourse pour la troisième année d'affilée, et ce, malgré la baisse de la rentabilité en 2022. Si le loueur profite d'un adossement à un groupe bancaire de référence et d'une intégration commerciale de plus en plus renforcée, il affiche un levier financier élevé, un ratio de solvabilité qui se compare défavorablement à ses pairs cotés et une qualité de portefeuille, en deçà des standards du secteur.</p> <p>La première moitié de 2023 a été plutôt bonne pour le leaseur. En dépit de la quasi-stagnation du Produit Net à 14,8 MDt, la société est parvenue à réaliser une hausse de son résultat net de 10,8 % à 4 MDt. Et pour cause, la baisse sensible du coût du risque à 0,6 MDt contre 2,5 MDt une année plus tôt.</p> <p>Le titre affiche une valorisation en apparence abordable et un rendement en dividende tentant avec une bonne liquidité boursière en raison de sa cotation en mode continu. Cependant, nous pensons que sa valorisation reflète actuellement les faiblesses de la société et les risques conjoncturels à court terme.</p> <p>Nous recommandons de « Conserver » la valeur.</p>							
Société	ATTIJARI LEASING								
Capitalisation boursière (en MDt)	46								
Performance	+33,6 %	P/E 2024e (x)	6,2	P/B 2023e (x)	0,7	Dividend Yield 2023e	8,9 %	Opinion	Conserver

Commentaires

Rang	10								
Société	ONE TECH HOLDING	<p>L'exportateur national a basculé dans le vert en Bourse en 2023 après une année 2022 difficile.</p> <p>En 2022, et malgré une excellente performance Top Line, la rentabilité a subi de plein fouet les perturbations du marché, notamment, celui de l'automobile. La pénurie des semi-conducteurs et les délais de livraison exceptionnels de plus d'un an sur certains composants et matières premières ont également engendré une hausse considérable des stocks, et ce, afin d'éviter les ruptures, engendrant une augmentation des besoins en fonds de roulement et des financements à court terme qui leur sont sous-jacents. Selon le management, ces changements présenteront, dans le futur, de nouvelles opportunités pour les secteurs d'application de ONETECH avec une tendance vers la «globalization», c'est-à-dire une demande qui deviendra plus régionale et des multinationales qui tendront à diminuer leur exposition à l'Asie et à se sourcer beaucoup plus au niveau de la région Euroméditerranéenne. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront, les lignes de conduite du management, dans les prochaines années pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile.</p> <p>En 2023, dans un environnement de change stable, l'équipe de direction table sur une croissance du chiffre d'affaires de 12 % à 1,2 milliard de dinars, sur un bond remarquable de l'EBITDA de 54,1 % à 105,4 MDt et sur un triplement du résultat net part du groupe à 41,1 MDt. À noter que les prévisions du management tiennent compte d'une forte reprise du taux de marge brute consolidé à 23,6 % en 2023 comme suite à l'imputation complète des augmentations des prix de la matière première, de la stabilisation de la volatilité des cours des matières premières de base et du retour à la normale au niveau des chaînes logistiques, et ce, dans la continuité du T4 2022. Il va sans dire que toute dépréciation du dinar face à l'euro, en 2023, est susceptible de rehausser les perspectives de rentabilité du Groupe.</p> <p>Les hypothèses du management nous semblent réalisables. Elles sont, en effet, confortées par les réalisations consolidées satisfaisantes du premier semestre 2023 : une croissance du chiffre d'affaires de 14,2 % à 592,6 MDt et un Bottom Line passant de 5,4 MDt au 30 juin 2022 à 21,5 MDt au terme de la première moitié de 2023.</p> <p>Le groupe projette de céder l'intégralité de sa participation dans sa filiale d'emballage primaire pharmaceutique Helioflex qui représente 65,39 % du capital. Cette décision stratégique marque l'orientation du groupe qui vise à concentrer ses ressources sur ses activités principales et renforcer ainsi son positionnement régional dans des secteurs de pointe et en croissance importante notamment dans l'électronique tous secteurs confondus. La clôture de la transaction est assujettie aux approbations réglementaires nécessaires, notamment à l'accord des autorités de concurrence, et la levée des conditions suspensives, et est prévue d'être concrétisée au plus tard au premier trimestre 2024. Cette transaction générerait éventuellement une plus-value qui devrait bonifier le Bottom Line de 2024.</p> <p>Nous pensons que le retour en grâce boursier reste à la portée de main de ONETECH dans les prochaines années. Nous continuons à recommander un positionnement sur le titre sur un horizon de placement à moyen et long terme. De manière plus générale, nous nous montrons, dans cette conjoncture, plus confortables avec les grandes sociétés, non cantonnées à leur marché domestique et affichant un faible endettement. OTH répond à ces critères et constitue, par conséquent, une opportunité d'investissement. Le cachet international d'OTH, la solidité de ses fondamentaux et son double profil : croissance (activité mécatronique) /vache à lait (activité câblerie) resteront les avantages comparatifs du groupe dans une conjoncture boursière où le «Flight To Quality» prévaut.</p> <p>Bien gérée et résolument tournée vers l'international et les nouvelles technologies, OTH demeure parmi les valeurs vedettes de notre marché actions. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur OTH.</p>							
Capitalisation boursière (en MDt)	717								
Performance	+29,0 %	P/E 2024e (x)	14,8	P/B 2023e (x)	2,0	Dividend Yield 2023e	3,4 %	Opinion	Acheter

Commentaires

Rang	11	Sur les trois dernières années, le titre ATL a affiché un parcours boursier honorable, et ce, dans le sens des publications. Le titre a retrouvé les faveurs des investisseurs en raison d'une amélioration sensible de la rentabilité et du relèvement graduel des dividendes, malgré les conditions strictes de distribution des dividendes imposées par l'autorité monétaire.							
Société	ATL	Le cru de 2023 s'annonce bon pour le loueur adossé aux groupes ATB et BNA. C'est ce qui ressort de la lecture des états financiers au 30 juin 2023 de la compagnie. Ces derniers font état d'une croissance du Produit Net de 14 % à 24,5 MDt et d'une envolée du résultat net de 48,6 % à 8,2 MDt.							
Capitalisation boursière (en MDt)	117	Lors de la communication financière du 15 mars 2023, l'équipe de direction a présenté un nouveau business plan s'étalant sur la période 2023-2026. Ce dernier prévoit une croissance annuelle moyenne du PNL de 11,6 % pour atteindre 71,4 MDt à l'horizon 2026. Ce plan d'affaires table, également, sur une progression annuelle moyenne du résultat net de 15,4 % pour s'établir à 28,7 MDt d'ici 2026.							
		Pour réaliser ce business plan « ambitieux », selon ses termes, le management compte déployer la stratégie suivante :							
		1) continuer à croître d'une manière saine en maximisant la sélection et le pilotage des risques. L'équipe de direction espère, ainsi, converger vers un taux des créances classées de 7 % d'ici 2026 ; un taux en conformité avec la circulaire BCT n° 2022-01 relative à la prévention et la résolution des créances non performantes ;							
		2) dégager une bonne marge de leasing (un spread moyen escompté de 300 pbs) en raison notamment de l'apaisement de la guerre sur les prix qui sévissait entre les loueurs sur la période 2018-2019 ;							
		3) consentir un effort plus soutenu au niveau du recouvrement.							
		Le leaseur se distingue par ses bons fondamentaux qui se comparent favorablement à la moyenne du secteur (marges, productivité, qualité de portefeuille) avec, en prime, un ratio de solvabilité très confortable (un ratio de solvabilité Tier 1 de 16 % et un ratio de solvabilité globale de 18,6 % à fin 2022) et une politique historiquement généreuse de dividendes.							
		Il est vrai que, sur le papier, la valorisation du titre est tentante. Cependant, le manque de visibilité sur une poursuite du redressement de l'activité (dans cette conjoncture hostile à l'investissement), des marges et de la rentabilité (dans ce contexte de taux élevés) ne plaident pas en faveur d'un positionnement sur le secteur à l'heure actuelle. La temporisation reste le mot d'ordre.							
		Notre réitérons notre recommandation « Conserver avec des perspectives positives » sur l'ATL.							
Performance	+29,0 %	P/E 2024e (x)	7,9	P/B 2023e (x)	0,9	Dividend Yield 2023e	6,9 %	Opinion	Conserver (+)
Rang	12	Le titre CITY CARS a connu un beau parcours boursier en 2023, clôturant l'année sur une ascension de 28,3 %. À fin septembre 2023, le concessionnaire de la marque sud-coréenne a affiché des revenus en hausse de 11,9 % à 253,7 MDt et une marge brute en amélioration de 1,3 point de pourcentage à 15,8 %. À fin juin 2023, le résultat net du concessionnaire s'est hissé de 14,9 % à 15 MDt. Le concessionnaire se distingue par rapport à ses pairs cotés par un ROE séduisant de 36 % à fin 2022, ainsi qu'un rendement en dividende attrayant (10 % estimé en 2023). Compte tenu du contexte économique impactant négativement le secteur de la concession automobile, nous ne recommandons pas une exposition au secteur de la concession automobile.							
Société	CITY CARS	Nous recommandons de « Conserver » du titre.							
Capitalisation boursière (en MDt)	225								
Performance	+28,3 %	P/E 2024e (x)	6,4	P/B 2023e (x)	2,4	Dividend Yield 2023e	10,0 %	Opinion	Conserver

		Commentaires							
Rang	13	<p>Le titre TPR continue de susciter l'intérêt des investisseurs et d'évoluer dans le vert. Le groupe TPR a connu une année record en 2022. L'extrudeur a annoncé un chiffre d'affaires jamais atteint de 284,8 MDt, en forte ascension de 32,5 % par rapport à 2021, traduisant aussi bien l'envolée des ventes à l'export (+31 % à 156,0 MDt) que la hausse des ventes sur le marché local (+34 % à 128,8 MDt). Le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium s'est hissé de 52 % à 29 MDt à fin 2022. La marge nette s'est accrue de 1 point de pourcentage pour s'établir à 10 %. 2023 a été une année satisfaisante pour TPR. L'extrudeur a réussi, à fin septembre 2023, à maintenir quasi stable son chiffre d'affaires à 146 MDt. Le groupe affiche aujourd'hui des niveaux de valorisation attractifs, en dessous de celui de ses comparables boursiers internationaux. La distribution généreuse du titre et ses niveaux de valorisation attractifs sont les principaux atouts de l'extrudeur. Malgré l'atonie du marché local, la baisse des prix de l'aluminium sur le LME, de nature à améliorer la profitabilité du groupe, nous pousse à réitérer notre recommandons à «l'achat» sur le titre.</p>							
Société	TPR								
Capitalisation boursière (en MDt)	249								
Performance	+27,9 %	P/E 2024e (x)	6,6	P/B 2023e (x)	1,5	Dividend Yield 2023e	7,0 %	Opinion	Acheter
Rang	14	<p>La filiale du groupe DJILANI continue de poursuivre son trend haussier en Bourse. Cette prestation a profité de la bonne orientation des résultats de 2022 et du relèvement des dividendes. Mais, c'est surtout l'annonce d'une éventuelle OPA facultative par le fonds d'investissement SANAD FUND FOR MSME - EQUITY SUB-FUND II au prix de 5 Dt l'action qui a donné un coup d'accélérateur au titre sur le marché. Un dossier d'agrément sera déposé, à cet effet, à la BCT conformément aux dispositions de la loi n° 2016-48 du 11/07/2016 relative aux banques et aux établissements financiers en vue de l'obtention de l'autorisation d'acquisition de plus de 20 % par le fonds SANAD du capital de HL. L'avis de recevabilité de cette OPA facultative par le CMF reste tributaire de l'obtention de l'agrément susvisé de la BCT. Sur le premier semestre 2023, le loueur a maintenu le cap sur la croissance profitable affichant un Produit Net en hausse de 5,9 % à 18 MDt et un Bottom line en nette progression à 4,6 MDt. Le leaseur indépendant se distingue par sa dynamique commerciale prouvée et un profil d'activités diversifié (HL est également active dans le domaine de la LLD et du leasing opérationnel immobilier). Cependant Hannibal Lease souffre d'une productivité, d'une solvabilité et d'une qualité du portefeuille qui se comparent défavorablement aux standards du secteur du leasing coté. Le loueur affiche, également, une exposition élevée aux secteurs du tourisme et du BTP. Un challenger confirmé mais des niveaux de valorisation élevés par rapport aux normes du secteur coté qui nous incitent à recommander une prise de bénéfices d'autant plus que le projet de transformation en banque digitale est tombé à l'eau. Notre recommandation est «Alléger» sur le titre.</p>							
Société	HANNIBAL LEASE								
Capitalisation boursière (en MDt)	58								
Performance	+26,6 %	P/E 2024e (x)	6,2	P/B 2023e (x)	0,7	Dividend Yield 2023e	6,1 %	Opinion	Alléger

		Commentaires							
Rang	15	<p>La succursale de TUNISIE TELECOM spécialisée dans les réseaux de télécommunications a prolongé ses gains en Bourse en 2023. Il semble que les investisseurs aient bien réagi à la croissance vigoureuse de l'activité et au retour aux bénéfices en 2022.</p> <p>La SOTETEL a affiché au terme de la première moitié de 2023 un bilan mitigé. L'activité confirme sa trajectoire ascendante avec un chiffre d'affaires semestriel record jamais enregistré par la compagnie (de 26,4 MDt en hausse de 17,3 % par rapport au premier semestre de 2022). Cependant, les marges restent sous pression et la profitabilité demeure plombée par le lourd fardeau des charges financières et des dotations aux amortissements et aux provisions. La compagnie a connu, in fine, une baisse de son résultat net de 20 % à 0,5 MDt.</p> <p>La feuille de route tracée par le management pour les prochaines années vise principalement à : 1) consolider l'activité locale (Infrastructures et Business Solutions), 2) développer le business à l'export vers des activités à forte valeur ajoutée, 3) mettre en place un nouveau plan stratégique 2024-2026 avec une nouvelle organisation et 4) se différencier de la concurrence en se dotant d'outils de transformation digitale.</p> <p>Actuellement, et avec une capitalisation de 16,7 MDt, la SOTETEL se négocie à 18,9 x ses bénéfices estimés pour 2023. Un niveau de valorisation qui nous semble cher pour une société dont les marges sont sous pression.</p> <p>Si l'activité intrinsèque commence à se rétablir, sa rentabilité nette peine à décoller. La bonne dynamique commerciale de la compagnie ne se répercute pas intégralement sur son Bottom Line. Dans un marché métamorphosé par la concurrence et face au contexte inflationniste, la principale niche d'amélioration de la rentabilité de la SOTETEL réside dans l'optimisation de ses charges.</p> <p>À notre avis, les perspectives à long terme de la société demeurent tributaires de trois principaux facteurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> i) Sa capacité à reprendre des parts de marché dans un secteur marqué par la concurrence ; ii) Sa disposition à diversifier d'une manière structurelle son portefeuille de clients et à réduire sa dépendance vis-à-vis de TUNISIE TELECOM ; iii) Son aptitude à apurer son encours de créances (principalement envers TUNISIE TELECOM) et à développer une génération autonome de cash-flows. L'activité de la société est historiquement consommatrice en BFR. <p>Nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>							
Société	SOTETEL								
Capitalisation boursière (en MDt)	17								
Performance	+22,5 %	P/E 2024e (x)	13,1	P/B 2023e (x)	0,6	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Conserver
Rang	16	<p>En Bourse, le titre STAR continue d'avoir le vent en poupe, se hissant de 18,8 % sur l'année. Disposant du premier réseau d'agences, la STAR est l'incontestable leader du secteur de l'assurance en Tunisie avec une part de marché de 12 % à fin 2022. L'assureur se distingue par rapport à ses pairs, par un portefeuille net de placement conséquent d'une valeur de 1049 MDt à fin 2022, qui recèle des plus-values latentes d'une valeur de 195 MDt à fin 2022 et par un ratio de solvabilité nettement supérieur au minimum réglementaire (4,3 x la marge réglementaire requise en 2022).</p> <p>Grâce à l'amélioration de l'offre, la maîtrise des charges d'exploitation (charges personnels et frais généraux), et à l'assainissement du portefeuille et notamment de la branche auto et des niches non onéreuses, la STAR forte de ses bons fondamentaux, serait en mesure de poursuivre pleinement ses ambitions de croissance pérenne. À fin juin 2023, la compagnie a publié un résultat net en forte ascension de 35,9 % à 17,4 MDt. Le management de la compagnie se voit déjà prêt pour l'implémentation des normes IFRS prévue pour 2025 et pour le dispositif de solvabilité par les risques en cours d'étude au niveau du Conseil Général des Assurances et de la Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances.</p> <p>L'assureur traite à un P/E 2023e de 10,6 x et un P/B 2023e de 1x, un niveau de valorisation en ligne avec celui de ses comparables boursiers nationaux et internationaux. Toutefois, ce niveau de valorisation ne reflète pas le potentiel à la hausse que devrait générer le passage aux normes comptables internationales en 2025 (les normes IFRS) et qui revalorisera aussi bien l'actif que le passif de la compagnie.</p> <p>Nous recommandons le titre STAR à l'« Achat ».</p>							
Société	STAR								
Capitalisation boursière (en MDt)	408								
Performance	+18,8 %	P/E 2024e (x)	10,1	P/B 2023e (x)	1,0	Dividend Yield 2023e	3,5 %	Opinion	Acheter

		Commentaires							
Rang	17	<p>L'unique banque islamique de la cote a affiché en 2023 un bon bilan boursier. L'ex-leaseur commence à récolter les fruits de sa transformation en banque islamique. La mutation organisationnelle et commerciale touche à sa fin. 2022 a été l'année de la confirmation du retour à la croissance bénéficiaire pour la banque islamique. WIFAK y est parvenue à réaliser une croissance à deux chiffres au niveau de ses principaux indicateurs d'activité et à atteindre un nouveau palier de résultat net (un résultat net de 5,3 MDt et un résultat net part du groupe de 6,3 MDt). Cependant, ce constat ne devrait pas occulter une qualité du portefeuille moindre que la concurrence cotée précisément en matière de taux de couverture des créances classées. Les efforts supplémentaires à déployer par la WIB pour couvrir convenablement ses risques conditionneront la rentabilité future de la banque.</p> <p>Le bilan du premier semestre 2023 a été mitigé pour la banque islamique. L'activité d'intermédiation poursuit son élan de croissance. La banque améliore sereinement sa productivité. Cependant, la hausse notable du coût du risque a grevé la rentabilité nette (des bénéfices en baisse de -7,2 % à 3 MDt).</p> <p>A fin août 2023, M. Mohamed Hédi BEN AYED détient de concert avec des personnes physiques et morales 40,5 % du capital de WIFAK devenant, ainsi, le premier actionnaire de la banque islamique devant la SID, la filiale de la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT, qui en détient 30 %. Rappelons que le CMF avait annoncé, début 2023, qu'il envisage de soumettre M. BEN AYED à une OPA Obligatoire visant les actions de WIFAK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 Dt l'action. Le déclenchement de la procédure attend toujours l'obtention du nouvel actionnaire de référence de l'agrément de la BCT.</p> <p>Le potentiel de croissance de la WIB est certain. Néanmoins, au vu de ses niveaux de valorisation plus élevés que la moyenne du marché bancaire, nous ne recommandons pas le titre à l'achat en ce moment.</p> <p>Nous recommandons de « Conserver » le titre en attendant une croissance plus équilibrée et l'amélioration éventuelle du classement de la banque islamique dans nos prochains benchmarking bancaires.</p>							
Société	WIB								
Capitalisation boursière (en MDt)	261								
Performance	+17,6 %	P/E 2024e (x)	51,6	P/B 2023e (x)	1,5	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Conserver
Rang	18	<p>Le titre MPBS termine l'année boursière sur une note positive de +17,5 %. L'acteur de référence dans le secteur de la production de panneaux de bois (une PDM de 30 %) a réussi à maintenir stable son chiffre d'affaires à 114,8 MDt en 2022. Toutefois, il a vu son résultat net du part du groupe se replier de 28 % à 5,7 MDt en 2022 en raison principalement du renchérissement des matières premières. Les états financiers du spécialiste en bois, à fin juin 2023, ont été décevants, faisant ressortir un chiffre d'affaires en baisse de 10,8 % à 26,9 MDt. La marge d'EBITDA est passée de 4,9 MDt à 2,1 MDt, soit un taux de marge en forte baisse de 8,4 points de pourcentage à 7,9 %. Le résultat net de la société s'est établi à 2,6 MDt contre 4,7 MDt une année auparavant.</p> <p>Une reprise significative du chiffre d'affaires observée courant le troisième trimestre de l'année 2023 a permis à la société MPBS d'afficher un chiffre d'affaires en légère progression de 1,3 % à 39,6 MDt au terme des neuf premiers mois de l'année. En effet, l'adoption d'une nouvelle stratégie commerciale sur le marché local pour contrer l'importation massive de produits finis de panneaux dérivés du bois ainsi que l'introduction de nouvelles gammes de produits a permis de compenser la baisse du chiffre d'affaires à l'export (-34,4 % à la suite des restrictions instaurées à l'importation par le pays des plus importants clients de la société).</p> <p>Sur les années 2023-2024, le groupe compte investir un montant de 5 MDt. Ce plan d'investissement porte principalement sur le renforcement des outils de production permettant une diversification des produits de MPBS.</p> <p>Le groupe traite à des niveaux de valorisation abordables. Toutefois, au vu des réalisations peu encourageantes de la société, nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>							
Société	MPBS								
Capitalisation boursière (en MDt)	55								
Performance	+17,5 %	P/E 2024e (x)	12,1	P/B 2023e (x)	0,8	Dividend Yield 2023e	4,1 %	Opinion	Conserver

Commentaires

Rang	19	Après une longue période en berne (2020-2022), le titre a retrouvé les faveurs des investisseurs en 2023. Ces derniers ont été confortés par les indicateurs d'activité bien orientés et par le retour des relations commerciales avec la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT).							
Société	UNIMED	L'année 2023 a démarré sous les chapeaux de roues pour UNIMED. C'est ce qui ressort de la lecture des états financiers au 30 juin 2023. La société a affiché une hausse parmi les plus vigoureuses du chiffre d'affaires à l'échelle des sociétés cotées tunisiennes (+44 % à 61,3 MDt). Par ailleurs, le spécialiste des produits stériles a sensiblement consolidé sa rentabilité. En effet, son résultat net est passé de 1,4 MDt au terme de la première moitié de 2022 à 6,7 MDt à fin juin 2023.							
Capitalisation boursière (en MDt)	239	À la lumière des réalisations de la compagnie sur les six premiers mois de 2023 et des objectifs du management (un chiffre d'affaires prévisionnel oscillant entre 110 MDt et 120 MDt pour 2023), nous tablons sur un chiffre d'affaires de 117,9 MDt (en hausse de 22,3 % par rapport à 2022) et sur un résultat net de 13 MDt (soit une envolée de 65,7 % comparativement à 2022) sur l'année pleine 2023.							
		Présentement, avec une capitalisation de 239,4 MDt, la société affiche une valorisation intéressante comparativement aux standards de l'industrie (un multiple VE/EBITDA 2023 estimé de 8,8 x pour UNIMED pour un secteur qui traite à plus de 10x son EBITDA à l'échelle internationale). Nous voyons dans UNIMED une opportunité de placement attractive. Le positionnement sectoriel (secteur défensif et positionnement générique sur les produits stériles à forte valeur ajoutée), la qualité des fondamentaux et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns particulièrement dans une conjoncture morose que nous connaissons.							
		Nous recommandons un positionnement à l'achat sur UNIMED.							
Performance	+11,6 %	P/E 2024e (x)	15,4	P/B 2023e (x)	2,4	Dividend Yield 2023e	6,3 %	Opinion	Acheter
Rang	20	L'action de la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE poursuit son élan boursier qui avait salué les résultats d'excellente facture de 2022.							
Société	UIB	Aujourd'hui, 20 ans après sa privatisation, l'UIB entame une nouvelle page dans son histoire. Le groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, actionnaire de référence de la banque, a ouvert une réflexion stratégique sur sa participation au capital de l'UIB. Nul doute que l'annonce de l'éventuelle cession majoritaire de l'UIB constitue un catalyseur pour le titre en Bourse. Cependant, le processus de cession de la participation de la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE devrait prendre le temps nécessaire. Entre-temps, les spéculations sur l'identité du futur repreneur tiendront le marché en haleine dans les prochaines semaines. À noter que la cession majoritaire de l'UIB suscite d'ores et déjà l'intérêt de plusieurs investisseurs, selon la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE.							
Capitalisation boursière (en MDt)	843	2023 s'annonce comme un « accident de parcours » pour l'UIB au niveau de la rentabilité. Ce constat est attesté par les comptes semestriels de la banque privée qui font état d'une croissance du PNB inférieure à celle des charges opératoires et d'un doublement du coût du risque à 28,8 MDt. La banque a subi, in fine, une baisse de son Bottom Line de 14 % à 57,8 MDt.							
		Au vu de ses multiples actuels et malgré un premier semestre en deçà des attentes, l'UIB est bien outillée pour poursuivre son mouvement de redressement boursier dans les prochaines années. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité de portefeuille, les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes bâloises de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise économique actuelle.							
		Nous continuons à recommander un positionnement à l'achat sur la valeur.							
Performance	+11,3 %	P/E 2024e (x)	7,2	P/B 2023e (x)	0,9	Dividend Yield 2023e	3,1 %	Opinion	Acheter

Commentaires									
Rang	21	L'action de la banque n° 1 en Tunisie continue à avoir le vent en poupe affichant une performance positive pour la troisième année de suite. Le parcours du titre a profité des publications rassurantes et de l'engouement du marché pour les valeurs financières, en général, et bancaires, en particulier en raison du contexte haussier des taux qui a prévalu sur les dernières années.							
Société	BIAT	Sur le premier semestre de l'année 2023, la BIAT a affiché des réalisations réconfortantes. La croissance vigoureuse du PNB a permis à la banque de contrebalancer la hausse des frais généraux et la progression soutenue du coût du risque, dégageant, ainsi, des bénéfices nets de 222,9 MDt, en progression de 6,8 % par rapport au S1 2022. Un record historique pour la banque.							
Capitalisation boursière (en MDt)	3 281	Première force du secteur bancaire coté et présentement du marché actions, la BIAT se négocie à des multiples de 9,1 x les bénéfices et de 1,5 x les fonds propres estimés de 2023. Cette valorisation nous semble intéressante, car elle intègre les surcoûts de la crise économique actuelle et sous-estime les atouts de la banque en termes de position de leadership sur le marché et sur les dépôts à vue, de marge de manœuvre sur le ratio de transformation et la solidité des fonds propres.							
Le secteur bancaire est confronté à une avalanche d'évolutions réglementaires : renforcement des normes de solvabilité, montée en charge des exigences de liquidité et lancement de la migration vers les normes comptables internationales (normes IFRS) à partir de l'exercice comptable 2023. Avec sa bonne qualité du management, sa gouvernance solide et sa capacité à surperformer la concurrence et à absorber les chocs externes, la BIAT est bien armée pour juguler ces contraintes réglementaires et conjoncturelles.									
Vu l'appartenance de TUNISIE VALEURS au groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.									
Performance	+11,0 %	P/E 2024e (x)	8,3	P/B 2023e (x)	1,5	Dividend Yield 2023e	6,3 %	Opinion	Neutre
Rang	22	L'action de la doyenne des banques tunisiennes a poursuivi son trend haussier récompensant la hausse des bénéfices et l'annonce d'un dividende par action de 0,280 Dt, malgré les restrictions imposées par la BCT sur la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2022.							
Société	BT	Tous les clignotants sont au vert au terme du premier semestre 2023 pour la BT. La banque a confirmé la résilience de son modèle économique face à la conjoncture reportant une croissance des crédits de 2,1 % à 5,4 milliards de dinars, une hausse des dépôts de 4,4 % à 5,5 milliards de dinars, par rapport au 31 décembre 2022, et une progression du PNB de 11 % à 227 MDt. La rentabilité de la banque s'est, également, bien défendue face à des niveaux de coût du risque qui restent élevés. La BT a dégagé, in fine, un bénéfice semestriel net de 76,4 MDt (+16,1 % par rapport au 1er semestre 2022).							
Capitalisation boursière (en MDt)	1 453	La BT est une banque suffisamment armée pour s'accommoder avec les contraintes de son environnement opérationnel. La banque devrait, dans les prochaines années, capitaliser sur ses atouts pour surmonter la morosité ambiante : une assise financière solide et un niveau de solvabilité parmi les plus confortables du secteur, une productivité à la pointe de la place, une politique de crédit historiquement sélective et une bonne discipline prudentielle.							
Nous recommandons de conserver la valeur avec des perspectives positives.									
Performance	+9,3 %	P/E 2024e (x)	8,6	P/B 2023e (x)	1,1	Dividend Yield 2023e	5,2 %	Opinion	Conserver (+)

		Commentaires							
Rang	23	<p>Le titre TUNIS RE a terminé l'année 2023 sur une belle note d'optimisme. TUNIS RE, l'unique pur réassureur en Tunisie jouit d'un profil commercial très solide à l'échelle nationale, d'une forte diversification géographique et d'une stratégie rigoureuse de rétrocession lui permettant de limiter ses risques. Le réassureur a un risque d'actif modéré grâce aux pratiques de gestion des risques conformes aux normes de solvabilité 2. En février 2023, FITCH RATINGS lui a confirmé sa notation à AA (TN) avec des perspectives stables. La qualité de son portefeuille, la conformité de ses ratios avec les standards internationaux (un ratio combiné de 91,7 % en 2022, un ratio de couverture de 116,7 % en 2022, dépassant la norme réglementaire requise), ainsi que sa capacité bénéficiaire confortable sont ses principaux atouts. Toutefois, le contexte économique morose – marqué par une inflation galopante et un dollar qui s'apprécie – renchérit le coût des indemnisations pour le réassureur local.</p> <p>À fin septembre 2023, les primes émises nettes des rétrocessions sont en hausse de 14 % à 118,2 MDt. À son tour, la charge sinistre nette continue sa montée, se hissant de 18,1 % à 63,9 MDt. TUNIS RE affiche sa volonté d'accroître ses parts de marché à l'étranger et de se positionner parmi les plus grands réassureurs de la région MENA (plus que la moitié des primes contractées proviennent de l'étranger). Néanmoins, les fonds propres réduits du réassureur constituent un véritable obstacle pour le développement à l'international de ses activités.</p> <p>Bien que son actionariat soit à moitié « étatique », la gestion de TUNIS RE s'apparente plus à une société privée. Le titre affiche une valorisation intéressante et un rendement en dividende intéressant.</p> <p>Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.</p>							
Société	TUNIS RÉ								
Capitalisation boursière (en MDt)	114								
Performance	+8,7 %	P/E 2024e (x)	6,7	P/B 2023e (x)	0,6	Dividend Yield 2023e	5,6 %	Opinion	Acheter
Rang	24	<p>À l'image des deux dernières années, l'UBCI a terminé l'année 2023 sur une belle note d'optimisme. 2022 a été une année performante pour la banque à tous les plans. L'établissement y a progressé dans le déploiement de ses projets stratégiques, notamment la transformation de son système d'information et la réorganisation de son dispositif commercial dans le cadre d'une croissance plus efficiente.</p> <p>La refonte du système d'information sera achevée en 2024. Ce nouveau Core Banking permettra, notamment, de digitaliser la majorité de services bancaires afin d'améliorer l'expérience client et continuer à répondre plus efficacement à ses besoins les plus pointus avec une maîtrise optimale des délais. Ce système donnera la possibilité de saisir de nouvelles opportunités pour un nouveau modèle bancaire.</p> <p>L'atterrissage du premier semestre de 2023 a été décevant pour la filiale du groupe CARTE. Malgré la résilience de l'activité d'intermédiation (+3,5 % à 2,9 milliards de dinars au niveau de l'encours des crédits et +6,9 % à 3,4 milliards de dinars au niveau de l'encours des dépôts par rapport au 31 décembre 2022), la croissance du PNB (+5,9 % à 151,8 MDt) s'est avérée insuffisante pour faire face à la flambée du coût du risque et des frais de personnel (+9,2 % à 63,9 MDt). Résultat des courses, la banque a accusé une baisse de son résultat net de 9,4 % à 25,2 MDt.</p> <p>Sur le long terme, l'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse avec des leviers de croissance présentement sous-exploités : 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau 3) un portefeuille de crédits sain qui permet d'asseoir une politique commerciale plus dynamique et 4) développement des synergies autour de la bancassurance avec le groupe CARTE.</p> <p>Au vu des résultats du S1 2023 et de notre benchmarking bancaire de septembre 2023 (voir notre dernière étude sur le secteur bancaire) nous passons d'« Acheter » à « Conserver avec des perspectives positives » sur l'UBCI.</p>							
Société	UBCI								
Capitalisation boursière (en MDt)	450								
Performance	+8,0 %	P/E 2024e (x)	11,0	P/B 2023e (x)	0,9	Dividend Yield 2023e	5,6 %	Opinion	Conserver (+)

Commentaires									
Rang	25	Grâce au rallye de fin d'année, le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a terminé 2023 sur une bonne performance.							
Société	TELNET HOLDING	Sur le premier semestre de l'année 2023, le groupe TELNET a maintenu son élan de croissance affichant une progression de son chiffre d'affaires consolidé de 11,1 % à 30,6 MDt. L'activité a profité de la bonne orientation du pôle recherche et développement en ingénierie produit dont les revenus ont progressé de 12,9 %, portés par l'activité Monétique. La rentabilité a, également, été au rendez-vous sur la première moitié de 2023 (une hausse du Bottom Line de 6,2 % à 4,3 MDt). Dans les prochaines années, la feuille de route tracée par l'équipe de direction prévoit une poursuite de l'internationalisation et de la montée en compétence technologique pour se positionner sur les satellites, les drones, les voitures électriques et la robotique.							
Capitalisation boursière (en MDt)	93	La valorisation actuelle du titre nous semble tentante pour une valeur technologique, sur la base du périmètre actuel de TELNET. Par ailleurs, les nouveaux projets devraient donner un nouvel élan au groupe sur le long terme. Nous réitérons notre opinion à « l'Achat » sur TELNET au regard de ce potentiel de croissance, de la qualité des fondamentaux et du profil « High Tech » du groupe, tout en suivant de près l'impact de l'activité « Aerospace » sur les revenus et les marges du groupe.							
Performance	+7,4 %	P/E 2024e (x)	12,5	P/B 2023e (x)	2,5	Dividend Yield 2023e	7,1 %	Opinion	Acheter
Rang	26	En dépit de ses performances commerciales saluaires, le titre ENNAKL a clôturé l'année sur une modeste performance boursière. À l'instar de ses pairs, le concessionnaire multimarque fait face à une concurrence de plus en plus féroce suite à l'arrivée des marques asiatiques, qui accaparent désormais la part du lion du marché automobile tunisien (61,7 % de PDM à fin juin 2023). La stratégie du groupe de Wolfsburg, comme pour ARTES, n'est pas de concurrencer les marques chinoises sur les prix mais sur le couple qualité/sécurité qui reste un argument de ventes pour le segment premium qui délivre la marge la plus élevée. Au terme du troisième trimestre de l'année 2023, ENNAKL a vu son chiffre d'affaires se bonifier de 33,8 % à 443,5 MDt et ce, grâce à un mix produit diversifié et plus haut de gamme. Toutefois, le taux de marge brute d'ENNAKL a perdu 3,8 points pour s'établir à 16 % sur la même période. Il s'agit du deuxième meilleur taux de marge brute du secteur coté. A fin juin 2023, les états financiers consolidés font ressortir un résultat net part du groupe de 21,9 MDt, en légère progression de 4,8 % comparé au 30 juin 2022. Le titre ENNAKL traite à des niveaux de valorisation en ligne avec la moyenne des multiples de ses pairs cotés (ARTES, CITY CARS et STA) et de ses comparables régionaux. Nous recommandons de « Conserver » le titre.							
Société	ENNAKL AUTO.								
Capitalisation boursière (en MDt)	375								
Performance	+4,9 %	P/E 2024e (x)	8,1	P/B 2023e (x)	1,6	Dividend Yield 2023e	5,2 %	Opinion	Conserver
Rang	27	Le titre du leader national du secteur du ciment a terminé l'année 2023 sur une fade performance boursière. En 2022, dans un secteur en régression, le cimentier a réussi à maintenir sa position de leader, avec une part de marché totale de 23 %. En effet, au terme de l'année écoulée, le cimentier a annoncé un chiffre d'affaires de 367 MDt, en hausse de 13 % par rapport à 2021, représentant 93,8 % du budget. En 2022, le résultat net du cimentier s'est inscrit en progression de 13,3 %, s'établissant à 35,7 MDt, soit un taux de marge nette stable de 9,7 %. Le cimentier avait réussi sa restructuration opérationnelle, témoignant d'une rentabilité opérationnelle en nette amélioration depuis 2021. Au terme du troisième trimestre 2023, CARTHAGE CEMENT a réalisé un chiffre d'affaires de 322,9 MDt, en hausse de 23 % par rapport à la même période de 2022. Cette évolution est attribuable à la hausse du chiffre d'affaires export de +14 % et de celle du chiffre d'affaires local de +26 %. Le cimentier a décroché, grâce à la qualité de ses produits, un marché d'export d'un million de tonnes de ciment vers le marché américain, avec une option de 500 000 tonnes additionnelles. La bonne nouvelle est que les démarches nécessaires pour changer la vocation du terrain du cimentier sont en cours. Il est possible qu'une fois ce problème foncier résolu, un nouvel appel d'offres pour la cession de la cimenterie sera lancé et aura plus de chances de concrétisation. Le titre CARTHAGE CEMENT traite désormais à des niveaux raisonnables. À ces niveaux de valorisation, Carthage Cement traite moins cher que la moyenne de ses pairs régionaux et internationaux. En attendant la concrétisation des objectifs du business plan de la société, nous recommandons de « Conserver » le titre avec des perspectives positives.							
Société	CARTHAGE CEMENT								
Capitalisation boursière (en MDt)	677								
Performance	+3,7 %	P/E 2024e (x)	8,4	P/B 2023e (x)	2,7	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Conserver (+)

Commentaires									
Rang	28								
Société	MAGHREBIA VIE	<p>Le titre ASSURANCES MAGHREBIA VIE termine l'année sur une performance boursière fade. L'assureur vie se distingue par son business model solide, sa solidité bilancielle (une marge de solvabilité confortable, s'établissant 4,3 x la marge réglementaire requise) et sa rentabilité technique (un ratio combiné de 64,7 % en 2022). Au 30 juin 2023, le résultat net de l'assureur vie s'est hissé de 39,5 % à 9,3 MDt grâce notamment à l'amélioration des produits de placement et à la baisse de l'IS. Le titre traite à des niveaux de valorisation corrects, en ligne avec la moyenne du secteur, tout en présentant le meilleur rendement en dividendes (4,8 %) du secteur coté.</p> <p>Nous recommandons le titre à « l'Achat ».</p>							
Capitalisation boursière (en MDt)	151								
Performance	+2,1 %	P/E 2024e (x)	8,4	P/B 2023e (x)	1,2	Dividend Yield 2023e	4,8 %	Opinion	Acheter
Rang	29								
Société	BNA	<p>La BNA s'est bien défendue en Bourse en 2023. L'exercice 2023 s'annonce difficile pour la banque étatique. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes de la première moitié de l'année : une hausse timide des crédits de 1,3 % à 14 milliards de dinars, une baisse des dépôts de 2,2 % à 10,8 milliards de dinars. Par ailleurs, malgré la progression soutenue du PNB (+10,8 % à 496,3 MDt), la flambée des dotations aux provisions sur les créances (atteignant un record historique de 195,6 MDt sur un semestre) a fini par plomber la rentabilité. Ainsi, la BNA a bouclé les six premiers mois de 2023 sur une régression du résultat net de -18,2 % à 90,2 MDt.</p> <p>Le renforcement de la capacité bénéficiaire au fil des années, les plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement consolidé l'assise financière de la banque. Le bras financier de l'État jouit, aujourd'hui, de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui correspondent quasiment au double des minima réglementaires. Cependant, la BNA affiche deux carences de taille dans ses comptes : une qualité du portefeuille qui reste à surveiller particulièrement étant donné la conjoncture et un ratio de transformation global tendu.</p> <p>Sur le papier, la valorisation de la BNA est attractive, compte non tenu des plus-values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées. Toutefois, la fragilité de la qualité du portefeuille et l'exposition élevée aussi bien directe qu'indirecte au risque souverain à l'aune du stress budgétaire ne devraient pas favoriser un retour pérenne des investisseurs au titre.</p> <p>Nous recommandons d'alléger l'exposition à la valeur.</p>							
Capitalisation boursière (en MDt)	520								
Performance	+1,6 %	P/E 2024e (x)	5,8	P/B 2023e (x)	0,3	Dividend Yield 2023e	9,8 %	Opinion	Alléger

Commentaires

Rang	30	Retournement de tendance défavorable en Bourse pour la STB en 2023. Une contreperformance, sans doute expliquée par les réalisations décevantes de 2022 (un résultat net en baisse de -21,5 % à 81,6 Mdt). Il semble que l'instabilité managériale qui a marqué les dernières années et le contexte économique en berne aient rejailli sur la rentabilité de la banque.							
Société	STB	La donne semble changer en 2023. La STB a publié des résultats de bonne facture au terme du premier semestre de 2023. L'activité d'intermédiation s'est bien comportée avec une progression des dépôts de 2,1 % à 9,7 milliards de dinars et une hausse de l'encours des crédits de 2,3 % à 10,8 milliards de dinars. Le PNB de la banque publique a affiché une croissance modérée de 3,2 % à 336,4 Mdt. C'est la baisse notable du coût du risque qui a été l'évènement le plus marquant du premier semestre. Ce dernier s'est rétracté de 18 % à 98 Mdt. Cet évènement a permis de libérer un important potentiel de croissance bénéficiaire pour la banque. L'établissement a, en effet, dégagé un bénéfice net semestriel de 37,3 Mdt, soit une envolée de 30,5 % par rapport à la même période de 2022.							
Capitalisation boursière (en Mdt)	581	L'amélioration de la capacité bénéficiaire sur la première moitié de 2023 est un évènement à saluer. Cependant, elle pourrait cacher un relâchement des efforts de couverture des créances classées chez la banque publique. Sur le papier, la valorisation de la STB est attrayante, le groupe traitant à la moitié de ses fonds propres comptables ajustés de 2023, selon nos estimations. Néanmoins, l'exposition élevée au secteur du tourisme constitue un point de vigilance particulier pour nous à l'aune de la crise actuelle. Les retombées de cette crise devraient retarder le chantier de la restructuration. Elles constituent une menace pour l'élan de la banque et pour les priorités de son management actuel. Notre recommandation sur le titre est «Alléger».							
Performance	-1,6 %	P/E 2024e (x)	7,6	P/B 2023e (x)	0,4	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Alléger
Rang	31	Le titre de l'assureur multibranche a terminé l'année sur une performance boursière terne (-2,2 %). ASSURANCES MAGHREBIA figure parmi nos « best picks » du secteur.							
Société	MAGHREBIA	L'assureur se distingue par la résilience de son business model et par la meilleure rentabilité technique (un ratio combiné de 82,4 % en 2022, contre une moyenne du secteur coté de 92,4 %). L'assureur affiche également le meilleur ROE du secteur en 2022 de 22,3 %, contre un ROE 2022 moyen du secteur de 14,3 %. Au 30 juin 2023, le résultat net part du groupe de l'assureur s'est établi à 18,3 Mdt, soit une croissance de 5,2 % par rapport à la même période en 2022.							
Capitalisation boursière (en Mdt)	236	Nous recommandons le titre à « l'Achat ».							
Performance	-2,2 %	P/E 2024e (x)	7,4	P/B 2023e (x)	1,2	Dividend Yield 2023e	4,5 %	Opinion	Acheter

		Commentaires							
Rang	32	<p>Depuis 2021, la brasserie déçoit 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 (essentiellement du sucre et du CO2 alimentaire) ayant perturbé la production et le décès du Président Directeur Général, feu Mohamed BOUSBIA, figure tutélaire de la SFBT, ont davantage pesé sur le comportement boursier de la société.</p> <p>Sur le premier semestre de l'année 2023, la société mère du groupe a publié des résultats mitigés. Le chiffre d'affaires a maintenu le cap sur la croissance (+5 % à 357,5 MDt). Malgré la baisse du résultat d'exploitation (-7,1 % à 81,6 MDt) et le tassement des marges, la brasserie est parvenue à afficher une croissance bénéficiaire de +2,3 % à 150,2 MDt grâce à son activité financière dynamique.</p> <p>La SFBT a publié, fin septembre 2023, un communiqué annonçant la nomination de M. Elyes FAKHFAKH en tant que nouveau Directeur Général (en remplacement de M. Mustapha ABDELMOULA) et la nomination de M. Mustapha ABDELMOULA en tant que nouveau Président du Conseil d'Administration (en remplacement de M. Gilles MARTIGNAC). Nous pensons que ce changement managérial devrait donner un nouveau départ à la stratégie de développement du groupe dans les prochaines années.</p> <p>Sur le papier, la SFBT affiche une valorisation intéressante eu égard aux fondamentaux solides du groupe qui se caractérisent par :</p> <ul style="list-style-type: none"> – 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-flows stables et d'une situation financière solide, ménageant le recours à la dette et favorisant une politique généreuse de dividende. <p>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.</p> <p>Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur la SFBT.</p>							
Société	SFBT								
Capitalisation boursière (en MDt)	3 081								
Performance	-2,2 %	P/E 2024e (x)	11,2	P/B 2023e (x)	2,9	Dividend Yield 2023e	5,9 %	Opinion	Acheter
Rang	33	<p>Le titre LAND'OR a clôturé l'année sur une terne performance boursière. Le fromager tunisien continue de pâtir d'un contexte opérationnel difficile marqué par le renchérissement des prix des matières premières. À fin juin 2023, la société a affiché un déficit de -2,4 MDt contre un bénéfice de 1,4 MDt une année auparavant, et ce, en raison de la hausse des coûts des achats consommés et de la charge du personnel. Toutefois, le management précise qu'après une période de flambée de prix qui a duré tout au long de 2022 et durant le premier semestre de 2023, les prix des matières premières suivent désormais une tendance baissière. Cette baisse est de nature à réduire les coûts de production et à rétablir la marge brute.</p> <p>À fin septembre 2023, le chiffre d'affaires de la société a affiché une progression de 21 % à 144,9 MDt. Une croissance portée par l'amélioration des ventes locales (+19 %) et l'envolée des ventes à l'export (+30 %).</p> <p>En attendant un retour sur investissement de la nouvelle filiale marocaine et un rétablissement des marges, nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>							
Société	LAND'OR								
Capitalisation boursière (en MDt)	83								
Performance	-2,6 %	P/E 2024e (x)	n.s.	P/B 2023e (x)	1,4	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Conserver

		Commentaires							
Rang	34	<p>L'année 2023 a marqué une rupture dans la croissance en Bourse de la BH BANK. Il semblerait que le changement managérial opéré mi 2022 et les résultats décevants de 2022 aient pesé sur le comportement boursier du titre. Par ailleurs, la morosité ambiante a fini par impacter le coût du risque de la banque étatique et sa qualité du portefeuille en 2022.</p> <p>L'exercice 2023 s'annonce difficile pour la banque étatique. C'est ce que confirment les réalisations du premier semestre. La banque a accusé la plus forte baisse de Bottom Line (-26,5 % à 59,1 MDt) à l'échelle du secteur bancaire coté. En cause, la hausse soutenue des charges opératoires et la flambée du coût du risque qui est quasiment passé du simple au double à près de 87 MDt.</p> <p>La stratégie de la BH dans les prochaines années repose essentiellement sur l'orientation client et la croissance accompagnée par la rentabilité et la conformité. Les efforts de la banque seront principalement axés sur : 1) le rééquilibrage de l'activité entre les segments du Corporate, les PME et le Retail, 2) la relance de l'activité du crédit habitat, cœur de métier de la banque et son produit d'appel, 3) la maîtrise de l'activité de la promotion immobilière, 4) la maîtrise du coût des ressources et 5) l'optimisation des processus pour améliorer l'efficacité opérationnelle.</p> <p>Première capitalisation du secteur bancaire public, la BH affiche une valorisation attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le «Flight to Quality» qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux (exposition encore élevée au secteur immobilier, une liquidité sous pression et une qualité du portefeuille sous les clignotants consommatrice en coût du risque), il y a encore du chemin à parcourir par la BH.</p> <p>Nous recommandons de «Conserver» le titre BH BANK.</p>							
Société	BH BANK								
Capitalisation boursière (en MDt)	569								
Performance	-5,2 %	P/E 2024e (x)	6,1	P/B 2023e (x)	0,4	Dividend Yield 2023e	3,8 %	Opinion	Conserver

Commentaires

Rang	35	Malgré le relèvement des dividendes et les performances supérieures aux promesses en 2022, le titre SAH peine à décoller en Bourse, affichant une performance annuelle dans le rouge.							
Société	SAH LILAS	Le groupe SAH a publié au titre du premier semestre de 2023 des résultats contrastés. L'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance (+7,9 % à 428,9 MDt au niveau du chiffre d'affaires et +5,7 % à 36,7 MDt au niveau du résultat d'exploitation). Cependant, les bénéfices ont été pénalisés par la hausse sensible des charges financières (+7,3 % à 21 MDt). In fine, SAH a affiché une baisse de son résultat net part du groupe de -6,8 % à 12,4 MDt.							
Capitalisation boursière (en MDt)	672	Le groupe entame, désormais, une nouvelle page de son histoire, en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. La nouvelle usine dédiée à cette ligne de métier a été déjà construite et entrera en exploitation fin 2023 – début 2024, selon le management. Elle sera spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après-shampoing, du gel douche, du déodorant et du dentifrice. Ensuite, le management compte percer le créneau des produits parapharmaceutiques comme les crèmes pour le visage et la peau.							
		Aujourd'hui, SAH Lilas traite à 7,9 x son EBITDA estimé pour 2023. Un niveau de valorisation attrayant comparativement à la moyenne internationale. Par ailleurs, nous estimons que ce niveau de valorisation ne reflète pas intégralement les perspectives de croissance organique du groupe et son potentiel de rebond à moyen terme.							
		Dans une conjoncture malmenée par la crise économique en Tunisie et par la stagflation, le titre représente une opportunité d'investissement attractive à bien des égards :							
		- Il s'agit d'une valeur défensive opérant dans un secteur peu sensible aux cycles économiques baissiers ;							
		- Il s'agit d'une valeur de croissance : Le groupe opère sur des marchés en pleine expansion. Les marchés africains sont caractérisés par des taux de natalité et de croissance économique élevés et sont très propices à la croissance organique ;							
		- Il s'agit d'une valeur internationale : Après avoir gagné le pari de sa transformation en un champion national des produits d'hygiène et papier et des détergents, fortement intégré, le groupe affiche de fortes ambitions internationales ;							
		- Il s'agit d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels : Grâce à la taille de sa capitalisation boursière et de son flottant, SAH LILAS figure parmi les titres les plus liquides de la place. Outre sa liquidité élevée, son actionariat institutionnalisé fait du groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels, notamment, les investisseurs étrangers.							
		Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur SAH LILAS.							
Performance	-5,7 %	P/E 2024e (x)	14,6	P/B 2023e (x)	2,1	Dividend Yield 2023e	4,1 %	Opinion	Acheter

Commentaires									
Rang	36	<p>Malgré d'excellentes performances opérationnelles, la tendance boursière a été indécise en 2023 pour le champion national des produits laitiers. En dépit d'une conjoncture économique difficile, une forte inflation et la baisse du pouvoir d'achat du consommateur tunisien, le groupe DELICE a atteint sur les deux dernières années, des jalons très importants et a réalisé des performances records. Autres faits à l'honneur des deux dernières années, DELICE commence à rationaliser ses «CAPEX» et a mis en place des solutions de financement intragroupe. Résultat des courses : le groupe est entré dans une phase de désendettement et de génération de cash-flows qui a commencé à conforter sa trésorerie et à réduire sensiblement le poids de ses charges financières.</p> <p>À la lumière des performances des neuf premiers mois de 2023 (une croissance des revenus consolidés de 11,3 % à 1,1 milliard de dinars), nous pensons que le groupe DÉLICE est bien outillé pour réaliser une progression de son chiffre d'affaires de 8,9 % à 1,4 milliard de dinars et un bond de 13,1 % à 88,8 Mdt au niveau de son résultat net part du groupe, sur l'année pleine 2023.</p> <p>DELICE HOLDING traite actuellement à des multiples de 7,2 x ses bénéfices et 4,1 x son EBITDA estimés en 2023 ; une valorisation attrayante qui offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation/diversification, aux fondamentaux solides et disposant d'avantages compétitifs durables.</p> <p>La libéralisation très attendue, mais sans visibilité quant à l'échéance, des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour le titre. Nous recommandons un positionnement à l'achat sur DÉLICE HOLDING.</p>							
Société	DÉLICE HOLDING								
Capitalisation boursière (en Mdt)	642								
Performance	-6,1 %	P/E 2024e (x)	7,2	P/B 2023e (x)	1,5	Dividend Yield 2023e	3,4 %	Opinion	Acheter
Rang	37	<p>L'action de la filiale du groupe ARAB BANK a changé de trajectoire comparativement à l'année 2022. Les pressions vendeuses ont malmené le titre malgré le retour aux bénéfices affiché au titre de l'exercice 2022 (un bénéfice net individuel de 11,4 Mdt et un résultat net part du groupe de 29,6 Mdt). Le bilan du premier semestre de 2023 a été contrasté pour l'ATB. Alors que l'activité d'intermédiation a été mal orientée (baisse de l'encours des crédits et des dépôts par rapport au 31 décembre 2022) et que la productivité s'est globalement dégradée, la filiale du groupe ARAB BANK est parvenue à garder le cap sur la croissance bénéficiaire. Et pour cause, une régression du coût du risque (-5,3 % à 33,8 Mdt). L'ATB a clôturé la première moitié de 2023 avec un résultat net de 10,4 Mdt (soit une croissance de 22,2 % par rapport à la même période de 2022).</p> <p>Théoriquement, la valorisation mérite le détour, mais la dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années, le niveau élevé du coût du risque et la faible rentabilité des capitaux propres, nous incitent à la prudence. Notre recommandation est «Alléger» sur le titre.</p>							
Société	ATB								
Capitalisation boursière (en Mdt)	270								
Performance	-6,6 %	P/E 2024e (x)	9,1	P/B 2023e (x)	0,5	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Alléger

Commentaires

Rang	38	L'unique loueur islamique en Tunisie fait figure de mauvais élève du secteur du leasing coté en 2023 avec une performance boursière dans le rouge. Le comportement atone de la valeur affiché sur 2023 contraste avec la bonne dynamique de l'activité et l'amélioration sensible de la rentabilité sur l'année 2022.							
Société	BEST LEASE	Le premier semestre 2023 a été éprouvant pour BEST LEASE. A contre-courant de la tendance sectorielle, la compagnie a connu un repli de son Produit Net de Leasing de -11,6 % à 12,5 Mdt et une chute de son résultat net de -25,1 % à 3,9 Mdt.							
Capitalisation boursière (en Mdt)	60	BEST LEASE jouit d'un positionnement de niche qui la met à l'abri de la guerre des prix. Une productivité maîtrisée. Une qualité du portefeuille à la pointe du secteur. Un matelas de fonds propres important permettant à la société d'encaisser les chocs conjoncturels.							
		BEST LEASE a beau être une société bien capitalisée, sa politique de dividende est moins généreuse que la concurrence cotée. Vu la rareté des financements islamiques en Tunisie, l'unique leaseur islamique du pays, préfère retenir la majorité de ses bénéfices pour autofinancer son activité et sa croissance future.							
		BEST LEASE affiche un cachet unique dans le secteur puisqu'il s'agit de la seule société de leasing islamique. Une spécificité qui peut attirer certains investisseurs à la quête de ce type de papier.							
		Nous recommandons de « Conserver » le titre.							
Performance	-6,6 %	P/E 2024e (x)	7,0	P/B 2023e (x)	0,6	Dividend Yield 2023e	5,0 %	Opinion	Conserver

Commentaires

Rang	39								
Société	SMART TUNISIE								
Capitalisation boursière (en MDt)	143	<p>Malgré l'annonce d'un programme d'augmentation de capital par incorporation des réserves à réaliser en deux tranches sur la période 2023-2024 (une attribution gratuite d'actions nouvelles en 2023 à raison d'une action nouvelle pour cinq anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1er janvier 2023 et une attribution gratuite d'actions nouvelles en 2024 à raison d'une action nouvelle pour six anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1er janvier 2024), le titre SMARTTUNISIE n'a pas réussi à se démarquer en Bourse en 2023. Un parcours boursier qui va dans le sens des résultats de 2022.</p> <p>L'exercice 2022 a été, en effet, un « accident de parcours » pour le groupe SMARTTUNISIE. Malgré une activité d'exploitation bien portante avec une poursuite de la croissance Top Line et une consolidation des marges, le leader de la distribution de l'IT en Tunisie a accusé une dégradation de sa rentabilité nette. Le groupe a payé les frais d'un contexte de change nettement défavorable et de la flambée de ses charges financières. L'augmentation du coût de l'endettement porte la marque de la hausse des taux et de l'accroissement du besoin en fonds de roulement. Il sied de noter que n'eût été la politique de couverture contre le risque de change mise en place par le management, la facture des charges financières aurait été bien plus élevée.</p> <p>Durant l'AGO du 28 avril 2023, l'équipe de direction a levé le voile sur un nouveau business plan, s'étalant sur la période 2023-2025. Il allie croissance et consolidation de la rentabilité. Ce plan d'affaires est fondé sur des hypothèses réalisables. Il table sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires consolidé de 5,2 % sur la période 2023-2025, - Une progression de l'EBITDA consolidé de 5,8 % en moyenne sur la période prévisionnelle, - et une hausse annuelle moyenne du Bottom Line de 5,7 % sur la période du business plan pour atteindre 21,8 MDt à l'horizon 2025. <p>La stratégie du groupe SMART s'articule autour de trois grands axes de développement :</p> <p>i/ Préserver et consolider la position du groupe en tant que leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie ;</p> <p>ii/ Élargir les lignes de produits à travers la représentation de nouvelles marques et l'introduction de nouvelles lignes de métiers axées sur le service. Le groupe SMART est parvenu, récemment, à signer un accord de partenariat avec le géant mondial SAMSUNG ELECTRONICS pour distribuer les smartphones et les tablettes de la marque SAMSUNG en Tunisie. Avec ce nouveau partenariat, l'activité téléphonie mobile de SMART se compose, ainsi, des marques HUAWEI, TECNO, LOGICOM, VIVO, HONOR et SAMSUNG.</p> <p>iii/ Développer le volet logistique sur le court et moyen terme à travers la finalisation de l'extension du siège qui devrait entrer en exploitation en 2024 et la création d'une plateforme logistique (après 2025) pour les besoins du groupe que pour les besoins d'entreprises tierces. A noter que l'extension du siège devrait permettre à SMART de tripler la capacité de stockage et de doubler l'espace de représentation des marques (passage de 30 box à 65 box).</p> <p>Avec une capitalisation de 143,4 MDt, le titre traite à des multiples de valorisation de 7,4 x les bénéfices et de 5,5 x l'EBITDA estimés de 2023. Un niveau de valorisation intéressant dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, SMART offre un rendement en dividende attractif (un Dividend Yield de 10,3 %).</p> <p>Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.</p>							
Performance	-9,6 %	P/E 2024e (x)	7,0	P/B 2023e (x)	1,6	Dividend Yield 2023e	10,3 %	Opinion	Acheter

		Commentaires							
Rang	40	<p>À l'image de l'année précédente, le titre de la cinquième capitalisation boursière du marché tunisien a connu une performance boursière décevante, reculant de -10,3 %.</p> <p>En 2022, les états financiers consolidés de PGH font ressortir un chiffre d'affaires de 3164,5 MDt, en hausse annuelle de 10 %. Toutefois, la dépréciation du dinar et la hausse des coûts des matières premières ont mis la pression sur les marges du groupe. Ainsi, la marge d'EBITDA s'est effritée de 2 points de taux à 14,2 %. Le résultat net du part du groupe en 2022 a accusé un repli de 29 % à 65,8 MDt, en raison principalement de la baisse des plus-values de cession, s'établissant à 12 MDt contre 46,2 MDt en 2021. À fin septembre 2023, le chiffre d'affaires global du groupe a dépassé les 3 milliards de dinars, enregistrant une légère progression de 3 % par rapport à la même période de 2022. Le conglomérat compte renforcer davantage sa stratégie capitalistique en consacrant une enveloppe moyenne d'investissement de 346 MDt sur la période 2023-2025. Le groupe entend continuer à investir massivement dans les mêmes métiers historiques (investissements de maintien et d'extension de capacité notamment dans l'aviculture, l'agroalimentaire, les NTICs et les matériaux de construction...). Le secteur des énergies renouvelables et la maîtrise du coût de l'énergie constituent, également, un axe principal d'investissement pour le groupe.</p> <p>Entre 2022-2025, le management table sur une croissance moyenne des revenus de 8,3 % pour atteindre 4017 MDt au bout de 2025. Une progression annuelle moyenne de la marge brute de 8,1 % pour s'établir à 1262 MDt à fin 2025. Une progression de 7,9 % de l'EBITDA sur la même période. Ces prévisions devraient se traduire par un léger effritement des marges du groupe.</p> <p>En attendant un meilleur retour des prochains investissements et une gestion d'actif plus dynamique, nous recommandons de « Conserver » le titre avec des perspectives positives.</p>							
Société	PGH								
Capitalisation boursière (en MDt)	1 375								
Performance	-10,3 %	P/E 2024e (x)	17,5	P/B 2023e (x)	1,4	Dividend Yield 2023e	3,1 %	Opinion	Conserver (+)
Rang	41	<p>Après avoir été bien accueillie en Bourse en 2022, clôturant l'année sur une embellie de 57 %, le titre STA, a terminé l'année 2023 sur une décrue de -11,6 % en raison des réalisations fort décevantes de la société. Sur le segment des véhicules particuliers, le concessionnaire de la marque chinoise « Chery » s'est retrouvé à fin juin 2023, à la 14e position, avec uniquement 1,9 % de part de marché et 392 unités vendues. La société a expliqué la baisse de son activité par le déclin des ventes du segment SUV sur l'ensemble du marché automobile en Tunisie, et ce, à la suite de la détérioration du pouvoir d'achat du consommateur tunisien et le renchérissement des prix des véhicules en raison de la hausse des frais du transport. Le concessionnaire a rapporté que la commercialisation effective des voitures n'a démarré qu'à partir de fin février 2023 en raison d'un retard dans la livraison des véhicules durant le premier trimestre de 2023. À fin juin 2023, le résultat net du concessionnaire de la marque chinoise s'est établi à 1,5 MDt, contre un résultat net de 3,6 MDt une année auparavant. À fin septembre 2023, le chiffre d'affaires du concessionnaire a accusé un repli de 45,7 % à 50,1 MDt. Le concessionnaire a réussi, tout de même, à améliorer sa marge brute de 2,3 points de pourcentage à 14,6 %. Il s'agit, néanmoins, de la marge la plus faible du secteur coté. Le titre STA traite à des niveaux de valorisation en ligne avec la moyenne des multiples de ses pairs cotés (ARTES, ENNAKL et CITY CARS) et de ses comparables régionaux. Toutefois, vu que le niveau de rentabilité du concessionnaire demeure inférieur à celui de ses pairs locaux cotés, nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>							
Société	STA								
Capitalisation boursière (en MDt)	39								
Performance	-11,6 %	P/E 2024e (x)	12,6	P/B 2023e (x)	1,3	Dividend Yield 2023e	3,5 %	Opinion	Conserver

		Commentaires							
Rang	42	<p>Fortement secouée par les mauvaises réalisations du papetier en 2023, l'euphorie des deux années précédentes prend fin. Le titre SOTIPAPIER a connu une année boursière morose, reculant de -15,7 %. À fin septembre 2023, le chiffre d'affaires du papetier a accusé un repli de 40 % à 73,7 MDt. Une baisse résultant aussi bien de la dégringolade de 44 % du chiffre d'affaires Kraft que de la baisse de 36 % du chiffre d'affaires Testliner & Fluting suite à une baisse simultanée des prix de vente et des quantités vendues. En effet, la demande en papier kraft a subi un net recul sur le marché tunisien avec la substitution des sacs en Kraft par les sacs en plastique pour emballer le ciment. Cette décision a causé au papetier une perte de plus de 20 MDt sur l'année 2023, soit 37 % du chiffre d'affaires Kraft.</p> <p>Au terme du premier semestre de 2023, le résultat net du spécialiste en papiers s'est établi à 5,9 MDt, contre un résultat net 15,9 MDt une année auparavant. Pour la SOTIPAPIER, l'année 2024 sera consacrée à la mise en œuvre et au démarrage de nouveaux équipements afin de moderniser l'outil de production et de développer l'activité papier pour les caisses en cartons ondulés. Il convient de rappeler que la SOTIPAPIER a signé un accord avec la firme panafricaine d'investissement « SANGO CAPITAL » pour une prise de participation majoritaire (52 %) dans son capital. SWICORP effectuera une sortie progressive du capital du papetier d'ici fin 2024.</p> <p>Nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>							
Société	SOTIPAPIER								
Capitalisation boursière (en MDt)	159								
Performance	-15,7 %	P/E 2024e (x)	10,2	P/B 2023e (x)	2,1	Dividend Yield 2023e	2,1 %	Opinion	Conserver
Rang	43	<p>La BTE poursuit sa déroute en Bourse. Le retour aux bénéfices en 2019 n'aura pas duré longtemps pour la banque à capitaux tuniso-émiratis. La BTE a dégagé des pertes en 2020, en 2021 et en 2022.</p> <p>Sur le premier semestre 2023, la banque s'est enfoncée dans le rouge (un déficit de près de 16 MDt contre des pertes de 12,8 MDt au terme de la première moitié de 2022) en dépit de la baisse du coût du risque (-12,1 % à 14,3 MDt).</p> <p>Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs. Cependant, la nomination d'un nouveau management depuis novembre 2022 (nomination de Mme Feriel CHABRAK) est de nature à rassurer les investisseurs sur la mise en place d'une nouvelle stratégie pour la banque afin de redresser ses comptes.</p> <p>Nous recommandons d'alléger l'exposition au titre en attendant le retour aux bénéfices.</p>							
Société	BTE (ADP)								
Capitalisation boursière (en MDt)	5								
Performance	-21,7 %	P/E 2024e (x)	n.s.	P/B 2023e (x)	0,2	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Alléger
Rang	44	<p>La déception boursière entamée, depuis 2018, suite à l'échec du projet d'acquisition par le groupe européen MONBAT, s'est poursuivie jusqu'en 2023. L'impact de la crise sanitaire a malheureusement été plus dur que prévu. Les ventes locales et à l'export peinent encore à décoller. À fin juin 2023, le leader tunisien des batteries affiche un déficit de -7,2 MDt, contre un déficit de -3,7 MDt une année auparavant. Le ralentissement des ventes des segments de la première monte et de celui des pièces de rechange ne fait qu'alimenter les doutes sur une reprise solide de l'activité. L'indexation des prix de vente à l'export sur le cours du plomb LME alimente la non-prévisibilité des résultats. Les perspectives de croissance de l'équipementier, opérant dans un secteur qui connaît une importante révolution technologique, sont malheureusement limitées. L'entrée d'un partenaire industriel est une possibilité concrète surtout en présence d'un actionariat aussi éclaté.</p> <p>Nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>							
Société	ASSAD								
Capitalisation boursière (en MDt)	20								
Performance	-22,9 %	P/E 2024e (x)	n.s.	P/B 2023e (x)	1,5	Dividend Yield 2023e	0,0 %	Opinion	Conserver

Commentaires

Rang	45	2023 est une année à marquer d'une pierre noire pour EURO-CYCLES aussi bien sur le plan boursier que sur le plan opérationnel. Sur le premier semestre 2023, le groupe a connu un décrochage de son chiffre d'affaires de 43,4 % à 49,2 MDt et une chute de son résultat net part du groupe à 1,8 MDt contre des bénéfices de 9,5 MDt au terme de la première moitié de 2022.							
Société	EURO-CYCLES	2024 s'annonce comme étant l'année de tous les défis pour EURO-CYCLES. Alors que la guerre en Ukraine continue à faire rage et ne présente pas des signes de répit et que l'économie n'a pas retrouvé sa pleine forme en Europe, les perspectives de la demande sur le vélo sur le vieux continent restent incertaines. Le projet de production des vélos électriques n'a pas encore atteint l'état d'avancement souhaité. La machine de production de vélos électriques tourne encore au ralenti et représente une part insignifiante de la production.							
Capitalisation boursière (en MDt)	156	Malgré ces perspectives à court terme en demi-teinte, le management d'EURO-CYCLES voit l'avenir avec sérénité. La société a tout pour retrouver sa vitesse de croisière, selon ses dirigeants, à commencer par des relations privilégiées avec ses partenaires, une proximité du marché européen, un outil de production à la pointe de la technologie et qui évolue vers plus d'intégration, et des projets de développement à plus forte valeur ajoutée comme le vélo connecté et le vélo cargo. Grâce aux politiques environnementales mises en place par les gouvernements dans les pays développés pour encourager l'utilisation du vélo (comme le Plan Vélo 2024). Le vélo comme mode de déplacement restera un véritable « game changer » dans la révolution des mobilités que vivent la plupart des villes dans le monde.							
		Nous avons la conviction qu'EURO-CYCLES est bien outillée pour surmonter les difficultés conjoncturelles. Le potentiel de croissance du groupe à moyen et long terme est certain. Cependant, au vu de sa valorisation actuelle, la temporisation reste le mot d'ordre.							
		Nous recommandons de « Conserver » le titre.							
Performance	-34,1 %	P/E 2024e (x)	16,7	P/B 2023e (x)	2,7	Dividend Yield 2023e	3,1 %	Opinion	Conserver