

Rétrospective 2022 des valeurs cotées

Département Études & Recherches

Rédigé le 31/12/2022

N°	Société	Performance 2022	Commentaire	P/E 2022e	P/B 2021	Dividend yield 2022e	Opinion
1	AeTECH	+90,7%	Pour une fois, le titre de la société spécialisée dans les technologies électroniques avancées s'est retrouvé en haut du podium affichant la meilleure performance boursière en 2022. Depuis son introduction en bourse en 2013, excepté 2020, une année d'embellie boursière, le titre s'est toujours retrouvé avec une performance boursière morose. L'activité et la rentabilité de la société technologique poursuivent leur déclin. A fin juin 2022, la société affiche un déficit de 192 mille dinars. Aucun intérêt à se positionner sur le titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
2	ATL	+75,8%	Sur les deux dernières années, le titre ATL a affiché un parcours boursier honorable et ce, dans le sens des publications. Après avoir connu un parcours boursier décevant en 2020 (une contreperformance de -6,5%), l'action a viré au vert depuis 2021, saluant l'amélioration de la rentabilité et le retour à la distribution des dividendes, malgré les restrictions imposées par l'institut d'émission sur la distribution des dividendes des établissements de crédit. ATL se distingue par de bons fondamentaux qui se comparent favorablement à la moyenne du secteur (marges, productivité et qualité de portefeuille) avec, en prime, un ratio de solvabilité très confortable (ratio de solvabilité globale de 18,7%, à fin 2021, soit presque le double de l'exigence réglementaire). Aujourd'hui, le titre se caractérise par une valorisation attractive pour un faible profil de risque, une liquidité boursière plus élevée que la concurrence cotée en raison de sa cotation en mode continu, et son rendement en dividendes alléchant. Il est vrai que, sur le papier, la valorisation nous semble tentante. Cependant, la conjoncture économique difficile et le climat de l'investissement encore morose devraient jeter une ombre sur les réalisations de ATL sur le court terme. Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives, tout en suivant de près les réalisations du business plan annoncé lors de la réunion d'analystes du mois de Mars 2022.	6,8	0,9	7,7%	Conserver (+)
3	STIP	+60,0%	Pour la deuxième année consécutive, le titre du spécialiste en pneumatique a décroché une place sur le podium des meilleures performances boursières de 2022, se retrouvant sur la troisième marche. Les réalisations fort concluantes de la STIP courant 2021 ont visiblement propulsé le titre en bourse. En effet, 2021 a été considérée comme l'année de base pour la reprise de l'activité ainsi que pour le dénouement de son plan de restructuration. Le leader national en pneumatique a vu son chiffre d'affaires consolidé dépasser de loin la barre des 100MDt à 122,1MDt, soit une progression inédite de 62% par rapport à 2020. Depuis 2020, les accords transactionnels établis par la STIP avec les banques de la place, lui ont permis de réduire considérablement son endettement et de poursuivre son plan de restructuration. En effet, ces arrangements ont généré des gains hors exploitation sur les exercices antérieurs totalisant 137,3MDt en 2020, et 10,3MDt en 2021. L'endettement du groupe est passé de 208MDt en 2019 à 53,6MDt à fin 2021. La société a finalisé le règlement des échéanciers mis en place afin d'apurer ses dettes envers ses créanciers financiers. En outre, la réévaluation des immobilisations corporelles à leurs justes valeurs a permis au groupe de dégager une plus-value de 74MDt et de rétablir ses fonds propres à 5MDt à fin 2021. A fin septembre 2022, la société Tunisienne des industries de pneumatiques a vu son chiffre d'affaires progresser de 23,7% à 92MDt et ce grâce aux efforts d'investissement engagés par la STIP dans la rénovation et l'achat de nouveaux matériels pour l'usine de Menzel Bourguiba (usine presque à l'abandon à cause de la crise financière par laquelle est passée la STIP), ayant permis de retrouver un niveau de production de 8 Tonnes/jours. Il convient de préciser que le contexte en 2022 a été, marqué par des pressions sur les marges en raison du renchérissement du prix des matières premières suite à la crise sanitaire et par l'envolée du coût des containers de matières. A fin Juin 2022, la société a dégagé un résultat net de 10,2MDt, en repli de 15,3% par rapport au résultat semestriel de 2021. Le spécialiste en pneus a parcouru un bon millésime en menant à bon port son plan de restructuration. Toutefois, les déséquilibres financiers du groupe persistent et l'amélioration de l'assise financière reste tributaire d'une capacité bénéficiaire récurrente et des efforts technico-commerciaux engagés par le groupe.	0,7	3,3	0,0%	Alléger

4	Hannibal Lease	+58,1%	La filiale du Groupe DJILANI a terminé l'année du bon pied. 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 par rapport aux standards du secteur coté. Le loueur affiche, également, une exposition élevée aux secteurs du tourisme et du BTP. Un challenger confirmé mais des niveaux de valorisation élevés 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.	21,8	0,7	2,3%	Alléger
5	BIAT	+57,5%	L'action de la banque n°1 en Tunisie continue à avoir le vent en poupe affichant un rendement à deux chiffres pour la deuxième année de suite. L'atterrissage du premier semestre de l'année 2022 de la BIAT (des bénéfices nets de 208,7MDt en hausse de 86,8%) nous reconforte une fois de plus sur la solidité de la première banque de la place. L'activité intrinsèque continue à surperformer le secteur et prouve sa capacité de résilience face à un environnement opérationnel ardu. La banque semble, par ailleurs, tenir ses promesses faites en marge de sa dernière émission obligataire subordonnée (clôturée en Mai dernier pour une enveloppe de 200MDt), affichant des résultats qui surperforment le budget. Le leadership de la banque sur les dépôts à vue, sa marge de manœuvre confortable sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation réglementaire sont les armes de la BIAT face aux contraintes de la crise actuelle qui secouent la sphère économique et financière. Deuxième plus grande capitalisation du marché actions après la SFBT, la BIAT n'a que faiblement réagi, en bourse, aux nouvelles conditions édictées par la BCT relatives à la distribution des dividendes et imposées aux banques et aux établissements financiers au titre de l'exercice 2021. Et pour cause, le leader du secteur jouit d'une assise financière solide lui permettant de distribuer un dividende alléchant de 5,200Dt par action au titre de l'exercice 2021 (en hausse de 4% par rapport au dividende versé au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020), soit un payout exceptionnel de 69,6%. Malgré son parcours, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation tentants qui intègrent les surcoûts de la crise et sous-estiment les qualités fondamentales de la banque en termes de résilience du business model face aux chocs externes. La crise de la Covid-19, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement du chantier de la migration vers les normes IFRS, devraient générer un mouvement de « Flight To Quality » qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental comme la BIAT. Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.	7,4	1,9	5,9%	Neutre
6	UIB	+57,3%	Retournement de tendance largement favorable pour la filiale du Groupe Société Générale. L'UIB a publié au titre du premier semestre de l'année 2022 des résultats d'excellente facture, alliant croissance et rentabilité. Le bilan de la première moitié de 2022 a profité d'une activité d'exploitation qui poursuit sur sa lancée positive et d'une baisse du coût du risque, malgré le contexte économique morne et la dégradation du climat des affaires. La filiale du Groupe Société Générale a pris option pour s'appuyer sur l'expertise de deux cabinets de conseil pour la construction de son plan stratégique et de sa feuille de route 2022-2025. Une feuille de route qui devrait s'articuler autour des axes suivants : la relation client, l'efficacité opérationnelle et la solidité du bilan. Le management demeure confiant dans la capacité de la banque à atteindre de nouveaux paliers de rentabilité et à consolider son positionnement concurrentiel. En 2022, l'équipe de direction table sur une croissance du PNB de 9,3% à 484MDt et sur une reprise du résultat net de 33,9% à 109MDt. Deux objectifs qui devraient être largement dépassés par la banque au vu des réalisations semestrielles et du relèvement du taux directeur de la BCT (+7,2% à 235MDt au niveau du PNB et un quasi-doublement du résultat net à 67,2MDt au 30/06/2022). Au regard de ses multiples actuels et des perspectives de la poursuite de la croissance profitable en 2022, l'UIB est bien outillée pour poursuivre son rebond boursier dans les prochaines années. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, l'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et 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 actuelle.	5,8	1,1	2,9%	Acheter
7	STA	+56,9%	La nouvelle recrue du secteur de la concession automobile a été bien accueillie par le marché boursier Tunisien. Le titre STA a clôturé l'année 2022 sur une embellie de 57%. Sur le segment des véhicules particuliers, la STA s'est retrouvé en 2021, à la 9ème position, avec uniquement 3,8% de part de marché et 1902 unités vendues. Au terme de 2021, la société « Société Tunisienne d'Automobiles » a réalisé un chiffre d'affaires de 71,4MDt, en baisse de 15% par rapport à l'année exceptionnelle de 2020, et dépassant de 9,4% l'objectif du business plan. Le résultat net du concessionnaire de la marque chinoise s'est établi à 4,6MDt, soit une baisse de 14,8% par rapport à 2020. A fin Septembre 2022, le chiffre d'affaire du concessionnaire a marqué une hausse de 141% à 92,1MDt. Le concessionnaire traite à des niveaux de valorisation plutôt en ligne avec la médiane des multiples de ses pairs cotés (ARTES, ENNAKL et City Cars) et de ses comparables régionaux. Toutefois, au vu de la détérioration de la situation économique et du niveau de réserves en devises en Tunisie, de la concurrence de plus en plus féroce suite à l'arrivée de plusieurs marques chinoises et asiatiques, et du niveau de rentabilité du concessionnaire inférieur à celui de ses pairs locaux cotés, nous recommandons, de conserver le titre.	8,0	2,0	5,7%	Conserver

8	BH Bank	+54,4%	<p>La BH poursuit sur sa lancée positive. Et le changement managérial opéré en milieu d'année n'a pas brisé l'élan de la banque en bourse. La BH a publié au titre de l'exercice 2021 des résultats réconfortants. Le PNB a accéléré la cadence de croissance comparativement à 2020. L'activité d'intermédiation a affiché, en revanche, un bilan contrasté avec un léger repli de l'encours des crédits et une reprise de l'encours des dépôts. Ces deux évolutions s'inscrivent, sans doute, dans une optique de maîtrise du ratio de transformation réglementaire. Avec un résultat net en hausse de 84,7% à 134,7MDt, la banque a honoré ses engagements annoncés dans le cadre de l'émission obligataire subordonnée de 70MDt qu'elle a clôturée en Septembre 2021. Cependant la liquidité reste encore sous pression et la qualité du portefeuille se compare défavorablement par rapport aux majors du secteur. La BH devrait garder le cap sur la croissance profitable en 2022, au vu des résultats du premier semestre. En effet, la banque étatique a réalisé sur les six premiers mois de 2022 une croissance de son PNB de 6,9% à 288,6MDt et une envolée de son résultat net de 25,8% à 80,4MDt. 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 dans les prochaines années 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. La valorisation de la BH est attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. 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, il y a encore du chemin à parcourir par la BH.</p>	3,9	0,6	7,0%	Conserver (+)
9	CEREALIS	+50,2%	<p>En 2022, le titre Céréalis a connu un beau parcours boursier. Le groupe CEREALIS a réussi à renouer avec la croissance à deux chiffres en 2021, affichant un chiffre d'affaires record de 38,9MDt, en hausse annuelle de 17,8%. Le résultat net part du groupe a atteint 4,9MDt, soit une progression annuelle de 40%. Le taux de marge nette a pris deux points de pourcentage à 12,7%. En 2022, la croissance à deux chiffres a été également au rendez-vous. Les revenus de la société au terme de troisième trimestre de 2022 se sont élevés à 18,5MDt, soit une progression annuelle de 13,7%. Dans le cadre de l'opération d'Offre Publique d'Achat Obligatoire - OPA Obligatoire - sur les actions de la société CEREALIS au prix unitaire de 13,300 dinars, ouverte le 17 novembre 2022 et clôturée le 07 décembre 2022, La société « POWER BRANDS » agissant de concert avec l'initiateur « Cardinal Brands Limited » a déclaré avoir acquis en Bourse, durant la période de l'Offre, 1 025 465 actions, soit 20,98% du capital. Ainsi, la société « Cardinal Brands Limited », agissant de concert avec la société « Power Brands » détient 4 647 673 actions, représentant 95,07% du capital de la société CEREALIS. Le Conseil du Marché Financier a été saisi d'une demande de lancement d'une Offre Publique de Retrait -OPR- visant les actions de la société Céréalis. Par cette demande, la société « Cardinal Brands Limited », détenant de concert avec la société «Power Brands», 4 654 447 actions, représentant 95,20% des droits de vote de la société Céréalis, entend lancer une OPR visant l'acquisition par la société «Power Brands» des actions que cette dernière ne détient pas dans le capital de ladite société et ce, dans le cadre des dispositions de l'article 173 du Règlement Général de la Bourse. L'ouverture de l'OPR implique une sortie de la société de la cote.</p>	11,9	2,8	1,1%	Neutre
10	SOTUMAG	+45,1%	<p>Le gestionnaire du marché de gros poursuit sur sa lancée positive en bourse, profitant de publications rassurantes et de l'engouement du marché pour les valeurs défensives. Malgré les répercussions profondément négatives de la pandémie de la Covid-19 sur l'économie nationale et les mesures exceptionnelles décrétées par les pouvoirs publics pour endiguer la propagation du virus, la SOTUMAG a pu tirer son épingle du jeu, affichant des réalisations réconfortantes au titre de l'année 2021. La compagnie a maintenu le cap sur la croissance. Elle a pu atteindre de nouveaux paliers de rentabilité et améliorer ses équilibres financiers. En 2021, le gestionnaire du marché de gros a pu dégager un bénéfice net de 5,8MDt, soit le niveau le plus élevé jamais atteint depuis la création de la société. L'année 2022, s'annonce, également, prometteuse pour la société. C'est ce qui ressort de la lecture des comptes du S1 2022 : une croissance du résultat d'exploitation de 12,8% à 2,9MDt et une augmentation du résultat net de 10,5% à 3,4MDt. Au vu de son importante manne financière, la société devrait profiter du relèvement du taux directeur par la BCT avec un effet ricochet sur les produits de placement engrangés. Dans le cadre de l'arrêt de la stratégie de développement de la société dans les prochaines années, la SOTUMAG a lancé les travaux d'une étude qui concerne la réhabilitation et la modernisation du marché de gros de Bir El Kassaa. Par ailleurs, un cahier des charges a été élaboré avec la participation de toutes les parties prenantes et en collaboration avec l'autorité de tutelle et les ministères de l'agriculture et de l'industrie. L'activité de la SOTUMAG revêt un caractère défensif qui peut être attractif en temps de crise. Le profil de risque de la société est, certes, faible mais les perspectives de croissance sur le court terme sont également limitées, en raison de la prolifération de l'économie informelle et de la persistance des perturbations dans les circuits de distribution des produits frais. En attendant une communication plus factuelle sur le mégaprojet du marché intégré, la principale niche d'amélioration de la rentabilité de la SOTUMAG réside dans l'optimisation de ses charges. Un positionnement sur le titre est préconisé, en particulier pour un profil CEA en raison du profil rentier de la compagnie et du bon rendement en dividende qu'elle offre.</p>	10,6	2,5	7,7%	Acheter
11	Carthage Cement	+43,9%	<p>Le leader du secteur du ciment a connu une année boursière fort concluante. Le cimentier qui a réussi sa restructuration opérationnelle, a témoigné d'une rentabilité opérationnelle en nette amélioration depuis 2021, même si révisée à la baisse au vu du contexte inflationniste qui sévit. Le cimentier n'a pas pu atteindre à 100% les objectifs escomptés de son Business Plan avancé lors de son augmentation de capital en 2020 et ce en raison de la crise et la flambée du coût de l'énergie. A fin 2021, le chiffre d'affaires de Carthage Cement s'est hissé de 29% à 325,9MDt. Ce chiffre d'affaires est en dessous des objectifs du business plan présenté par le management en 2020, qui tablait sur un CA de 352MDt. La société a affiché un résultat net positif de 31,5MDt, soit une marge nette de 10%. Au terme du troisième trimestre 2022, Carthage Cement a réussi à poursuivre la dynamique positive de ses ventes, affichant une croissance de 10% de son chiffre d'affaires pour atteindre 262MDt. Cette évolution est attribuable à la hausse du chiffre d'affaires export de +25% et celle du chiffre d'affaires local de +7%. Le nouveau business plan, présenté en 2022, même si plus réaliste que celui présenté précédemment, nous semble tout de même challengeant. En attendant la concrétisation des objectifs du business plan de la société, nous recommandons de « conserver » le titre avec perspectives positives</p>	13,5	3,9	0,0%	Conserver

12	Sotuver	+43,0%	2021 a été un bon cru pour le verrier tunisien. Porté par l'envolée des ventes à l'export, le chiffre d'affaires de l'embouteilleur SOTUVER s'est hissé de 15,2% pour atteindre un chiffre record de 104,9MDt. Le résultat consolidé s'est établi à 19,9MDt contre 10,7MDt, en hausse de 85% par rapport à 2020. Les réalisations de la société ont été fort encourageantes courant les neuf premiers mois de l'année en cours. Le chiffre d'affaires s'est accru de 51% à 116,6MDt. L'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice « SGI » (prévue au quatrième trimestre de 2022) permettrait de renforcer davantage les ventes à l'export du Groupe dès 2022. La consolidation par intégration globale de SGI, permettrait à la SOTUVER de connaître, notamment à partir de 2023, de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité. Détenu à hauteur de 11% par SOTUVER SA, le résultat net revenant à la société consolidante évoluerait à une moindre mesure (tient compte uniquement de 11% des bénéfices de la nouvelle entité jusqu'en 2026, date de sortie des SICARs du capital de la SGI). Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du Groupe sur le court terme, notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur.	12,4	4,7	3,9%	Acheter
13	BH leasing	+41,4%	La filiale du Groupe BH confirme son réveil boursier pour la deuxième année d'affilée. 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. La rentabilité quoiqu'en amélioration ne doit pas occulter une productivité en deçà des standards du secteur et un portefeuille sous les cignotants, particulièrement dans la conjoncture actuelle. Le leaseur dispose d'un important gisement de synergies opérationnelles avec sa maison mère. Une valorisation facielement tentante mais une liquidité boursière quasi-inexistante (cotation au fixing). Le manque de visibilité sur une reprise pérenne de la rentabilité ne plaide pas pour un positionnement sur le titre à l'heure actuelle	17,7	0,5	0,0%	Alléger
14	Attijari Bank	+32,1%	2ème capitalisation boursière du secteur bancaire derrière la BIAT, Attijari Bank a affiché, dans la continuité de 2021, un joli parcours boursier. En bourse, l'action n'a que faiblement réagi aux conditions de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 telles que définies par la BCT (conformément à la note de la BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022). Et pour cause, Attijari dispose d'un matelas confortable de fonds propres, lui permettant d'annoncer un dividende alléchant de 3,150Dt par action, ce qui correspond à un payout exceptionnel de 80,2%. Le premier semestre de 2022 a été un bon cru pour Attijari Bank. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a opposé la meilleure résistance face à un environnement économique et opérationnel hostile. L'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance (une progression du PNB de 9,4% à 283,4MDt). Quant à la rentabilité, elle a récolté les fruits d'une culture de risque bien ancrée dans la maison et d'une bonne discipline prudentielle (une envolée du résultat net de 46,1% à 95,2MDt). Dans les prochaines années, Attijari devrait composer avec un environnement post-covid morose marqué par un investissement en berne, une hausse des risques d'impayés et une liquidité tendue. Mais, Attijari devrait être relativement 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. Malgré son évolution en 2022, 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 cotés. La liquidité élevée de la banque (un ratio de transformation Crédits/ Dépôts des plus faibles du secteur bancaire coté) et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires, la morosité ambiante et le durcissement du cadre réglementaire. Prisé par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, Attijari Bank est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté.	7,2	1,8	8,5%	Acheter
15	Monoprix	+31,2%	Opérant dans un contexte de plus en plus rude et concurrentiel, Monoprix détrônée par Magasin Général depuis 2012, n'arrive toujours pas à redorer son blason et à retrouver le prestige de la décennie 2000-2010. Même si les opérateurs de la distribution alimentaire ont continué à opérer pendant la crise, il n'en demeure pas moins qu'ils ont été frappés de plein fouet. Pour ce qui est de Monoprix, la baisse de la fréquentation ainsi que la baisse du pouvoir d'achat du consommateur post-crise a eu un double effet négatif aussi bien sur le volume d'activité que sur les marges du distributeur. Le Groupe Monoprix a publié un résultat net part du groupe déficitaire de -1,1MDt au terme de l'exercice 2021. A fin juin 2022, le déficit du spécialiste de la distribution alimentaire a été de -3,6MDt.	n.s	4,5	0,0%	Conserver
16	STAR	+29,2%	La STAR est incontestablement un titre de qualité. L'assureur préserve son positionnement de leader sur le marché local, et se distingue par rapport à ses pairs par sa solidité bilantielle. Un critère très important dans ce contexte de changement réglementaire et de passage aux normes IFRS dès le début de 2023. En effet, la compagnie jouit de larges fonds propres, lui permettant d'afficher une marge de solvabilité confortable, s'établissant 4,4x la marge réglementaire requise. L'assureur jouit également du portefeuille d'actifs le plus conséquent. La rentabilité des placements nets de la STAR a été la meilleure sur le marché de 7,9% en 2021. Au 30 Juin 2022, la compagnie a publié un résultat net en forte ascension de 51,1% à 12,8MDt porté par l'amélioration du résultat technique non-vie et ce grâce à une activité financière en nette amélioration. La STAR traite à des niveaux de valorisation intéressants, sous-estimant la qualité des fondamentaux de l'assureur et son potentiel de croissance technique. Nous recommandons le titre à l'Achat.	14,9	1,0	2,5%	Acheter
17	BNA	+27,5%	La BNA a terminé 2022 sur une note d'optimisme, rompart, ainsi, avec trois années de vaches maigres pour les investisseurs. Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2021 des résultats de bonne facture. Malgré la morosité ambiante, l'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance, surperformant nettement la concurrence cotée. Par ailleurs, nonobstant les pressions inflationnistes et la lourde charge du coût du risque, la rentabilité a été sensiblement consolidée. La BNA a affiché parmi les croissances les plus vigoureuses des bénéficiaires à l'échelle du secteur coté en 2021. La banque devrait au terme de l'année 2022, confirmer la courbe ascendante de ses résultats au regard des chiffres du premier semestre : une croissance du PNB de 16,9% à 448MDt. Mais cette croissance ne devrait pas se répercuter intégralement au niveau du Bottom line sur l'année pleine en raison de la flambée attendue des dotations aux provisions sur les créances telle qu'affichée sur la première moitié de 2022 (une flambée de 37,4% à 143,4MDt). Le renforcement de la capacité bénéficiaire, les plus-values juteuses sur la cession de la participation dans la SFBT et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. Cependant, la BNA affiche deux carences de taille dans ses comptes : une qualité du portefeuille encore fragile et des niveaux de liquidité inférieurs à la concurrence. Sur le papier, la valorisation de la banque est intéressante, compte non tenu des plus-values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées. Mais, la fragilité de la qualité du portefeuille et l'exposition élevée aussi bien directe et qu'indirecte au risque souverain ne devraient pas favoriser un retour pérenne des investisseurs sur le titre. Nous mettons la valeur sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications.	2,5	0,3	9,1%	Conserver

18	STB	+27,5%	La STB s'est bien comportée en bourse en 2022, rattrapant largement le terrain perdu en 2021. 2021 a été un exercice de rattrapage pour le bras financier de l'Etat après avoir subi une dégradation de sa rentabilité en 2020 sur fond de flambée des dotations aux provisions sur les créances. Malgré une activité d'exploitation bien portante sur le premier semestre de l'année 2022 (une hausse du PNB de 7,7% à 325,8MDt), la banque a payé les frais d'une hausse carabinée des dotations aux provisions sur les créances (des dotations aux provisions qui ont plus que doublé à 119,5MDt sur le S1 2022), plombant sa rentabilité (un décrochage au niveau du résultat net de -32,2% à 40,1MDt au 30 Juin 2022). Sur le papier, la valorisation de la STB est tentante, le Groupe traitant à la moitié de ses fonds propres comptables ajustés de 2022, 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 : décollage commercial et assainissement du portefeuille. Nous recommandons de prendre les bénéfices sur le titre.	5,2	0,5	0,0%	Alléger
19	Adwya	+27,0%	Acteur majeur du marché officinal en Tunisie, majoritairement actif dans le domaine des médicaments sous licence, Adwya a poursuivi son trend haussier en 2022. Cette année a marqué l'entame d'une nouvelle page dans l'histoire de Adwya qui a vécu un long épisode d'instabilité managériale et d'agitation sociale depuis la confiscation de la participation de son cofondateur, M. Moncef EL MATERI, par l'Etat. L'entrée du Groupe KILANI dans le capital de Adwya à travers la cession de la participation de la société Royal Investissements et Participations Holding (détenue par les héritiers du feu Taher EL MATERI) aux Messieurs Rafik KILANI et Lassaad KILANI a agi comme un véritable catalyseur pour le titre en bourse malgré les réalisations récentes modestes de la compagnie (un déficit de 3,8MDt au terme du premier semestre de 2022). L'opération capitalistique s'est matérialisée en 2022 par deux transactions de bloc, portant sur une enveloppe globale de 51,2MDt et qui valorisent Adwya à 128,1MDt. S'en est suivie une Offre Publique d'Achat Obligatoire au prix unitaire de 5,950 dinars, ouverte dans un premier temps, du 10 Août 2022 au 30 Août 2022 inclus et prorogée par décision du CMF jusqu'au 5 Septembre 2022. Le nouveau noyau dur de Adwya (détenant plus de 99% des droits de vote) affiche clairement la volonté de retirer la société de la cote. Une Offre Publique de Retrait a été lancée (au prix de 5,950 dinars l'action) à partir du 30 Novembre 2022 jusqu'au 30 Décembre 2022.	n.s	3,4	0,0%	Neutre
20	ATB	+26,2%	L'ATB a affiché en 2022 un beau parcours boursier malgré le changement managérial intervenu en Juillet dernier et l'absence de distribution de dividendes et ce, depuis l'exercice 2018. Fortement impacté par le poids des provisions (envolée des dotations aux provisions de 114,5% à 144,2MDt) et le contexte inflationniste, le bilan de l'année 2021 est ressorti nettement décevant pour l'ATB. La filiale du Groupe Arab Bank a essuyé une perte de 68,5MDt. En revanche, en raison d'une activité d'exploitation bien orientée au terme du premier semestre de 2022, portant la marque d'une croissance soutenue du PNB (+19,6% à 154,8MDt), la banque devrait résorber son déficit le portant à -10,9MDt, selon nos estimations. Théoriquement, la valorisation mérite le détour, mais elle reflète convenablement les fondamentaux actuels de la banque en termes de productivité, de qualité du portefeuille et de coût des ressources. Nous préférons attendre le retour aux bénéfices pour examiner l'opportunité d'un positionnement sur la valeur. Mais, pour le moment, notre recommandation est : Alléger.	n.s	0,7	0,0%	Alléger
21	Sotipapier	+25,9%	En 2022, le papetier a connu un joli parcours boursier, se hissant de 26%. Une performance soutenue par les bonnes réalisations de la société au titre de l'exercice 2021 et 2022. En effet, tirant profit de la flambée du cours international du papier et de la reprise des ventes, SOTIPAPIER a affiché, en 2021, un chiffre d'affaires record, en hausse de 54% en 2021 à 140,2MDt, soit un TCAM de 13% entre 2017 et 2021. La société, qui a pu réviser à la hausse ses prix de vente sur le marché, a connu une forte amélioration de sa rentabilité. Le taux de marge brute s'est bonifié de 5,5 points de pourcentage à 35,9% en 2021. Le Bottom Line du Groupe, s'est établi à 18,6MDt à fin 2021 contre 1,6MDt en 2020. Les bonnes performances ont été encore au rendez-vous en 2022. Les états financiers semestriels, à fin juin 2022, font ressortir un chiffre d'affaires en forte ascension de 57% à 83,4MDt. La marge brute du papetier a bondi de 89% à 34MDt. Le taux de marge brute s'est bonifié de 6,9 points de pourcentage à 40,8%. Au terme du premier semestre de 2022, le résultat net du spécialiste en papiers s'est envolé de 132,8% à 15,9MDt, soit une marge nette de 19,1%, en progression de 6,2 points de pourcentage par rapport à juin 2021. A fin Septembre 2022, le chiffre d'affaires du papetier s'est hissé de 42% à 122,5MDt. La signature d'un accord avec la firme panafricaine d'investissement « Sango Capital » pour une prise de participation majoritaire (52%) dans le capital de SOTIPAPIER et la sortie progressive de Swicorp du capital du papetier envoient un fort signal positif quant aux perspectives prometteuses et le potentiel de croissance de l'industriel. Ces deux annonces devront constituer un fort catalyseur pour le titre en bourse. La valorisation abordable de la société sur le marché et le fort potentiel de croissance que dégage l'industriel, notamment avec l'extension de sa capacité de production, nous amènent à recommander de garder notre positionnement sur le titre.	6,5	3,2	7,0%	Acheter
22	Attijari Leasing	+24,2%	La filiale d'Attijari bank s'est montrée bien résiliente en bourse pour la deuxième année de suite. Ceci est naturellement le reflet de l'amélioration des indicateurs d'activité du leaseur, en 2021 et sur le premier semestre de 2022. Si le leaseur 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 rapport à ses pairs cotés et une qualité de portefeuille, en deçà des standards du secteur, qui souffre, notamment, d'un stock de créances anciennes. Une valorisation faiblement faible et un rendement en dividende tentant pour un titre liquide en raison de sa cotation en mode continu, mais qui reflètent les faiblesses de la société et un timing peu approprié pour investir dans le secteur.	5,3	0,6	8,8%	Conserver

23	CIL	+24,1%	Le leaseur indépendant s'est bien comporté en bourse pour la quatrième année de suite. L'activité de la compagnie et sa rentabilité font preuve d'une résistance salutaire face à un environnement hostile marqué par un investissement en bourse 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 et d'une bonne qualité de portefeuille. Un niveau de productivité inégalé. Un niveau de solvabilité également confortable permettant une politique généreuse de dividende. Une valorisation intéressante pour de bons fondamentaux et un management de qualité. La CIL constitue un bon véhicule pour s'exposer au secteur du leasing coté dans une optique « Buy and Hold ». Toutefois, la crise que vit le secteur du leasing, depuis la Révolution, appelle à la précaution.	5,1	1,0	11,8%	Conserver (+)
24	BT	+17,1%	Le cru de 2021 de la BT a dépassé tous les pronostics. Après le « faux pas » de 2020 sur fond de flambée des provisions sur les créances, notamment des provisions collectives, la doyenne des banques tunisiennes s'est largement rattrapée en 2021. La banque est parvenue à pallier l'atonie de son activité d'exploitation et les pressions inflationnistes grâce à sa gestion rigoureuse et à sa bonne culture de risque. L'enveloppe des provisions constatée en 2021 a chuté de 80,4%, libérant un important potentiel de croissance bénéficiaire. Le bilan de 2021 devrait, ainsi, entrer dans les annales, 2021, étant l'année des bénéfices les plus élevés jamais enregistrés par la banque. Notons que la BT est aux côtés de la BNA, les seules banques qui ont pu, en 2021, dépasser les niveaux de bénéfices d'avant Covid. Au vu des réalisations de la première moitié de 2022, l'année en cours s'annonce sous de meilleurs auspices pour la BT profitant de la montée des taux et d'opérations ponctuelles de reprise sur provisions. En bourse, l'action a été bien récompensée, après deux années en berne. Le cours de la valeur a changé de trajectoire saluant la croissance notable des bénéfices et l'annonce d'un dividende par action de 0,280Dt, soit un payout de 39%, malgré les restrictions imposées par la BCT sur la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2021 (selon la note de la BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022). 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 des plus confortables du secteur, une productivité à la pointe du secteur, une politique de crédit historiquement sélective et un système rigoureux de pilotage des risques.	8,9	1,4	5,4%	Conserver (+)
25	ICF	+15,7%	Le producteur de fluorure d'aluminium affiche pour la deuxième année d'affilée un bon bilan boursier. Le millésime de l'année 2021 est ressorti satisfaisant pour ICF. Le spécialiste de l'ALF 3 a vu son chiffre d'affaires s'envoler de 26%, profitant d'un effet volume et d'un effet prix favorables et atteignant 148MDt. ICF a, également, réussi à améliorer ses marges et sa rentabilité sans pour autant renouer avec les niveaux de 2018-2019. Le marché de l'aluminium (LME), et en raison de la forte demande consécutive à la reprise économique après la crise sanitaire Covid-19, est en nette progression, ce qui a engendré un accroissement du prix de fluorure d'aluminium. Cette conjoncture favorable a impacté positivement les résultats de la société en 2021. En 2022, la société a continué à profiter d'une conjoncture favorable sur le marché mondial du fluorure d'aluminium. Au terme des neuf premiers mois de 2022, le chiffre d'affaires a enregistré une croissance significative de 64,4% pour s'établir à 161,5MDt contre 98,2MDt au 30/09/2021. Cette augmentation s'explique par :1) l'effet volume (l'accroissement de 4,6% des quantités vendues par rapport à la même période une année auparavant), l'effet prix (le prix unitaire de vente en dollar américain a connu un net accroissement de 41,8%) et l'effet change (la dépréciation du dinar face au dollar américain). A noter, également, que ICF a réussi à améliorer sensiblement sa rentabilité en 2022 avec un résultat net passant à 23,5MDt, au terme de la première moitié de 2022 contre 6,3MDt, une année plus tôt. Malgré la reprise de l'activité et l'amélioration attendue du prix du fluorure d'aluminium telle qu'annoncée par le management, il reste une grande inconnue dans le business model d'ICF : c'est la volatilité des prix de l'ALF 3. Ajoutée au déficit de communication avec le marché, cette variable clé augmente le profil de risque d'ICF par rapport à d'autres sociétés cotées sur le marché actions tunisien. Nous recommandons de conserver le titre.	4,7	2,2	11,1%	Conserver

26	UBCI	+14,9%	<p>A l'image de 2021, l'UBCI a terminé l'année 2022 sur une belle note d'optimisme. L'année 2021 a marqué l'entame d'une nouvelle page dans l'histoire de l'UBCI avec l'entrée du Groupe CARTE dans le capital à hauteur de 39%. Cette opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe de 183,3MDt, valorisant l'UBCI à 470MDt exécutée en 2021. Impulsée par l'arrivée d'un nouvel actionnaire de référence et le renforcement de ses organes de gouvernance, l'UBCI a lancé, en 2021, un grand programme de transformation qui devrait révéler son ambition et traduire sa nouvelle stratégie. Il repose essentiellement sur la refonte de son système d'information ainsi que de son identité visuelle. La banque a signé avec BNP Paribas un contrat de « Transition Service Agreement » (TSA) qui définit les différentes étapes devant aboutir à la « désimbrication » totale du système de BNP Paribas, et qui doit s'achever par le remplacement du système d'information (ATLAS 2 et ses pétales) par un nouveau système propre à l'UBCI. Le global bancaire retenu est la solution Flexcube de l'éditeur mondial ORACLE. Après une année 2021 de transition pénalisée par la flambée des frais généraux, 2022 s'annonce sous les meilleurs auspices pour l'ex-filiale du Groupe BNP Paribas. L'UBCI a vu son PNB augmenter de 10,2% à 143,4MDt et son résultat net plus que doubler à 27,8MDt au 30 Juin 2022. Nous sommes convaincus que l'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités : 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau et 3) un portefeuille de crédits sain qui permet d'assoir une politique commerciale plus dynamique. Attendons de voir les contours de la nouvelle stratégie que le nouveau management compte mettre en œuvre... mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects du titre et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), notre recommandation est : « Conserver avec des perspectives positives ».</p>	11,3	1,0	3,4%	Conserver (+)
27	Amen Bank	+14,3%	<p>Amen Bank a poursuivi son mouvement de ralliement boursier entamé en 2021. L'année 2021 s'est avérée concluante à tous les niveaux pour le bras financier du Groupe Amen. La banque y a pu confirmer son dynamisme et sa résilience face à un contexte économique moribond, profondément marqué par les répercussions de la crise de la Covid-19. En 2021, l'activité d'exploitation a été bien orientée et la rentabilité a été sensiblement consolidée. Malgré les pressions inflationnistes, Amen Bank a figuré parmi la minorité des banques de la cote à voir leur coefficient d'exploitation s'améliorer. En 2022, 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. Globalement, le bilan du premier semestre de l'année 2022 (une croissance du PNB et du résultat net de 10,8% à 247MDt et de 21,5% à 84,1MDt respectivement) 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. Nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>	4,4	0,6	5,5%	Conserver
28	Sotemail	+11,5%	<p>Le spécialiste des carreaux céramiques et du grès porcelaine adossé au Groupe SOMOCER a retrouvé des couleurs en 2022 après une année 2021 difficile d'un point de vue boursier. Le bilan de financier l'année 2021 a été contrasté pour la SOTEMAIL. Si la société a réussi une performance commerciale extraordinaire dans une conjoncture mondiale très difficile, la rentabilité reste insuffisante, plombée par les charges financières. L'appétit à l'endettement demeure fort et les cash-flows restent volatils. Le retour aux bénéfices en 2021 semble être de courte durée pour la société. C'est ce qui ressort de la lecture des états financiers au 30 Juin 2022 : un résultat d'exploitation semestriel à peine dans le vert à 35,9 mille dinars et des pertes qui se creusent à -3,1MDt contre un déficit de -2,3MDt au terme de la première moitié de 2021. Dans les prochaines années, la stratégie de développement envisagée par le management sera axée sur les orientations suivantes : 1) consolider le positionnement sur le marché local, 2) développer davantage l'export et 3) maximiser les synergies intragroupe en développant une meilleure « complicité opérationnelle » avec la société mère SOMOCER. Contrairement aux idées reçues, sur les dernières années, SOTEMAIL n'a pas évolué en bourse dans l'ombre de sa société mère. SOTEMAIL a bel et bien surperformé sa société mère. Et pour cause : une meilleure rentabilité opérationnelle pour SOTEMAIL, une gestion du BFR plus optimisée et un moindre recours à l'endettement. Signalons, par ailleurs, que la rentabilité du Groupe SOMOCER est souvent tirée vers le bas par des filiales déficitaires. La société affiche des niveaux de valorisation élevés dans l'absolu et comparativement à l'industrie cotée en Tunisie. Le déficit qui s'annonce pour 2022 n'est pas de nature à favoriser un retour rapide des investisseurs sur le titre. Nous recommandons de prendre les bénéficiaires sur le titre.</p>	n.s	2,7	0,0%	Alléger
29	SOPAT	+10,8%	<p>Le volailler de la marque Mliha a connu une année boursière plutôt positive. Le retour aux bénéfices en 2018 a été malheureusement de courte durée pour la SOPAT. Les ventes sont, certes, sur un bon trend de croissance. Cependant, la société subit encore une dégradation des marges et de la rentabilité. Ajouté aux casseroles du passé (des fraudes, des corrections d'erreurs et un redressement fiscal), le résultat net et les fonds propres sont toujours au rouge. Plusieurs zones de vulnérabilité persistent au sein de la société : un endettement colossal (malgré les augmentations de capital successives opérées par l'actionnaire de référence, le Groupe BELKHIRIA), une âpre compétition et une conjoncture d'autant plus difficile avec la crise de la Covid-19 (des prix administrés et une baisse de la consommation des viandes de volailles suite au confinement et au repli du secteur touristique). L'absence de visibilité sur la stratégie de redressement et les multiples hors de portée nous amènent à recommander le désengagement de la valeur.</p>	n.s	n.s	0,0%	Alléger

30	Tunisie Leasing & Factoring	+9,4%	Le leaseur n°1 en Tunisie a changé de trajectoire comparativement à l'année 2021, virant au vert. Tunisie Leasing & Factoring se distingue par rapport à ses concurrents, longtemps restés mono-produit / mono-marché, et qu'il convient d'appréhender en tant que Groupe. Un important potentiel de croissance en Algérie, à moyen terme, où l'activité de leasing est émergente. 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. Un niveau de solvabilité globale à la pointe du secteur qui a été davantage renforcé par la recapitalisation de 2019. Un groupe dont la branche africaine (Alios) a pénalisé la qualité de portefeuille et la productivité. Chantiers de réorganisation et de restructuration commerciale et financière chez Alios qui butent sur les difficultés conjoncturelles dans les marchés cibles, notamment au Gabon et en Afrique de l'Est. Une valorisation attractive pour un Groupe financier panafricain mais un Market timing peu adéquat compte tenu du manque de visibilité sur le redressement de la branche africaine.	6,8	0,5	8,5%	Conserver (+)
31	City Cars	+8,6%	Le concessionnaire de La marque Sud-coréenne, s'est distingué par rapport à la concurrence par la résilience de son business model face à la crise sanitaire et à la crise des semi-conducteurs. Il s'agit de l'unique concessionnaire à avoir affiché des revenus stables au terme des neuf premiers mois l'année en cours. En effet, les revenus du concessionnaire, au terme des neuf premiers mois 2022, se sont maintenus stables à 226,7MDt. Le concessionnaire se distingue également par une solide génération de cash et par un ROE exceptionnel (53% en 2021) ainsi qu'un rendement en dividende attrayant (7,9% estimé en 2022). Toutefois, compte tenu de la persistance de la crise des semi-conducteurs 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 automobile. Nous recommandons de conserver du titre.	5,7	3,6	7,9%	Conserver
32	SAM	+7,7%	L'année 2021 a été un bon cru pour le spécialiste en mobilier de bureau affichant une croissance à deux chiffres au niveau de son chiffre d'affaires et une amélioration de 74% au niveau de son résultat net pour atteindre 1,8MDt, soit une marge nette de 7,9%. 2022 a été également marquée par une continuité de croissance à deux chiffres de l'activité. A fin septembre 2022, le chiffre d'affaires consolidé de SAM s'est accru de 25% pour atteindre 20,7MDt. Compte tenu de la reprise de l'activité en 2022, des perspectives encourageantes pour 2023, du niveau de valorisation attractif et du rendement en dividende alléchant, nous réitérons notre recommandation « Achat (+) » sur le titre	6,4	1,4	8,2%	Acheter
33	BH Assurance	+7,6%	La filiale de la banque publique, rebaptisée en 2019 "BH Assurance" a témoigné d'une résilience appréciable depuis la crise sanitaire. Poursuivant leurs ascension, les primes émises de l'assureur se sont accrues de 12,5% pour s'établir à 124,7MDt à fin septembre 2022. Au terme du premier semestre de 2022, le résultat net de l'assureur adossé à la BH Bank a quasiment doublé pour franchir la barre des 4MDt. Une performance attribuée, aussi bien à l'amélioration des résultats de l'activité technique non-vie et vie qu'à l'amélioration des revenus des placements. En Mars 2021, le Groupe CARTE (détenant plus de 30% du capital de l'assureur) a cédé sa participation dans BH assurance. Désormais, Poulina holding se retrouve dans le tour de table de l'assureur avec une part de 37,4%. La principale faiblesse de l'assureur réside dans ses faibles fonds propres qui limitent la croissance de son l'activité. Le titre se négocie à un niveau de valorisation en ligne avec celui de l'univers coté. Néanmoins, la distribution peu généreuse du titre et son flottant minuscule handicapent sa performance boursière.	9,5	1,7	2,0%	Conserver (+)
34	Ennakl Automobiles	+7,2%	En dépit d'un contexte opérationnel difficile pour les concessionnaires en 2022, le titre Ennakl a clôturé l'année dans le vert. A l'instar de ses pairs, le concessionnaire de la marque de Wolfsburg pâtit d'un marché automobile toujours impacté par une conjoncture défavorable marquée par la pénurie persistante des semi-conducteurs et des perturbations au niveau de la logistique. Au terme du troisième trimestre de l'année 2022, le chiffre d'affaires a connu une régression de -15,4% par rapport à la même période de l'année 2021 passant de 391,8MDt à 331,4MDt.	15,9	2,3	5,2%	Conserver
35	Sotrapil	+5,1%	La performance boursière du titre du transporteur national des hydrocarbures a été modeste en 2022. Après avoir affiché une progression à deux chiffres de ses revenus en 2021 (+18% à 16,5MDt), Sotrapil a maintenu stable son chiffre d'affaires à 12,3MDt au terme des neuf premiers mois de 2022. Le titre du transporteur des hydrocarbures est connu par la récurrence de ses revenus, sa forte capacité de génération de trésorerie, l'attractivité de son rendement en dividende et ses niveaux de valorisation bas. Ce titre nous semble particulièrement approprié pour un Compte d'Épargne en Actions du fait de sa rémunération attractive en dividendes. Toutefois, la faible liquidité du titre constitue un frein à l'investissement.	6,5	1,1	8,5%	Acheter
36	Officeplast	+4,7%	Le spécialiste de la fourniture bureautique et scolaire a affiché un parcours boursier en demi-teinte en 2022. La dynamique commerciale de la compagnie ne se dément pas sur le premier semestre de 2022 (une envolée du chiffre d'affaires de 49,4% à 18,9MDt, chez la société mère du Groupe). Cependant, Officeplast peine à retrouver ses niveaux de rentabilité d'avant-Covid en raison notamment du contexte inflationniste et de la hausse des charges financières (un résultat net de 60,3 mille dinars seulement sur le S1 2022). Les levées de fonds propres en placement privé (une opérée en 2017 pour 6,5MDt et une réalisée au début de 2020 pour 3MDt) semblent être incomprises par le marché d'autant plus que le levier financier est mal exploité. Le profil exportateur du Groupe et la solidité de ses fondamentaux sont des avantages comparatifs de taille sur notre marché actions. L'image du titre peut être redorée par un effort de communication notamment sur les perspectives de développement du Groupe et sur les avancées de la prospection commerciale en Afrique. Une valorisation chère adaptée pour un horizon de placement long et une position "Buy and Hold" d'un investisseur institutionnel.	n.s	1,2	0,0%	Conserver

37	Sotetel	+4,3%	<p>Le spécialiste des réseaux de télécommunications s'est légèrement ressaisi en 2022 après une longue période d'hibernation en bourse. Un parcours boursier sans surprise qui reflète les réalisations mitigées de la filiale du Groupe Tunisie Télécom. A l'image de 2020 (hors éléments exceptionnels), 2021 a été une année décevante pour SOTETEL. Malgré l'embellie au niveau du chiffre d'affaires et la maîtrise relative des charges opératoires, la société a dégagé sur l'année 2021 des pertes. En effet, les dotations aux amortissements et aux provisions et les charges financières ont eu raison de la rentabilité. Sur le premier semestre de 2022, SOTETEL a affiché une amélioration globale de ses indicateurs d'activité avec une croissance de son chiffre d'affaires de 32,3% à 22,5MDt et un résultat net passant en territoire positif à 0,6MDt. La feuille de route tracée par le management pour les prochaines années prévoit principalement de : 1) développer l'activité export, 2) consolider l'activité locale, 3) mettre en place un système d'évaluation des performances et 4) de se différencier de la concurrence en se dotant d'outils de transformation digitale. Selon le management, les actions entreprises sur les dernières années devraient permettre, d'une part, de revigorer davantage l'activité, et d'autre part, de saisir les nouvelles opportunités qui se présentent en rapport avec la digitalisation et les besoins futurs en connectivité. Le retour aux bénéfices qui se profile en 2022 appuie notre recommandation "Conserver avec des perspectives positives". Notons enfin que si l'activité intrinsèque commence à se rétablir, les perspectives à long terme de la SOTETEL demeurent tributaires de trois principaux facteurs : 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 Télécom, et iii) son aptitude à apurer son encours de créances (principalement envers de Tunisie Télécom) et à développer une génération autonome de cash-flows. L'activité de la société est fortement consommatrice en BFR. Nous espérons qu'une croissance aussi rapide de l'activité ne conduise, à moyen terme, à un dérapage au niveau des charges financières. Rappelons que parmi les observations formulées par le commissaire aux comptes et signalées dans son rapport général relatif à l'exercice 2021: « la SOTETEL n'a pas finalisé les travaux de justification des anciens montants figurant au niveau du compte client Tunisie Télécom, et n'a pas défini, en conséquence, une méthode de provisionnement des anciens montants non encore recouverts ».</p>	63,0	0,5	0,0%	Conserver (+)
38	Placements de Tunisie	+4,2%	<p>Le véhicule d'investissement du Groupe BT a terminé l'année sur une modeste performance. La SICAF a publié des revenus en hausse en 2022 grâce à une amélioration des dividendes reçus de ses participations cotées. La politique de distribution de la société est généreuse avec un taux de payout souvent supérieur à 100%. Titre, toutefois, non liquide.</p>	10,4	2,8	9,3%	Conserver
39	TUNIS RE	+2,8%	<p>Tunis Re jouit d'une forte diversification géographique et d'une stratégie rigoureuse de rétrocession lui permettant de limiter ses risques. La qualité de son portefeuille, la conformité de ses ratios avec les standards internationaux (un ratio combiné de 92,5% en 2021, un ratio de couverture de 109% en 2021, 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 indemnités pour le réassureur local. A fin Septembre 2022, les primes émises nettes des rétrocessions se sont hissées de 22,7% à 103,6MDt. À son tour, la charge sinistre nette s'est envolée de 35,1% à 54,1MDt. Tunis Ré 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 ses activités. Il est à rappeler que le réassureur bénéficie de ratios prudentiels confortables, d'une gestion rigoureuse et d'une rentabilité récurrente. Bien que son actionariat soit à moitié 'étatique', la gestion de Tunis Ré s'apparente plus à une société privée. Le titre affiche une valorisation intéressante et un yield intéressant.</p>	7,4	0,6	5,0%	Acheter
40	UADH	+2,6%	<p>La situation d'un conflit contractuel entre AURES Auto (filiale de UADH) et PEUGEOT CITROEN DS a exacerbé la situation du concessionnaire. Le risque sur la continuité de l'activité est imminent. Les revenus de la société UADH ont été nuls courant le premier trimestre de 2022. Depuis, la société n'a pas communiqué ses états financiers. Les derniers états financiers du concessionnaire datent de 2017.</p>	n.s	n.s	0,0%	Alléger

41	TPR	+2,1%	<p>En dépit des excellentes réalisations en 2021 et 2022 de l'extrudeur, le titre a terminé l'année sur une performance boursière fade. L'année 2021 a été marquée par une forte reprise de l'activité sur le marché local et une stabilité des ventes à l'export. Cependant, la rentabilité de l'extrudeur a été mise à rude épreuve en raison du renchérissement du prix international de l'aluminium. TPR a su remonter la pente en 2021, affichant un chiffre d'affaires record. Les revenus du groupe ont bondi de 19,1% à 214,9MDt. Toutefois, le Bottom line s'est inscrit en retrait de -10,2% à 19,1MDt. Un retrait expliqué par la baisse des marges et l'aggravation des charges financières nettes. 2022 a été une année de bonne facture pour l'extrudeur. A fin septembre 2022, le chiffre d'affaires de la société TPR s'est hissé de 43% à 147,4MDt grâce à l'envolée des ventes sur le marché local. En 2022, le management s'attend à un résultat net de 25MDt, en forte hausse de 30% comparé à 2021. Le groupe affiche aujourd'hui des niveaux de valorisation attractifs. La reprise attendue des ventes à l'export, la distribution généreuse du titre et ses niveaux de valorisation attractifs, sont les principaux atouts de l'extrudeur. La baisse des prix de l'aluminium à l'échelle internationale, entamée depuis mars 2022, de nature à améliorer la rentabilité du groupe, nous pousse à réitérer notre recommandons à « l'achat » sur le titre.</p>	8,1	1,7	7,2%	Acheter
42	Assurances Maghreb Vie	+2,0%	<p>La société « Assurances Maghreb Vie », la toute nouvelle recrue de cote, s'est introduite sur le marché principal de la Cote de la Bourse via une cession de 2 500 000 actions et une émission de 5 000 000 nouvelles actions, portant sur 30% du capital post IPO. Assurances Maghreb Vie s'impose en tant qu'acteur de référence en matière d'assurance Vie en Tunisie, s'adjudant la deuxième position en termes de primes émises, derrière Attijari Assurance. La société affiche à fin 2021 de bons fondamentaux : Des primes émises en forte ascension, un ratio combiné bien maîtrisé de 60,2%, un taux de couverture des provisions par les placements de 107,7%, une marge de solvabilité dépassant la marge réglementaire requise de 293% et des capitaux propres excédentaires lui permettant de développer davantage son activité. Le groupe a présenté un Business Plan ambitieux qui allie consolidation de la croissance et amélioration de la rentabilité : Un challenge que le management devra relever dans un contexte économique précaire. Nous recommandons de suivre de près la réalisation du Business Plan et l'éventuel impact de l'application des normes IRFS sur les réalisations de la compagnie.</p>	9,9	1,8	4,2%	Acheter
43	Unimed	+1,6%	<p>Le titre Unimed s'est bien défendu en 2022. Le crû de 2021 de Unimed a été conforme aux promesses de son management annoncées dans la communication financière du 18 Novembre 2021. Malgré un environnement opérationnel difficile marqué par la persistance de la pandémie de la Covid-19 et l'arrêt provisoire des ventes à la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT) depuis Février 2021, le spécialiste des produits stériles a renoué avec la croissance bénéficiaire et consolidé ses équilibres financiers. Unimed a pu, en effet, compenser la quasi-totalité du chiffre d'affaires avec la PCT sur une période record avec des ventes à l'étranger, générant des marges plus intéressantes. L'année 2022 a été plus difficile que prévu pour Unimed. C'est ce qui ressort de l'analyse des états financiers de la première moitié de 2022. Malgré la bonne tenue du chiffre d'affaires (+4,5% à 42,5MDt), la société a subi une dégradation de ses marges et de sa rentabilité (un résultat net semestriel de 1,4MDt au 30 Juin 2022 contre des bénéfices de 5MDt, une année auparavant). Et pour cause, un renchérissement des matières premières et une flambée des frais généraux (une envolée des charges de personnel majorées des autres charges d'exploitation de 20,6% à 13,4MDt). A la lumière des réalisations au 30 Juin 2022, nous pensons que Unimed devrait enregistrer, sur l'année pleine 2022, une croissance de son chiffre d'affaires de 11% à 93,8MDt et dégager des bénéfices de 4,4MDt (contre un résultat net de 8,7MDt). Les yeux sont, désormais, rivés sur l'année 2023 qui devrait profiter de l'effet plein de la reprise des relations commerciales avec la PCT. En 2023, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires de 46,1% à 137MDt et sur des bénéfices de 10,3MDt. Grâce à sa capacité de production, à son savoir-faire et à son réseau commercial fortement développé en Tunisie et à l'étranger, Unimed compte mettre en place une stratégie qui s'appuie sur les axes suivants: 1) la consolidation de la position de la société sur le marché local, 2) l'augmentation des ventes à l'export et 3) l'accélération de l'internationalisation. Unimed a, en 2022, signé un accord de partenariat technique avec l'industriel japonais « GCUBE » et l'université privée « ESPITA » pour assoir un système industriel compétitif et durable basé sur le transfert de la technologie et le renforcement des capacités tunisiennes à répondre à un besoin actuel et futur du marché. Deux autres déclarations d'intentions ont été conclues. La première entre Unimed- ESPITA et GCUBE pour créer une pépinière d'entreprises de Recherche et de Développement afin de renforcer les capacités de la technologie IVD (In Vitro Diagnostic). La deuxième entre Unimed et GCUBE pour créer une Joint-Venture dans le but de fabriquer des Kits de Diagnostic Rapide appliqués aux domaines de santé, de l'environnement et des aliments. 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 opportunes particulièrement dans la conjoncture actuelle morne. Au vu des niveaux de valorisation actuels de Unimed, le choc de la Covid-19 et l'arrêt provisoire des ventes à la PCT nous semblent reflétés dans le cours. Nous recommandons Unimed à « l'Achat ».</p>	51,9	2,4	5,7%	Acheter

44	SAH Lilas	+1,5%	<p>Depuis 2018, le Groupe SAH Lilas a connu un parcours boursier versatile. Les retards récurrents dans les projets d'investissement et les décalages par rapport aux projections du management ont pesé sur le comportement du titre en bourse. Sur le premier semestre 2022, le Groupe a affiché une croissance de son chiffre d'affaires de 21,8% à 397,4MDt. Au terme des six premiers mois de 2022, SAH a, également, enregistré une consolidation de sa rentabilité d'exploitation avec un résultat d'exploitation en hausse de 13,1% à 34,7MDt. Côté rentabilité nette, SAH a pu stabiliser son résultat net part du groupe à 13,3MDt, comparativement au S1 2021. Le management de SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2022. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain et profondément marqué par l'inflation et la pénurie des matières premières et les perturbations logistiques, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux. Selon le business plan 2022-2025, l'exercice 2022 devrait constituer l'année de retour aux standards de performance du Groupe. La consolidation du niveau d'activité de la filiale Azur Papier suite à la confirmation de sa deuxième ligne de production de l'ouate de cellulose, et la conquête de nouveaux clients à l'étranger, seront des facteurs favorables à l'augmentation du chiffre d'affaires du Groupe pour l'année 2022 et les exercices d'après. L'évolution de part et d'autre des charges d'exploitation par l'effet de la croissance des volumes produits et le contrôle des coûts opérationnels par le biais des plans d'optimisation et de productivité envisagés, seront de nature à améliorer le niveau général des indicateurs de performance du Groupe pour les années à venir. L'amélioration de la rentabilité des investissements déjà réalisés par l'effet de la réduction progressive de la partie fixe de leurs structures de coûts et le complément de rentabilité dégagé par les nouveaux investissements, en l'occurrence le business des détergents et cosmétique, feront que la capacité bénéficiaire globale ne cessera de s'améliorer. Au terme de l'exercice 2025, le résultat net part Groupe devrait atterrir à 89,3MDt ce qui représenterait une croissance annuelle moyenne prévisionnelle du résultat net de l'ordre de 27,3% sur la période prévisionnelle. Dans une conjoncture malmenée par la crise, le titre représente une opportunité d'investissement intéressante à bien des égards. Il s'agit d'une valeur défensive et de croissance, d'une valeur internationale et d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels en quête de « Blue chips ». SAH Lilas continue à distribuer des dividendes, envoyant un signal fort au marché que le Groupe est bien disposé à entamer une phase de génération de cash-flow, et de désendettement et qu'il est sur le point de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années.</p>	21,9	2,6	3,3%	Acheter
45	Wifack International Bank	+1,4%	<p>Après avoir viré au vert en 2021, le titre a connu un parcours boursier atone en 2022. L'ex-leaseur commence à récolter les fruits de sa transformation en banque islamique. La mutation organisationnelle et commerciale touche à sa fin. 2021 a été une année charnière pour la benjamine du secteur bancaire. Wifack y a dégagé son premier bénéfice, en tant que banque islamique (un bénéfice net de 1,8MDt) après avoir aligné plusieurs années de pertes (des pertes cumulées de 36,9MDt sur la période 2017-2020). Le premier semestre de 2022 s'est inscrit dans la continuité de 2021. Il a été marqué par une croissance à deux chiffres au niveau des indicateurs clés de performance de la banque et par une consolidation de la rentabilité (un bénéfice net semestriel de 3,3MDt). 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 (un taux de couverture des créances classées de 45,6% à fin 2021). Les efforts supplémentaires à déployer par la WIB pour couvrir convenablement ses risques conditionneront la rentabilité future de la banque. Wifack International Bank opère sur une niche peu desservie, avec une faible intensité concurrentielle et offrant un important potentiel de croissance dans les prochaines années. L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier du crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance future. L'adossement de la banque à un partenaire technique de renom dans le métier (en l'occurrence la Banque Islamique de Développement à travers sa filiale la SID, la Société Islamique du Développement du Secteur Privé) lui offre le soutien nécessaire pour développer son activité. En somme, le potentiel de croissance de la banque est certain. Néanmoins, à l'heure où le « Flight to Quality » prévaut, nous préférons réduire notre exposition à la valeur, en attendant une croissance plus équilibrée.</p>	n.s	1,4	0,0%	Alléger
46	Best Lease	+0,7%	<p>L'unique leaseur islamique en Tunisie a fait du quasi-surplace en 2022 après un parcours boursier exemplaire en 2021. Le comportement atone de la valeur affiché sur 2022 contraste avec la bonne dynamique de l'activité et l'amélioration sensible de la rentabilité sur le premier semestre de l'année (une progression du produit net de leasing de 30% à 14,1MDt et une envolée du résultat net semestriel de 52,9% à 5,3MDt). Un positionnement de niche qui met la compagnie à l'abri de la guerre des prix. Une structure des ressources dominée par les taux fixes bénéfique en période de taux haussiers. 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. Dernier arrivant en bourse du secteur, Best Lease affiche un cachet unique dans le secteur puisqu'il s'agit de la seule société de leasing islamique. Une rareté qui peut attirer certains investisseurs à la quête de ce type de papier. Les fondamentaux de la société sont globalement bons et se comparent à la moyenne sectorielle mais une liquidité quasi-inexistante et un rendement en dividendes plus faible que la concurrence cotée.</p>	5,3	0,7	5,7%	Conserver (+)

47	New Body Line	+0,0%	<p>Le spécialiste des vêtements intelligents a terminé l'année 2022 parfaitement à l'équilibre. Le titre n'a pas fait bonne figure en bourse en raison d'une importante baisse de régime sur le premier semestre de l'année 2022 (chute du chiffre d'affaires de 26,5% à près de 3MDt) et d'une dégradation significative de la rentabilité (un résultat net semestriel de 0,4MDt au 30 Juin 2022 contre des bénéfices de 1,4MDt une année plus tôt). Par ailleurs, le non-aboutissement de la cession du bloc de contrôle dans le capital de NBL à la société TAEF et à M. Khalil TALBI annoncé fin 2021, a quelque peu refroidi les investisseurs. L'année 2022 a été une année de très fortes perturbations à l'échelle mondiale à tous les niveaux. En effet, les prix des matières premières n'ont pas cessé d'augmenter presque chaque mois ce qui provoque une absence de visibilité même à court terme et de stabilité vis-à-vis de la politique des prix de la société. Ce constat oblige la compagnie à revoir ses tarifs d'une façon très fréquente et à perdre beaucoup de temps dans les négociations commerciales pour confirmer les commandes. Alors que l'inflation en Europe bat des records et diminue de plus en plus le pouvoir d'achat des consommateurs, les clients de NBL ont du mal à bien vendre dans ces conditions et sont plus vigilants pour ne pas faire des stocks. Malgré les contraintes pressantes de son environnement opérationnel, New Body Line est parvenu en 2022 à écrire une nouvelle page dans son histoire par l'acquisition de la société LYTESS, autrefois son client et ce pour un montant de 120 mille euros. Cette acquisition de l'entreprise française qui était en liquidation présente une démarche proactive de développement à travers la reprise d'une marque existante et sa relance rejoint parfaitement le plan de développement stratégique de NBL. La direction de NBL a, également, insisté sur le fait que tout le passif de LYTESS a été apuré et que cette opération permettrait à New Body Line d'être propriétaire de sa propre marque de cosméto-textile en France, de s'intégrer en aval en se lançant dans le commerce B-to-C et d'être présente dans 24 pays dans le monde. Espérons que l'acquisition de la société LYTESS permettra à NBL d'accélérer sa stratégie d'innovation et d'élargir d'une manière durable sa base de clientèle. Nous recommandons de conserver le titre New Body Line. Les perspectives restent positives vu la reprise post-Covid attendue dans les prochaines années, l'exposition de la société à des devises fortes et le potentiel de diversification de l'activité.</p>	28,8	1,7	4,0%	Conserver (+)
48	Simpar	+0,0%	<p>A l'instar de ses pairs, le promoteur immobilier souffre d'un contexte tunisien difficile marqué par la rareté et la cherté des terrains, la hausse des coûts de construction ainsi que la baisse du pouvoir d'achat. En 2019, pour la première fois depuis son IPO, le promoteur immobilier a affiché un déficit -2,7MDt. L'année 2020 n'a pas été des meilleures. En raison d'une demande anémique, le promoteur immobilier a vu ses ventes en repli de -21,6%. 2021 s'est inscrit sous le signe de la reprise. Le chiffre d'affaires de la société, a progressé de 21,3% pour atteindre 14,6MDt. A fin Septembre 2022, les revenus du promoteur immobilier ont accusé une baisse de 14% pour s'établir à 7,5MDt. Il est à rappeler que la Simpar dispose de l'une des plus importantes réserves foncières en Tunisie. Le titre se négocie historiquement à une décote importante par rapport à ses fonds propres comptables. Un flottant réduit.</p>	n.s	0,7	0,0%	Conserver
49	SMART Tunisie	-2,4%	<p>La nouvelle recrue de la cote, a affiché un parcours boursier terne depuis son entrée au marché, préservant, ainsi, son potentiel de hausse. Le contexte boursier ardu avec lequel a coïncidé la mise sur le marché a jeté une ombre sur le comportement boursier de la valeur et ce, malgré la reprise notable de l'activité attestée par les réalisations à fin 2021 et les anticipations sur un dépassement des promesses de l'IPO. Les indicateurs clés de performance de la société mère du Groupe ont été bien orientés au terme de la première moitié de l'année 2022. SMART Tunisie a affiché, en effet, une croissance du chiffre d'affaires de 12,1% à 155,9MDt et une amélioration de son EBITDA de 9,1% à 17,2MDt au 30 Juin 2022. Malgré la bonne tenue de l'activité d'exploitation, la société a enregistré une légère dégradation de sa rentabilité nette (une baisse du résultat net individuel de 3,3% à 9,4MDt), en raison d'une augmentation sensible des pertes de change (des pertes de change de près de 4MDt contre un montant de 1,2MDt au terme du premier semestre de 2021), dopant les charges financières (des charges financières de 6,5MDt au 30 Juin 2022, contre une enveloppe de 2,9MDt, une année plus tôt). Ces pertes de change subies sur le premier semestre de l'année 2022 trouvent leur origine dans l'importante appréciation du dollar américain face au dinar. Nonobstant des réalisations semestrielles marquées par les pertes de changes, nous avons la conviction que le Groupe est bien outillé pour honorer ses promesses faites lors de son IPO et ce, pour la deuxième année de suite. Rappelons que selon le prospectus d'introduction en bourse, le management table en 2022, sur la réalisation d'un chiffre d'affaires consolidé de 331,9MDt et sur un résultat net part du groupe de 20,6MDt. Au niveau individuel, le management compte réaliser, sur l'année pleine 2022, un chiffre d'affaires de 300,7MDt et un résultat net de 19,9MDt. Cela dit, au niveau individuel, au 30 Juin 2022, SMART a affiché un taux de réalisation de ses objectifs de 104% en termes de chiffres d'affaires et de 94% en termes de bottom line. Dans un autre registre, SMART Tunisie a signé, en Août dernier, un contrat de partenariat à titre non exclusif avec la société « Canon Middle East FZ-LLC » pour distribuer la marque Canon en Tunisie. Canon est une marque leader dans les imprimantes, les copieurs, scanners professionnels, produits d'impression large format, solutions de traitement de l'image, de l'archivage et de la gestion du workflow. SMART Tunisie va compléter son offre produit dans ce domaine. Cette démarche s'inscrit parfaitement dans sa stratégie d'offrir une large panoplie de produits et de gamme pour ses revendeurs. Le titre traite à des multiples de valorisation alléchants dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Outre sa valorisation intéressante, la valeur offre un rendement en dividende attractif. SMART présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre : 1) un leader de la distribution du matériel informatique en Tunisie avec 30 ans d'expérience dans le domaine IT, 2) un business model innovant avec un portefeuille de 26 marques représentées, et une séparation multimarques (chaque marque a une équipe dédiée et un espace spécifique, alignant ainsi les motivations et maximisant les ventes), 3) une politique de distribution de dividendes des plus généreuses du marché actions, 4) une vision globale grâce à un système d'information performant, 5) un important capital de confiance accordé par un réseau développé de partenaires. SMART travaille, en effet, en « Open Account » avec 90% de ses partenaires. Elle dispose, par ailleurs, du statut d'opérateur économique agréé auprès de la Douane Tunisienne ; un statut enviable par bon nombre de sociétés commerciales tunisiennes, et 6) une situation financière post augmentation plus assainie.</p>	8,5	2,2	9,3%	Acheter

50	Astree	-2,5%	Bien géré et doté de fonds propres solides, l'assureur du groupe BT est sans doute un sain véhicule pour s'exposer au secteur de l'assurance. Contrairement à son l'accoutumé, le titre affiche pour la deuxième année consécutive une fade performance boursière. La compagnie a publié un résultat net de 15,4MDt au terme du premier semestre de 2022, soit une hausse annuelle de 8,6%. L'assureur affiche un business model résilient et une rentabilité récurrente. Le titre offre, également, le meilleur rendement en dividende (5,4%) du secteur. Il s'agit, des principaux atouts de l'assureur. Toutefois, la faible liquidité du titre (24,6MDt transigés en 2022) constitue un frein à l'investissement.	11,2	2,2	5,4%	Conserver (+)
51	Essoukna	-2,9%	Pâtissant de la crise du secteur de l'immobilier en Tunisie et de la persistance d'un contexte de financement extrêmement difficile, la filiale de la SIMPAR, n'a toujours pas réussi à retrouver le niveau des ventes de 2016 et 2017. A fin Septembre 2022, les revenus du promoteur se sont nettement améliorés, se hissant de 152% pour atteindre 13,1MDt. Foncièrement parlant, la valeur réelle du patrimoine n'est pas reflétée au niveau de la capitalisation boursière du promoteur. La pierre papier n'est, malheureusement, pas correctement valorisée sur le marché boursier pour un secteur de moins en moins séduisant.	n.s	0,3	1,7%	Conserver
52	Telnet Holding	-3,0%	Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a marqué un répit en bourse sur la période 2020-2021 après la longue ascension boursière qui a caractérisé la période 2016-2019. En 2022, le titre affiche un parcours boursier fade malgré les bonnes performances opérationnelles et le doublement des dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2021 comparativement aux dividendes versés au titre de l'année d'avant. Il est à noter que le cours de Telnet n'a pas réagi au lancement avec succès du nanosatellite « Challenge One » en 2021 et à son expérimentation réussie dans le domaine de l'agriculture intelligente en 2022. Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a affiché un bon cru 2021 marqué par un rebond généralisé et une croissance à deux chiffres au niveau de ses indicateurs d'activité. Par ailleurs, Telnet est parvenu à consolider significativement ses marges et sa rentabilité. « 2022 sera une année de croissance à deux chiffres à l'image de 2021 », a affirmé le management durant l'AGO de la société du 16 Mai dernier. Tenant compte des projections de l'équipe de direction et des réalisations du premier semestre de l'année en cours (une hausse du chiffre d'affaires consolidé de 16,4% à 27,6MDt et une envolée du résultat net part du groupe de 19,5% à 4MDt), nous pensons que le Groupe Telnet est bien outillé pour réaliser, sur l'année pleine 2022, une progression du chiffre d'affaires consolidé 17% à 56,5MDt et un bond au niveau du résultat net part du groupe de 10% à 10MDt. Etant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est parmi les rares groupes à avoir pu résister sur la période 2020-2021 aux retentissements de la crise de la Covid-19. Cette crise va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, Télétravail, paiements digitaux et utilisation de logiciels. Autant d'activités sur lesquelles le Groupe est bien positionné aujourd'hui. 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. 2022 devrait être l'année du passage aux applications du nano satellite « Challenge One » dans le domaine de l'agriculture, de la sécurité, de l'énergie et de l'environnement. 2023 sera l'année de la commercialisation des services liés à « Challenge One ». La valorisation du titre nous semble tentante pour une valeur technologique, sur la base du périmètre actuel de Telnet et comparativement à la médiane internationale. 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 « satellites » sur les revenus et les marges du Groupe.	9,3	3,0	6,5%	Acheter

53	Artes	-3,1%	Terminant l'année sur une terre performance boursière, ARTES a été le concessionnaire qui a pâti le plus de la crise des semi-conducteurs. En effet, le management du concessionnaire de la marque au losange a précisé que (Renault & Dacia) ont été parmi les marques européennes les plus impacté par cette crise, mais que ses effets commencent à s'estomper. Une reprise normale des activités commence à se dessiner. Au terme du troisième trimestre 2022, le chiffre d'affaires de la société ARTES a accusé un repli de 49,9% par rapport à la même période de l'année 2021 en pour s'établir 88,9MDt. La société ARTES (Marques Renault/Dacia) n'a écoulé que 1 982 immatriculations au terme de cette période contre 4 795 unités au terme du 30/09/2022, soit une régression de 2 813 véhicules. Cette situation est principalement due à des difficultés d'approvisionnement provenant de la pénurie des composants. Comme à l'accoutumée, le concessionnaire affiche une trésorerie nette largement excédentaire de 72,271 Millions de dinars au 30 septembre 2022. Nous recommandons de « Conserver » le titre.	7,3	1,1	15,4%	Conserver
54	SPDIT - SICAF	-3,2%	A l'opposé du joli parcours (+19%) de l'année précédente, Le titre SPDIT-SICAF n'a pas réussi à se démarquer en 2022, clôturant l'année en recul de -3,2%. Pourtant, la SICAF a collecté plus de dividendes que l'année précédente grâce à une distribution plus généreuse des sociétés cotés en 2022 et a récolté plus de plus-value de cessions grâce à la cession de placements non cotés. Valeur peu liquide.	11,5	3,9	7,9%	Conserver
55	AMS	-4,4%	Outre les problèmes structurels persistants auxquels la filiale du Groupe Loukil fait face (concurrence du marché informel, surendettement et faible capacité de génération de cash), l'entreprise depuis la décision du confinement général en Mars 2020, n'a pas réussi à reprendre ses activités. Dans un premier temps, AMS a annoncé un chômage technique pour une période de six mois afin de mettre en place un plan de restructuration financière et opérationnelle et de lever des fonds. Au bout des six mois, la société a informé le public que la reprise de l'activité, prévue pour le 14 Septembre 2020, ne pourra pas avoir lieu, une reprise conditionnée par le dédouanement des matières premières bloquées au port, suite à la non-obtention des financements nécessaires auprès du secteur bancaire. A fin Décembre 2020, le chiffre d'affaires a accusé un repli de 85% à 2,6MDt. En date de Mars 2021, la société informe ses actionnaires et le grand public qu'elle a été admise sous la procédure du règlement judiciaire. Dans ce sens, un administrateur judiciaire a été nommé. Pour une période d'observation de neuf mois, l'administrateur désigné par le tribunal sera chargé d'examiner la situation économique et financière de la société, ainsi que prendre acte du plan de restructuration financière et opérationnelle déjà établi. L'actionnaire de référence de la société réitère son engagement dans les mêmes démarches lancées auparavant dans l'objectif d'apporter à la société le soutien financier nécessaire à travers une levée de fonds à réaliser par un Fonds d'investissement. Une levée de fonds autant convoitée pour assurer la reprise de l'activité de la société et rompre définitivement avec les difficultés qu'avaient rencontrées depuis des années. Il importe de préciser que l'absence continue de soutien financier pour le financement du cycle d'exploitation met en péril l'existence de la société. La société n'a pas communiqué ses indicateurs d'activité depuis Décembre 2020.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
56	MPBS	-4,8%	Fortement secoué en 2020 par les répercussions de la crise Covid-19, MPBS a renoué avec la croissance dès le début de 2021. L'acteur de référence dans le secteur de la production de panneaux de bois (une PDM de 30%) a réalisé un chiffre d'affaires de 114,8MDt, en 2021, en hausse de 26% par rapport à l'année 2020. Cette reprise a été soutenue par la contribution des 3 nouvelles filiales acquises, fin 2019, à savoir : « CBM : « Comptoir des bois et matériaux », « MBS : Maison du Bois du Sud » et « SCIAF : Scierie Africaine ». Ces acquisitions offrent un complément de gamme (bois, MDF brut et panneaux OSP, robinetterie et sanitaire) pour les produits de MPBS. Les états financiers du spécialiste en bois, à fin Juin 2022, font ressortir un chiffre d'affaires stable de 30,2MDt. L'EBITDA s'est maintenu également stable à 4,9MDt, soit un taux de marge de 16,3%. Le résultat net s'est envolé de 64,3% à 4,7MDt grâce à l'amélioration des produits de placement. En 2022, le manufacturier de bois table sur un chiffre d'affaires consolidé de 124,3MDt, en progression annuelle de 8,5%. Le respect du budget annoncé par le management de la société, ramènerait MPBS à un niveau de valorisation alléchant. Nous réitérons notre opinion positive sur le titre.	5,8	1,0	4,2%	Acheter
57	Euro-Cycles	-5,7%	L'année 2022 a dérogé à la croissance en bourse pour le producteur de vélos Euro-Cycles. Le sixième exportateur de vélos vers l'Europe à l'échelle mondiale a réalisé au 30 Septembre 2022 un chiffre d'affaires de 134MDt, soit une augmentation de 16% par rapport à la même période de l'année 2021. Malgré la bonne orientation du top line, le Groupe a subi une dégradation de sa rentabilité nette (baisse du résultat net part du groupe de 26,7% à 9,5MDt, au 30 Juin 2022) en raison de la flambée des prix des matières premières et de la constatation d'importantes pertes de change (des pertes de change nettes de 3,6MDt) sur fond d'appréciation du dollar américain. Ainsi, 2022 s'annonce comme l'année de l'atterrissage en douceur pour Euro-Cycles. Les investissements au 30 Septembre 2022 ont été de l'ordre de 1,5MDt, et consistent essentiellement en la finalisation des travaux de construction d'un nouveau bâtiment, portant sur une nouvelle usine à 2 niveaux de 4000m² et ce, dans le cadre d'intégration verticale (bicycle valley process) et du stockage nécessaire pour développer les vélos électriques. En effet, le 3ème trimestre a vu l'enregistrement de 3800 vélos électriques avec la composante (Batterie/Moteur) fabriquée en Tunisie contre 804 Vélos au 30/09/2021, certifiée suivant les normes européennes. La forte hausse de l'endettement affichée sur les dernières années nous semble temporaire et peu alarmante car elle est justifiée par les efforts d'investissement déployés, par la forte reprise de l'activité et par la volonté du Groupe de sécuriser ses approvisionnements en matières premières pour se prémunir contre le risque de rupture des stocks et les perturbations logistiques. Durant l'AGO du 22 Avril dernier, le management s'est montré serein sur les perspectives d'avenir du Groupe affirmant que l'engouement pour le cyclisme pendant la crise de la Covid-19 n'est pas un phénomène circonstanciel. Il s'agit d'une tendance lourde qui devrait s'inscrire dans la durée, grâce aux politiques environnementales mises en place par les gouvernements dans les pays développés pour encourager l'utilisation du vélo. Le vélo comme mode de déplacement est un véritable « game changer » dans la révolution des mobilités que vivent la plupart des villes dans le monde. La feuille de route tracée par l'équipe de direction dans les prochaines années comprend : 1) une poursuite des efforts d'investissement, 2) une intensification des prospections, 3) une orientation volontariste vers le vélo électrique, 4) le lancement du vélo cargo et 5) la création d'un écosystème pour le vélo en Tunisie. Malgré son joli parcours sur les dernières années, nous pensons que la valeur affiche encore des multiples intéressants, comparativement à la moyenne internationale. La société offre une visibilité appréciable. Elle jouit d'un profil totalement exportateur et affiche une assise financière solide. Autant de facteurs qui plaident en faveur d'un positionnement sur Euro-Cycles.	12,7	5,6	7,1%	Acheter

58	SIAME	-7,0%	<p>Le titre SIAME a marqué un répit en 2022 après avoir enchaîné plusieurs années d'embellie boursière. Conformément à nos attentes, l'atterrissage de l'exercice 2021 est ressorti satisfaisant pour la SIAME. Le Groupe spécialisé dans le matériel et les appareillages électriques a enregistré une reprise généralisée de ses indicateurs d'activité, rattrapant largement l'accident de parcours de 2020 et ce, malgré les répercussions persistantes de la pandémie de la Covid-19 sur son environnement opérationnel. Si l'activité d'exploitation affiche une bonne mine, le résultat net du Groupe a aussi été boosté par la réalisation d'une plus-value de cession sur des éléments d'actifs pour 1,5MDt. Malgré le bon crû de 2021, l'action n'a pas été récompensée en bourse. La baisse du chiffre d'affaires de la société mère sur les neuf premiers mois de 2022 a quelque peu refroidi les investisseurs en bourse. En fait, les revenus de la SIAME ont enregistré au 30/09/2022, une diminution de -23,5% à par rapport à la même période de l'année 2021 à 22,5MDt. Le retard des ventes enregistré durant cette période, s'explique par une tendance contrastée entre les trois marchés sur lesquels opère la SIAME : une évolution des ventes sur le Marché Local Privé de +2,9MDt, soit +24,7%., une baisse des ventes à la Société Tunisienne de l'Electricité et du Gaz « STEG », de -7,6MDt, soit -84,1% et baisse des ventes à l'export de -23%, soit une variation de -2,1MDt. La baisse des ventes à l'export, a concerné principalement les pays Africains, en raison de la conjoncture internationale qui sévit partout dans le monde et qui a impacté surtout les pays les moins nantis. L'avenir pour le Groupe SIAME s'annonce prometteur. Le projet « Smart Grid » lancé par la STEG en 2019 (publication de l'avis d'appel d'offres international) pour une enveloppe initiale de 400 millions de dinars et dont le potentiel global s'élève à un milliard de dinars, représente un levier de croissance important et une opportunité unique à saisir par la SIAME. Le Groupe s'est bien préparé à cette transition vers les solutions de comptage intelligent, depuis cinq ans, avec notamment la création d'une nouvelle filiale, la société Innov-Alliance-Technology « I@T ». Cette filiale devrait accompagner la SIAME dans le développement de nouvelles solutions de smart metering, afin de conquérir de nouveaux marchés en Afrique et au moyen Orient. Capitalisant sur la réussite de son expérience avec la STEG, la SIAME ambitionne, en effet, de déployer sa solution en Afrique et au Moyen Orient. Présentement, avec une capitalisation de 59MDt, le Groupe SIAME traite à 16,1x ses bénéfices estimés de 2022. Ce niveau de valorisation a beau refléter la baisse régime affichée en 2022. Cependant, il ne reflète pas convenablement le potentiel de croissance latent que recèle le projet « Smart Grid » pour la SIAME dans les prochaines années. Le cachet exportateur du Groupe et la solidité de ses fondamentaux sont des avantages comparatifs de taille, surtout à l'aune de la crise actuelle en Tunisie et de la dégradation du climat des affaires dans le pays. Avec la concrétisation définitive du marché « Smart Grid », le titre devrait susciter l'intérêt des investisseurs. Un effort de communication est nécessaire pour redorer l'image du titre en bourse. Nous réitérons notre recommandation à « l'Achat » sur la valeur.</p>	16,1	2,2	4,7%	Acheter
59	SOMOCER	-7,1%	<p>La tendance boursière a été décevante pour SOMOCER sur les dernières années. Le titre a évolué en dents de scie alternant des années à peine dans le vert et des années baissières. La volatilité des cash-flows et de la rentabilité, les résultats en décalage par rapport aux promesses de la recapitalisation de 2016 et le fort appétit à l'endettement ont pesé sur le comportement du titre en bourse. Sur le court terme, les perspectives du Groupe SOMOCER restent limitées au vu des défis actuels. Sur le marché local, l'environnement économique peu porteur, l'espace budgétaire limité et les difficultés du secteur du bâtiment devraient pénaliser la croissance du Groupe. Par ailleurs, l'éclatement de la guerre en Ukraine, l'accélération de l'inflation dans le monde et la situation encore précaire dans les pays limitrophes sont de nature à créer un important manque à gagner pour le Groupe et à mettre les marges à rude épreuve. Le titre se négocie actuellement à moins que sa valeur nominale. Une valorisation facialement abordable mais qui ne devrait pas occulter une rentabilité insuffisante qui est pénalisée par de lourdes charges financières, une situation financière surendettée et des cash-flows volatils. La reconquête de l'export étant un objectif à long terme, les performances de SOMOCER dépendraient de sa capacité à maîtriser ses marges et à gérer son BFR. La hausse des taux opérée à trois reprises en 2022 est de nature à accentuer le poids des charges financières. Le déficit qui s'annonce pour 2022, selon nos estimations, ne devrait pas rassurer les investisseurs. Nous conseillons le titre à la vente.</p>	n.s	0,6	0,0%	Alléger

60	Assurances Maghreb	-8,9%	Assurances Maghreb est un titre de qualité. Le titre se distingue par la résilience de son business model et par la meilleure rentabilité technique (un ratio combiné de 82,8% en 2021 contre une médiane du secteur coté de 94,4%). L'assureur affiche également le meilleur ROE 2022e (23,1%) contre un ROE 2022e médian du secteur de 17,4%. Au 30 Juin 2022, le résultat net de l'assureur s'est établi à 19,5MDt, soit une croissance de 4,7% par rapport à la même période en 2022. Nous recommandons le titre à « l'Achat ».	7,5	1,7	3,9%	Acheter
61	Air Liquide Tunisie	-9,0%	Pâtissant de la baisse de la demande du secteur hospitalier, Air Liquide a vu son chiffre d'affaires, à fin septembre 2022, reculer de 14% par rapport à celui enregistré durant la même période de l'exercice 2021. Cette baisse est une conséquence de l'effet de la baisse de la demande sur le marché local de 21% principalement pour les produits destinés au secteur hospitalier après une année 2021 marquée par la crise sanitaire. Cette baisse a été partiellement compensée par une augmentation de 32% au niveau du chiffre d'affaires export.	6,4	1,8	6,3%	Conserver
62	Délice Holding	-11,7%	L'année 2022 a marqué une rupture de croissance en bourse pour le champion national des produits laitiers, qui va à l'encontre des réalisations satisfaisantes du Groupe. Malgré une conjoncture économique difficile, dictée par la résurgence de la pandémie Covid-19, la hausse de l'inflation et la baisse du pouvoir d'achat du consommateur tunisien, le Groupe Délice a atteint en 2021, des jalons très importants et a réalisé des performances records, qui consolident les acquis des exercices précédents. Autres faits à l'honneur de l'année 2021, Délice 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. La croissance sera également au rendez-vous au titre de l'exercice 2022. C'est ce que confirme le premier semestre de l'année 2022. Le Groupe y a pu garder le cap sur la croissance avec des revenus en hausse de 6,7% à 627,5MDt. Malgré la crise que traverse actuellement le secteur laitier en Tunisie (les prix du lait au niveau de la production n'ont pas évolué depuis Avril 2021, malgré la hausse sans précédent des prix de l'alimentation bovine, de l'assemblage et des fournitures de fabrication, entraînant une baisse des quantités de lait acceptées au niveau des usines estimée entre 20 et 30%), Délice a réussi à naviguer dans un bon rythme de croisière grâce à la diversité de ses métiers et à ses importantes capacités logistiques et de stockage. Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme de produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2021 devrait inaugurer une nouvelle phase de croissance prometteuse pour le fleuron de l'industrie laitière en Tunisie. Les projets entrepris sur les dernières années devraient permettre au Groupe de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, de consolider son positionnement sur le segment des produits laitiers frais, locomotive de rentabilité pour le Groupe, et de monter en puissance sur les « boissons » en prenant le virage de l'eau minérale. La valorisation actuelle de Délice Holding offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des jus, en pleine phase de consolidation/diversification et aux fondamentaux solides. La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait demi-écrémé, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour l'action.	9,6	2,8	3,1%	Acheter
63	Tawazol Group Holding	-13,0%	TGH n'a pas fait bonne figure en bourse en 2022. Depuis sa mise sur le marché, la relation de Tawazol avec les investisseurs a été lésée par les décalages notables par rapport aux promesses et les retards fréquents dans la publication des résultats. Alors que les délais réglementaires ont été largement dépassés, le Groupe n'a pas encore fait part de ses états financiers consolidés au titre de l'exercice 2021 et notre visibilité reste limitée aux chiffres non audités présentés dans les indicateurs d'activité trimestriels (une stagnation des revenus consolidés à 62MDt au 30/09/2022). TGH entend toujours poursuivre sa transformation dans le temps par l'opération annoncée de Spin-out pour permettre à la société Hayatcom de suivre son développement à l'international. Le management a affirmé que le dossier est en cours d'avancement avec l'intermédiaire en bourse chargé de la préparation du prospectus. La transaction stratégique que TGH entreprend, l'opération de Spin-out de la filiale Hayatcom, marque une étape majeure dans l'évolution du Groupe. Cette opération inédite sur la Bourse de Tunis prévoit que les actionnaires de TGH recevront une quotité proportionnelle d'actions de Hayatcom en fonction du nombre de titres TGH qu'ils possèdent. Suite à l'opération de Spin-out, Hayatcom sera une société faisant appel public à l'épargne. Le management de la société demandera aux autorités du marché la négociabilité de ses titres sur le système de cotation électronique (groupe 13). L'équipe de direction a annoncé, également, qu'un dossier d'admission à la cote principale de la bourse sera déposé après l'opération du Spin-out. Après Hayatcom, le management étudie la possibilité de réaliser une autre opération de Spin-out qui va concerner la filiale Palma spécialisée dans l'extraction d'aluminium. L'objectif est de permettre à cette filiale de financer sa croissance et de lui offrir la possibilité de nouer des partenariats capitalistiques. La finalité ultime des opérations de Spin-out successives est de scinder les différentes activités du Groupe en des entités séparées qui seront cotées en bourse, transparentes et disposant de leur propre identité et de concentrer les efforts du Holding sur la promotion immobilière, et sur les travaux d'infrastructure, et les gazoducs. Nous étayerons notre jugement sur l'opération d'échange (Spin-out) à la suite de la publication d'informations financières suffisantes (absence des états financiers consolidés au 30/06/2022 de TGH) et des informations complémentaires qui seront exigées par le régulateur à l'occasion de ladite opération.. Peu de visibilité, peu d'intérêt donc.	n.s	3,5	0,0%	Alléger
64	BTE (ADP)	-13,4%	La BTE poursuit sa déroute en bourse. Le retour aux bénéfices en 2019 n'aura pas duré longtemps pour la banque à capitaux tuniso-émiratés. La BTE a dégagé des pertes en 2020 et en 2021. Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs et qui entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation basse mais le déficit qui s'annonce en 2022, au vu des résultats de la première moitié de l'année (des pertes de 12,8MDt), ne rassure pas le marché. Les spéculations sur le déroulement du processus de privatisation devraient tenir en haleine les investisseurs. Nous recommandons d'alléger l'exposition au titre en attendant des jours meilleurs.	n.s	0,2	0,0%	Alléger

65	Alkimia	-14,4%	<p>Depuis 2015, ALKIMIA continue de subir de plein fouet l'instabilité de l'approvisionnement et des prix de l'acide phosphorique qui lui ont causé la perte d'importants clients ayant choisi d'abandonner le STTP et de le remplacer par d'autres produits ayant des prix moins chers et plus stables. L'année 2022 a été marquée par une production réduite du STTP en raison de l'augmentation excessive du prix de l'acide phosphorique décidé par le Groupe Chimique Tunisien. En effet, accentuées par les retombées de la guerre en Ukraine durant le premier semestre 2022, les prix des matières premières, de l'acide phosphorique et du carbonate de sodium ont continué leurs augmentations amorcées depuis 2021. Les Prix de l'acide phosphorique et du carbonate de sodium ont atteint des sommets qui n'ont pas été enregistrés depuis l'année 2008. ALKIMIA n'a pas été en mesure de répercuter l'impact de ces augmentations sur les prix de vente du STTP. Néanmoins, à fin Septembre 2022, la société chimique ALKIMIA a amélioré substantiellement de 51,9% son chiffre d'affaires à 130,1MDt grâce à la vente de toute la production plus une partie des stocks et au glissement du dinar par rapport au Dollar US. Une forte pression sur les marges est attendue. La nouvelle Unité de production de MAP cristallisé, mise en Service au 1er juin 2021, a connu un succès à l'international qui laisse présager d'un futur prometteur. En effet, la qualité du produit fini répond aux standards internationaux et la demande en ce produit est conforme aux attentes. Malheureusement, par manque d'ammoniac, cette nouvelle unité n'a redémarré qu'au mois d'août 2022 avec une marche réduite compte tenu des prix très élevés de l'acide phosphorique et de l'ammoniac qui rendent le produit non compétitif par rapport à la concurrence, notamment chinoise. Le Conseil d'Administration de la Société, en sa réunion du 23 Juin 2022, a encore une fois confirmé sa volonté de lancer le Plan de restructuration et de sauvetage de la Société et ce sur la base d'un engagement ferme du Groupe Chimique Tunisien à livrer de l'acide phosphorique et de l'ammoniac nécessaires pour permettre à la Société de produire du STTP technique et alimentaire, du MAP cristallisé et des NPK. Un huitième déficit s'annonce pour 2022. La société cumule des pertes de l'ordre de 169,2MDt dans son bilan. Liquidité quasi-inexistante. Absence totale de visibilité.</p>	n.s	n.s	0,0%	Alléger
66	Tunisair	-15,8%	<p>En 2022, Tunisair a réussi à améliorer substantiellement son chiffre d'affaires, affichant des revenus s'élevant à 1640MDt à fin Septembre 2022 contre un chiffre d'affaires de 704MDt durant la même période en 2021. Toutefois, les problèmes de la compagnie perdurent et s'intensifient : sureffectif, surendettement, sous-capitalisation, faible capacité de génération de cash et l'obsolescence des avions, constituant un lourd fardeau sur la compagnie. Le vaste plan de restructuration, communiqué ces dernières années par les derniers PDG de la compagnie, incluant un plan de recapitalisation et nécessitant une considérable enveloppe de 1,3 Milliard de Dinars est décidément dans les placards. Toutefois, face à ce contexte inédit et à la probable entrée en vigueur de l'open sky en Tunisie, ce plan de restructuration et la recapitalisation deviennent une nécessité. Il est à rappeler que la compagnie porte-drapeau n'a pas publié ses états financiers depuis 2018. Nous recommandons la vente du titre en attendant des jours meilleurs.</p>	n.s	n.s	0,0%	Alléger
67	One Tech Holding	-16,0%	<p>Retournement de tendance défavorable pour l'exportateur national en bourse. Bien que One Tech ait démarré l'année sur de nouvelles ambitions, la réalité a été tout autre. Après avoir annoncé un objectif de résultat net part du groupe de 42,7MDt (en Mai 2022) sur l'année 2022, le management du Groupe a nettement revu à la baisse ses ambitions de croissance bénéficiaire en 2022. Le Groupe a publié un « profit warning » en Septembre 2022 laissant présager d'un atterrissage 2022 en deçà des attentes. Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe OTH a enregistré sur le premier semestre de l'année 2022 une importante croissance de 16% atteignant 520MDt, dirigé en sa majorité aux marchés de l'exportation, soit 87,5%. Cependant les perturbations du marché, notamment, celui de l'automobile, ont fini par impacter les marges et ce, malgré une forte résilience du Groupe. En effet, le premier semestre 2022 a subi les effets persistants et différés de la pandémie, dont notamment : 1) une pénurie des composants électroniques et des semi-conducteurs, qui a causé des fermetures des sites des constructeurs et des reports successifs de commandes, 2) une importante hausse des prix des matières premières et une forte volatilité des cours des métaux, ayant impacté directement les consommations, 3) une hausse importante des coûts énergétiques et ceux de la logistique et 4) une baisse de la demande causée par le conflit en Ukraine qui a contribué à l'amplification des facteurs précédemment cités. Ainsi, au terme du premier semestre de 2022, le résultat net part du groupe est ressorti en nette baisse, passant de 18MDt, au 30 Juin 2021, à 5,4MDt, au 30 Juin 2022. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront les lignes de conduite du management, dans la période post-covid pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile. One Tech commence, également, à tirer profit d'un mouvement de régionalisation de la demande de ses clients pour diminuer leur exposition asiatique et d'une reconfiguration des chaînes de valeur mondiales vers de plus proches sources d'approvisionnement. La valorisation actuelle du titre intègre le « faux pas » de 2022. Cependant, elle ne reflète pas convenablement les perspectives de croissance de l'après-covid. OTH est une valeur de fonds de portefeuille avec une importante manne financière, un tour de table institutionnalisé et un management de qualité. Nous continuons à recommander le titre à "l'Achat" dans une optique d'investissement à moyen et long terme.</p>	40,6	1,9	4,5%	Acheter
68	Ciments de Bizerte	-19,7%	<p>Le cimentier public n'est, malheureusement, pas au bout de ses peines. Il s'est retrouvé obligé d'arrêter le four de production de clinker depuis le 7 Novembre 2022 en raison d'un conflit avec un agriculteur lié à l'exploitation de deux parcelles N° 56 et N°57 qui reviennent à l'Etat. Au terme du troisième trimestre de 2021, les revenus du cimentier se sont inscrits en baisse (-10%). Une baisse qui s'explique par l'éffritement des ventes locales (-7%) et surtout la régression des ventes à l'export (-26,1%). La régression des ventes à l'export trouve son origine dans des prix de vente du clinker et des liants sur le marché international en deçà des prix de vente sur le marché local. Les problèmes structurels liés à la vétusté de l'appareil productif, la flambée des charges financières et la situation du sureffectif persistent encore plombant la rentabilité du cimentier et entravent incontestablement le sentiment du marché. Le cimentier a affiché un déficit de l'ordre de 6,2MDt en 2021. A fin Juin 2022, Ciments de Bizerte affiche un déficit de -11,9MDt. Le résultat d'exploitation est ressorti déficitaire de -7,2MDt.</p>	n.s	0,9	0,0%	Alléger

69	Sits	-20,2%	La société de promotion immobilière a affiché en 2022 une performance boursière calamiteuse. Le spécialiste des projets hauts standing, présente des bénéfices en dents de scie en raison de la forte cyclicité de l'activité de promotion et du contexte tunisien difficile marqué par la rareté et la cherté des terrains, la hausse des coûts de construction ainsi que la baisse du pouvoir d'achat du Tunisien. A fin septembre 2022, SITS a vu son chiffre d'affaires divisé par deux, s'établissant à 3,1MDt. La situation de gouvernance s'est enfin éclaircie. Rappelons que le bloc d'actionnaires tunisiens a introduit à maintes reprises des plaintes auprès de la justice contre l'ancien DG, pour des soupçons de malversations, d'abus de pouvoir et de corruption.	7,6	0,8	0,0%	Alléger
70	Poulina Group Holding	-20,4%	Contrairement à l'année précédente, le titre de la deuxième capitalisation boursière du marché tunisien a connu une année boursière fort décevante, reculant de 22%. Pourtant le conglomérat a bien performé en 2021 et 2022 et ce malgré le contexte mondial qui a été marqué par la résurgence de plusieurs vagues pandémiques de la Covid-19. En effet, la structure des actifs assez intéressante marquée par une prédominance des activités défensives a permis à PGH de résister en temps de crise et de maintenir ses niveaux de rentabilité. En 2021, le groupe a affiché un chiffre d'affaires en forte ascension de 26% à 2882,6MDt. Grâce à l'amélioration des revenus de placement et notamment la constatation d'une plus-value de cession de 46,2MDt contre une plus-value de 7,5MDt une année auparavant, le résultat net du part du groupe en 2021 s'est hissé de 24,5% à 93,3MDt. En 2022, le groupe a réussi à maintenir le trend haussier des ventes. A fin septembre 2022, le chiffre d'affaires global du groupe a frôlé les 3 milliards de dinars, enregistrant une remarquable hausse de 19% par rapport à la même période en 2021. Toutefois, la rentabilité du groupe demeure toujours minée par une dette nette colossale avoisinant les 1,5 milliard de dinars à fin 2021. Pour remédier à cet endettement élevé et à défaut d'une recapitalisation, le Groupe devrait adopter une gestion plus judicieuse et plus active de ses actifs. Dans les prochaines années, le Groupe renforcera davantage sa stratégie capitalistique, consacrant une enveloppe moyenne d'investissement de 290MDt sur la période 2022-2024. Le conglomérat vise le secteur des énergies renouvelables et la maîtrise du coût de l'énergie comme axe principal d'investissement. Entre 2021-2024, le management table sur une croissance moyenne des revenus de 8,2% pour atteindre 3650MDt au bout de 2024. Une progression annuelle moyenne de la marge brute de 8,1% pour franchir la barre de 1 milliard, dès 2022, et s'établir à 1222MDt à fin 2024. Une progression de 9,7% de la marge d'EBITDA sur la même période. Ces prévisions devraient se traduire par un léger effritement des marges du Groupe. Au vu des niveaux de valorisation assez élevés du groupe, nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives en attendant un meilleur retour des prochains investissements.	45,9	1,7	3,4%	Conserver (+)
71	SFBT	-22,3%	En 2022, comme en 2021, la brasserie a déçu par ses performances boursières. Un parcours qui va à l'encontre des réalisations satisfaisantes du Groupe et de l'étonnante résistance de l'activité. Et pour cause, la SFBT a arrêté, depuis 2021, les opérations d'augmentation de capital par incorporation des réserves auxquelles sont habitués les petits porteurs depuis de nombreuses années et ce, en raison de la suppression du dégrèvement physique des dépenses d'investissement. La pénurie des matières premières (essentiellement du sucre et du CO2 alimentaire) ayant perturbé la production et le décès du Président Directeur Général feu Mohamed BOUSBIA, figure de proue de la SFBT, ont davantage pesé sur le comportement boursier de la société. L'année 2021 a été un excellent millésime pour la SFBT. Le Groupe n°1 des breuvages en Tunisie a surpassé nos prévisions malgré le contexte pandémique, le poids grandissant des droits à la consommation et la dégradation du pouvoir d'achat des ménages. En effet, la stagnation de l'activité d'exploitation a été contrebalancée par la bonne orientation des produits de placement et par la baisse de la charge de l'IS. L'exercice 2022 sera sous le signe de la consolidation. Grâce à la normalisation de l'activité de la restauration et des cafés et des habitudes de consommation des ménages et au retour des touristes grands consommateurs de bière locale, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue. En témoignent les chiffres du premier semestre de l'année 2022 (une augmentation de 13% à 146,9MDt du résultat net au niveau de la société mère au 30 Juin 2022). Du haut de sa capitalisation de plus de 3 milliards de dinars, la SFBT est sans doute la fierté du marché actions tunisien. Le Groupe devrait solliciter l'attention des investisseurs fébriles dans une conjoncture post-Covid dégradée où l'incertitude règne en maître. La position de dominance de la SFBT, son business model défensif, sa solidité financière et sa bonne qualité du management en font l'investissement incontournable pour des investisseurs en quête d'actifs refuges.	11,4	3,8	5,3%	Acheter
72	GIF	-23,1%	GIF, qui n'a pas encore publié ses états financiers de 2020, enchaînera certainement un huitième et un onzième exercice déficitaire de suite. Depuis la crise sanitaire et malgré la signature des accords de partenariat commercial avec l'italien UFI FILTERS, SOGEFI et OPEL, les ventes à l'export du spécialiste en filtres ont été nulles en 2022. Elle n'a même pas réussi à redresser ses ventes locales. A fin Septembre 2022, le spécialiste des filtres a vu son chiffre d'affaires accusé une chute de -84% à 54 mille dinars. La société présente une capacité de génération de cash altérée et un endettement en hausse. Plusieurs plans de relance d'activité de la société sont à l'étude en ce moment avec la collaboration d'un bureau de conseil de renom et une décision sur le choix final à entreprendre sera prise courant le mois de mai. Tout en sachant qu'un plan de départ à l'amiable portant sur 55 employés vient d'être validé et déposé à la commission de contrôle du licenciement (CCL), facilitant ainsi le choix du plan de reprise. Nous recommandons la vente du Titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
73	SANIMED	-23,3%	Le spécialiste des articles sanitaires poursuit son mouvement oscillatoire en bourse, alignant tantôt des années de performance positive et tantôt des années de flop boursier. Un parcours sans surprise en raison de la volatilité des performances opérationnelles de la société et de sa rentabilité. En 2022, les investisseurs ont mal réagi au ralentissement de l'activité (un chiffre d'affaires cumulé inchangé à 46MDt au 30/09/2022) et à la dégradation de la profitabilité (un résultat net basculant dans le rouge à -2,1MDt au 30 Juin 2022, contre des bénéfices de 1,8MDt, une année auparavant). Le positionnement commercial de la filiale du Groupe ABDENNADHER est solide notamment sur les marchés export. Cependant, l'endettement de la société s'est nettement alourdi sur les dernières années, constituant ainsi un frein sérieux à une croissance saine et une menace pour la rentabilité. La valorisation du titre est chère et sa liquidité boursière est limitée du fait de sa cotation en mode fixing et de son faible flottant. La relation avec les investisseurs est mise à mal par les nombreux engagements non tenus.	n.s	1,0	0,0%	Alléger

74	TUNINVEST SICAR	-24,8%	En l'absence d'opérations de cession d'actifs financiers, la rentabilité de la société de capital-risque, serait modeste en 2022. La SICAR a témoigné, en 2022, d'une légère amélioration des revenus de dividendes de ses actifs. L'effritement des revenus de participation, plus précisément des plus-values sur cession d'actions Sicav mettra à mal la rentabilité de la SICAR en 2022. Le principal atout du titre réside dans sa politique de rémunération généreuse (distribution de résultats sous forme de dividendes et de restitution de capital). Toutefois, son bémol est incontestablement lié à la taille modeste de la société (une capitalisation de 5MDt), sa faible liquidité boursière (cotation en mode fixing) et son faible flottant, qui entravent l'évolution de son cours boursier. Nous recommandons d'alléger notre position sur le titre.	16,2	1,4	6,0%	Conserver
75	Land'Or	-26,4%	L'année boursière 2022 a été fort décevante pour le fromager Tunisien. L'entrée en exploitation de la nouvelle filiale marocaine, a eu lieu courant le deuxième trimestre de 2022. Elle a été retardée d'un trimestre en raison de la pénurie des matières premières. En 2022, le renchérissement des matières premières et surtout leur pénurie rendent le contexte opérationnel très difficile. A fin Septembre 2022, le chiffre d'affaires de la société a affiché une légère progression de 4% à 119,3MDt. L'amélioration des ventes locales (+24%) a compensé totalement la chute (-35%) des ventes à l'export. Le management du groupe explique la baisse des ventes à l'export par l'entrée en exploitation du site industriel marocain qui assure désormais l'approvisionnement du marché marocain. A fin juin 2022, le résultat net de la société est ressorti en forte baisse passant de 4,1MDt à 1,4MDt. Sur la période 2021-2025, une enveloppe d'investissement de 70MDt est prévue. 30MDt seront investis en 2022 et financeront à hauteur de 13MDt le renouvellement de la flotte de matériel roulant, l'acquisition et l'aménagement de bâtiments pour le stockage. 16,5 MDt seront destinés à l'augmentation de capital de sa filiale au Maroc (Land'Or Maroc Industries). Le groupe commencerait à récolter les fruits de ses investissements, à amortir ses charges d'exploitation et à atteindre de nouveaux paliers de rentabilité à partir de 2023. Après une première année 2022, pénalisée par l'impact « ponctuel » de la hausse des charges d'exploitation et des charges financières, la société retrouvera un niveau de rentabilité équivalent à celui de 2021 en 2023.	37,6	1,1	1,6%	Acheter
76	SIPHAT	-26,6%	Le passage au vert affiché en 2021 n'aura pas duré longtemps pour la seule société pharmaceutique à capitaux publics en Tunisie. Alors que les délais réglementaires ont été largement dépassés, la compagnie n'a pas encore fait part de ses résultats de 2020 et de 2021. Les derniers états financiers publiés remontent à 2019. Dans la continuité des derniers exercices, 2019 a été une année éprouvante pour la Siphat. Le chiffre d'affaires de la société a décroché de 27,5% à 22,5MDt et ses pertes ont été creusées à -14,5MDt. Selon le management, le déclin commercial de la société trouve son origine dans la pénurie des matières premières, dans la concurrence déloyale des compléments alimentaires qui sont commercialisés d'une manière féroce en Tunisie et dans la non-révision des prix de vente de plusieurs produits. L'entreprise s'est historiquement distinguée par les bons niveaux de son taux de marge brute (plus de 50 % dans les années 2000), en lien avec sa focalisation sur les produits génériques. Cependant, depuis 2016, la marge brute suit une tendance à la baisse, subissant un effet de ciseaux entre la dépréciation du dinar et la hausse des prix des matières premières d'une part et la stabilité des prix de vente sur le marché d'autre part. En 2019, le taux de marge brute a atteint son plus bas niveau de la vie boursière de l'entreprise soit 30%. L'entreprise continue à souffrir d'une situation de sureffectif, spécificité qu'elle partage avec la majorité des entreprises publiques. Malgré la réduction de l'effectif de la société (départ d'environ 300 personnes entre 2011 et 2019), la masse salariale pèse toujours lourd, absorbant 74,6% des produits d'exploitation de l'entreprise à fin 2019. Avec des fonds propres négatifs depuis 2018 (-21,4MDt au 31/12/2019) et une augmentation de la dette nette de 47,2% entre 2018 et 2019 (21,9MDt en 2019, contre 14,9MDt en 2018) la situation de la société est critique. Siphat a besoin d'une injection d'argent dans les plus brefs délais afin de renforcer ses fonds propres et se libérer des pressions sur la trésorerie. En 2022, la compagnie a continué à opérer en deçà de son potentiel et de ses performances historiques, cumulant sur les neuf premiers mois de l'année un chiffre d'affaires de 7,6MDt, stable par rapport à la même période de 2021. L'AGE du 3 Novembre 2021 a approuvé la continuité d'exploitation de la société malgré les difficultés financières auxquelles fait face la société. Le management a annoncé durant cette AGE que la société profiterait, éventuellement, du financement à hauteur de 90MDt d'un programme d'aide d'urgence en sa faveur par le Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social (FADES). Ce montant servirait à s'approvisionner en matières premières et à financer le plan de restructuration de la société, présenté au début de 2020. Nous attendons la concrétisation de ce programme de financement et la publication du nouveau business plan actualisé de la société pour réexaminer l'opportunité d'investissement dans le titre. Mais pour l'instant, et vu la situation de crise dans laquelle vit la société, nous recommandons d'alléger l'exposition au titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
77	Cellcom	-28,6%	Le distributeur de la marque EVERTEK poursuit sa débâcle en bourse. Dans la continuité des derniers exercices, 2021 a été décevant pour CELLCOM. Le Groupe a terminé 2021 avec un Bottom line à peine dans le vert. Malgré la bonne dynamique commerciale reflétée au niveau de la croissance des ventes, CELLCOM a pâti d'un resserrement au niveau de ses marges généré par la flambée des charges de sous-traitance et d'une progression fulgurante des charges financières en raison notamment du contexte de change pénalisant. Le projet de fusion avec la société Chifco, startup tunisienne spécialisée dans l'internet des objets, le machine learning et le big data n'est plus d'actualité. C'est l'annonce majeure de l'AGO de CELLCOM tenue le 30 Juin 2022. Le Groupe perd, ainsi, l'opportunité de monter en valeur ajoutée en intégrant plus de contenu technologique à ses produits, à ses services et à son portefeuille de marques commercialisées. La démission de M. Amine CHOUAIEB, le Directeur Général de CELLCOM, annoncée lors de l'AGO n'arrange pas, également, la situation. En 2022, CELLCOM a dû composer avec un environnement opérationnel des plus ardu caractérisé par l'hyper-concurrence des marques internationales sur le marché local, la baisse du pouvoir d'achat, le relèvement des droits de douane à 22% sur les importations de téléphones portables et de tablettes, la crise des semi-conducteurs et la flambée des coûts du transport international. Le Groupe affiche des niveaux de valorisation élevés. En raison du déficit qui s'annonce au titre de l'exercice 2022 au vu de ses réalisations semestrielles de la société mère (des pertes de 1,3MDt au 30/06/2022), des multiples défis auxquels doit faire face CELLCOM en 2023 et du flou qui entoure la stratégie du Groupe dans l'attente de la nomination d'un nouveau Directeur Général, nous recommandons la vente du titre.	n.s	1,7	0,0%	Alléger

78	MAGASIN GENERAL	-34,1%	Le titre du spécialiste de la grande distribution enchaîne une troisième année boursière calamiteuse. La valeur défensive fait d'ores et déjà face à une conjoncture peu propice marquée par une concurrence de plus en plus rude et un pouvoir d'achat en baisse, qui a été encore aggravée par une inflation galopante. Un contexte qui a mis à mal sa rentabilité. L'enseigne N°1 de la distribution en Tunisie a affiché un déficit de 26,9MDt en 2021. Au terme du premier semestre de 2022, la société Magasin Général a annoncé un déficit de 17,5MDt expliqué par la baisse des revenus due à la fermeture des points de vente Batam ainsi que par la dégradation du pouvoir d'achat. L'enseigne présente encore des marges sous pression, un endettement très lourd et une rentabilité sous pression. Une valorisation relativement chère dans le contexte actuel.	n.s	n.s	0,0%	Conserver
79	Assad	-34,7%	La déception boursière entamée, depuis 2018, suite à l'échec du projet d'acquisition par le groupe Européen Monbat, s'est poursuivie jusqu'en 2022. L'impact de la crise sanitaire a malheureusement été plus dur que prévu. Les ventes locales et à l'export peinent encore à décoller. A fin Juin 2022, le leader tunisien des batteries affiche un déficit de 3,7MDt contre un déficit de 2,9MDt 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 quant à une reprise fade voire incertaine d'Assad, décidément, pour le moment un investissement risqué. 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. Des perspectives peu claires.	n.s	0,8	0,0%	Conserver
80	MIP	-40,0%	L'embellie boursière affichée en 2021 a pris fin en 2022. Subissant une débâcle de 40%, la capitalisation boursière de la société d'affichage urbain reste dissoute (0,5MDt, soit la capitalisation la plus petite de la cote). Un constat peu surprenant car l'activité et la rentabilité de la société poursuivent leur déclin. La société n'a pas encore publié ses états financiers de 2021 alors que les délais réglementaires ont été largement dépassés. Notre visibilité est limitée aux indicateurs d'activité de la société mère dont les derniers disponibles remontent au T1 2022. En effet, MIP n'a réalisé sur ce trimestre qu'un chiffre d'affaires de 800Dt ! Après la décision, fin 2018, d'opérer un "coup d'accordéon" pour éponger les pertes et faire un nouveau départ, l'information se fait de plus en plus rare sur le groupe de l'affichage urbain. D'un point de vue stratégique, les nouveaux repreneurs, le Groupe libanais Pikasso, comptent se recentrer sur le marché local (céder les activités au Mali) et sur le cœur de métier (se désengager des activités impression, signalétique et photovoltaïque) et engager un vaste plan de restructuration commerciale, sociale et financière. Cette stratégie aura une portée long-termiste et elle butera sur les conséquences de la crise économique qui sévit en Tunisie (baisse du budget marketing au niveau des entreprises et focalisation sur le sauvetage de l'activité). Nous conseillons de se désengager de la valeur. Aucun intérêt à se positionner sur le titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
81	ELECTROSTAR	-65,1%	L'hémorragie boursière se poursuit pour le leader historique du montage et de la distribution des produits électroménagers en Tunisie. Un parcours à l'image des publications décevantes du Groupe. En plus des problèmes commerciaux (concurrence du marché informel) et conjoncturels (crise économique en Tunisie), ELECTROSTAR affiche une situation financière préoccupante (des fonds propres négatifs de -73,3MDt contre une dette nette de 151,9MDt à fin 2020). Les recapitalisations successives opérées par le noyau dur ces dernières années n'ont pas pu ramener les fonds propres en territoire positif. Une nouvelle augmentation de capital nous semble donc inéluctable. Il est à noter qu'à la date de rédaction de la présente note, ELECTROSTAR n'a pas encore publié ses comptes consolidés et individuels au 31/12/2021 et que notre visibilité est limitée aux indicateurs d'activité trimestriels relatifs à la société mère. En effet, le chiffre d'affaires cumulé de la société a été en chute libre sur les neuf premiers mois de 2022 (-92,3% à 337,7 mille dinars). Le retard enregistré dans l'octroi des lignes de crédit de gestion par les banques et notamment les lignes d'engagements par signature (accréditifs, crédits documentaires, obligations cautionnées etc.) a fortement pénalisé ELECTROSTAR et sa capacité de résilience, ceci sans oublier un contexte économique actuel qui est extrêmement difficile. Nous restons à la vente.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
82	SERVICOM	-77,7%	SERVICOM a connu un parcours boursier mouvementé pour la deuxième année d'affilée. Un parcours sans surprise qui reflète les réalisations décevantes du Groupe et de sa situation financière critique confirmée par l'alerte donnée, fin 2021, par les commissaires aux comptes sur l'existence d'incertitudes significatives liées à l'activité d'exploitation de la société mère. Les états financiers au 31/12/2021 publiés tardivement font état d'un chiffre d'affaires qui poursuit sa déroute et d'une activité d'exploitation déficitaire de -2,6MDt. Suite à la démission de M. Mourad DIMASSI de son poste de PDG de la société Servicom S.A parvenue aux membres du Conseil d'Administration en date du 9 Août 2022 ; et à la vacance de ce poste depuis cette date, les membres du Conseil d'Administration ont décidé à l'unanimité d'engager une action en référé pour désigner un administrateur judiciaire qui prendra en charge provisoirement la gestion de la société Servicom S.A, et de ses filiales dans l'attente d'une décision d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire. Plus tard, le 12 Septembre 2022, le tribunal de Première Instance de Tunis a décidé, par un jugement en référé (n°50605), la nomination de Mme Fawzia ABBESS, séquestre judiciaire pour diriger la société SERVICOM et de ses filiales, et Mme Imen SILLITI en qualité de juge commissaire. Si les activités climatisation et ascenseurs assurent pour le moment la survie du Groupe, il reste un long chemin à parcourir par SERVICOM pour assainir ses finances. Par ailleurs, l'issue de la procédure d'arbitrage à l'encontre du fonds GEM sur laquelle comptait beaucoup le management pour restructurer le Groupe n'est plus d'actualité. Au vu des risques conjoncturels et structurels et de l'absence d'informations suffisantes sur la stratégie du Groupe surtout après la démission de l'ancien PDG, nous restons à la vente sur le titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger