

# AFC

المستشارون الماليون العرب  
ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

**GROUPE ATB**



## Revue AFC

Juillet 2023

*"Dans les moments d'incertitude, les esprits visionnaires voient toujours l'opportunité." - Ralph Marston*

## Table des matières

Bilan économique	3
Bilan du marché obligataire du 1er semestre 2023	5
Bilan boursier du 1er semestre 2023	6
Performances du portefeuille de l'AFC et Stratégie boursière pour le second semestre 2023	7
Notre portefeuille recommandé	
<i>BIAT</i>	8
<i>BT</i>	8
<i>UIB</i>	9
<i>DELICE HOLDING</i>	9
<i>SFBT</i>	10
<i>ONE TECH HOLDING</i>	10
<i>SOTUVER</i>	11
<i>SAH</i>	11
<i>SAM - ATELIER DU MEUBLE INTERIEUR</i>	12
<i>TPR</i>	12
Recommandations des valeurs	13
Syllabus	14

## Bilan économique

### Editorial

La Tunisie fait face à des défis économiques complexes résultant à la fois de ses faiblesses structurelles et de l'impact de chocs exogènes. Depuis la révolution, le pays peine à dépasser ces boulets qui freinent son développement économique.

Les conséquences de la guerre en Ukraine ont eu des répercussions sur la reprise économique post Covid en Tunisie. Après une contraction de l'économie de 8,6% en 2020, une reprise modeste de 4,3% en 2021 et une croissance de 2,4% en 2022, les perspectives pour 2023 sont désormais limitées, avec une croissance prévue de seulement 1,3% (selon le FMI) et à 1,6% (selon la loi de finance). Ces chiffres se démarquent nettement avec une croissance de 2,9% prévue pour l'ensemble de la région MENA, selon le FMI.

Parmi les facteurs qui ont affaibli le potentiel de croissance et la compétitivité de la Tunisie, il faut citer le recul de la productivité et de l'investissement. Cette situation a rendu l'économie tunisienne dépendante principalement de la consommation des ménages révélant ainsi une diversification économique insuffisante. L'économie tunisienne est également vulnérable aux fluctuations cycliques des secteurs de l'agriculture (représentant 9% du PIB) et du tourisme (directement 5% du PIB, mais avec un impact indirect pouvant atteindre 14% du PIB).

Un obstacle supplémentaire au développement économique de la Tunisie réside dans l'existence d'une administration pléthorique et peu efficace, ce qui au mieux entrave l'investissement et la création de structures innovantes et performantes.

Le contexte économique actuel est également marqué par une pression inflationniste sans précédent depuis les années 1990, principalement due à la hausse des cours internationaux de l'énergie et des produits agricoles, qui sont largement importés. Bien qu'une grande partie de la hausse des prix soit supportée par le budget de l'Etat à travers la caisse de compensation, l'inflation a considérablement augmenté, passant de 4,9% fin 2020 à 10,3% en mars 2023.

Outre la résurgence de l'inflation qui réduit le pouvoir d'achat des ménages, l'augmentation des taux d'intérêt et les contraintes budgétaires ont eu des répercussions sur l'économie de la Tunisie. À cela s'ajoutent les conséquences de la sécheresse aiguë dans le secteur agricole en 2023, avec un rationnement de l'eau et une récolte céréalière en nette baisse, ce qui menace davantage les perspectives de croissance de cette filière pour cette année.

Bien que les cours internationaux aient connu une certaine accalmie et que les revenus du tourisme ainsi que les transferts aient repris en début d'année 2023, les défis subsistent concernant la capacité de la Tunisie à financer son déficit courant. Les risques pour les équilibres externes sont renforcés par la perte d'attractivité du pays et le retard de la conclusion d'un accord avec le FMI, ce qui limite l'entrée de capitaux étrangers, y compris les prêts et les investissements directs étrangers. L'accord récemment conclu avec l'union européenne atteste de la détermination des pays occidentaux à soutenir la Tunisie.

Globalement, la Tunisie doit relever des défis économiques complexes qui requièrent des actions spécifiques et des réformes appropriées visant à consolider la stabilité financière et à promouvoir une croissance durable et inclusive.

### Commerce extérieur

Les six premiers mois de l'année 2023 ont enregistré une hausse des exportations de 10% et une légère baisse des importations de 0,6% par rapport à la même période de l'année précédente et ce, aux prix courants. Ainsi, le déficit commercial s'est amélioré à fin juin 2023 à 8 687 MD contre 11 776 MD une année auparavant. Le taux de couverture a gagné 7,5 points par rapport à la même période de l'année 2022 pour s'établir à 78,3%.

Hors énergie, le déficit commercial au 30 juin 2023 s'est rétréci à 3 795 MD contre 7 551 MD au 30 juin 2022.

En MD	Total 2021	Total 2022	Var 22/21	6mois 2022	6mois 2023	Var 6m23/6m22
<b>Exportations par secteur d'activité</b>	<b>46 654</b>	<b>57 573</b>	<b>23,4%</b>	<b>28 432</b>	<b>31 271</b>	<b>10,0%</b>
Agriculture & industries agro-alimentaires	5 069	6 800	34,1%	3 479	3 801	9,3%
Energie & lubrifiants	3 047	4 568	49,9%	2 311	1 583	-31,5%
Mines, phosphates & dérivés	2 307	3 601	56,1%	1 612	1 556	-3,4%
Textiles, habillements & cuirs	9 226	11 168	21,0%	5 507	6 261	13,7%
Industries mécaniques & électriques	21 408	24 510	14,5%	12 160	14 416	18,6%
Autres industries manufacturières	5 596	6 927	23,8%	3 363	3 653	8,6%
<b>Importations par type d'utilisation</b>	<b>62 869</b>	<b>82 789</b>	<b>31,7%</b>	<b>40 208</b>	<b>39 958</b>	<b>-0,6%</b>
Produits agricoles & alimentaires de base	4 301	6 364	48,0%	3 408	3 277	-3,8%
Produits énergétiques	8 266	15 135	83,1%	6 536	6 475	-0,9%
Produits miniers & phosphatés	1 461	2 356	61,2%	1 024	810	-20,9%
Autres produits intermédiaires	24 901	32 308	29,7%	16 857	16 354	-3,0%
Produits d'équipement	14 777	16 007	8,3%	7 796	8 285	6,3%
Autres produits de consommation	9 163	10 619	15,9%	4 587	4 756	3,7%
<b>Solde commercial</b>	<b>-16 215</b>	<b>-25 216</b>	<b>55,5%</b>	<b>-11 776</b>	<b>-8 687</b>	<b>-26,2%</b>
<b>Taux de couverture(%)</b>	<b>74,2</b>	<b>69,5</b>	<b>-4,7 pt</b>	<b>70,7</b>	<b>78,3</b>	<b>7,5 pt</b>

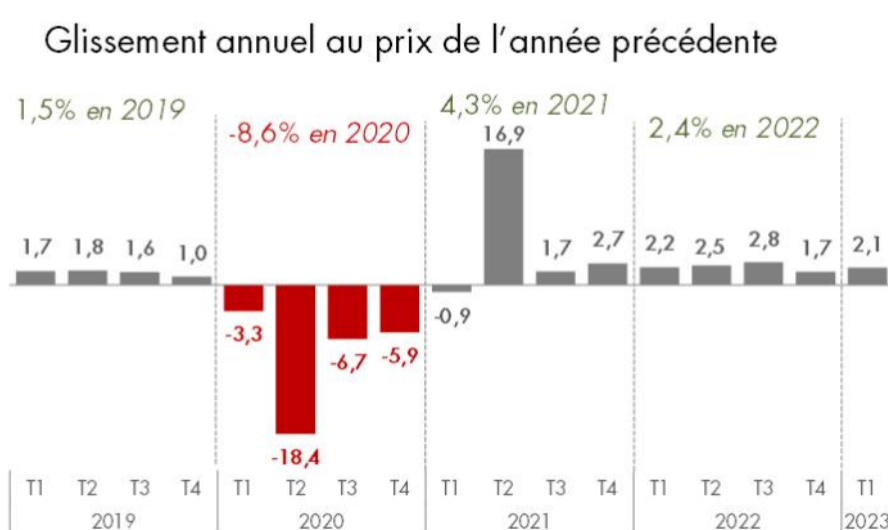
En MD	Total 2021	Total 2022	Var 22/21	6mois 2022	6mois 2023	Var 6m23/6m22
<b>Exportations hors énergie</b>	<b>43 607</b>	<b>53 005</b>	<b>19,4%</b>	<b>26 121</b>	<b>29 688</b>	<b>13,7%</b>
<b>Importations hors énergie</b>	<b>54 603</b>	<b>67 654</b>	<b>21,1%</b>	<b>33 672</b>	<b>33 483</b>	<b>-0,6%</b>
<b>Solde commercial hors énergie</b>	<b>-10 996</b>	<b>-14 649</b>	<b>28,5%</b>	<b>-7 551</b>	<b>-3 795</b>	<b>-49,7%</b>
<b>Taux de couverture(%) hors énergie</b>	<b>79,9</b>	<b>78,3</b>	<b>-1,2 pt</b>	<b>77,6</b>	<b>88,7</b>	<b>11,1 pt</b>

### Solde courant de la balance des paiements

Au cours du premier trimestre de 2023, le déficit courant s'est contracté pour se situer à -1 015 MDT (soit -0,6% du PIB) contre un déficit de -2 207 MD (soit -1,5%) une année auparavant.

Ceci est attribuable à la contraction du déficit commercial de 263 MD qui s'est conjuguée à la consolidation des recettes touristiques (+64,5%), l'amélioration notable de l'excédent de la balance des services (+820 MDT) et de celui des revenus de facteurs et des transferts courants (+109 MD) pour s'élever à 1 002 MD et 1 128 MD, respectivement.

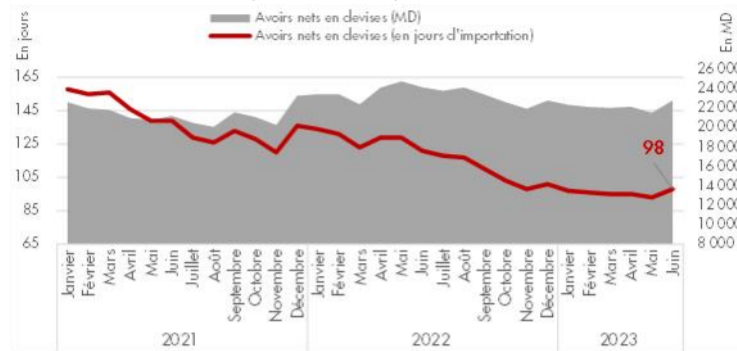
### Evolution du PIB



## Bilan économique

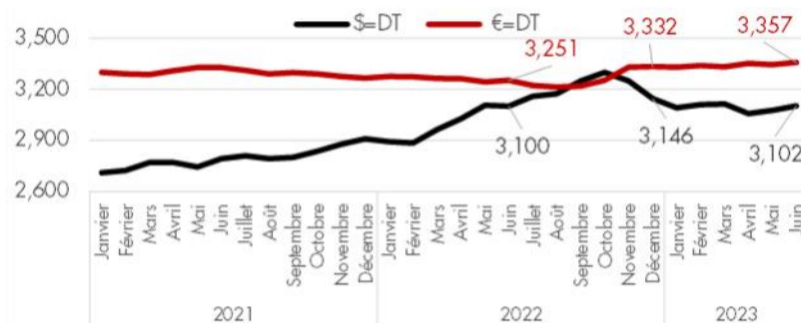
### Avoirs nets en devises

À la fin du premier semestre 2023, le niveau des avoirs nets en devises a atteint 22 793 MD représentant 98 jours d'importation contre 24 137 MD (soit 121 jours d'importation) à fin juin 2022 et à 22 780 MD (soit 101 jours d'importation) à fin décembre 2022.



### Taux de change

Au mois de juin 2023, le dinar s'est déprécié de 3,2% par rapport à l'euro et de 0,1% par rapport au dollar américain et ce, par rapport au mois de juin 2022. Comparé à décembre 2022, le dinar s'est déprécié par rapport à l'euro de 0,8% et s'est apprécié par rapport au dollar américain de 1,42%.



### Inflation, Taux Directeur de la BCT (TD) et TMM

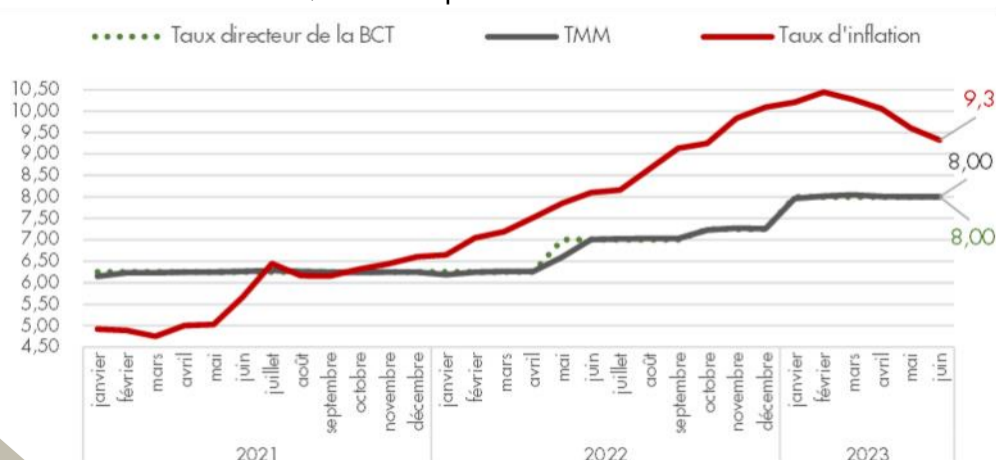
En juin 2023, le taux d'inflation se replie à 9,3% contre 9,6% le mois précédent. La tendance baissière enregistrée résulte principalement du fléchissement observé du rythme des augmentations des prix entre juin et mai de cette année comparé à la même période de l'année précédente des produits alimentaires (-0,1% contre 0,5% en juin 2022), des prix du groupe meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer (0,8% contre 1,7%) et des prix du groupe loisirs et culture (0,7% contre 1,1%).

Rappelons que le taux d'inflation était de 8,1% en juin 2022 et 10,1% en décembre 2022.

Le taux de l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) passe de 7,5% en mai 2023 à 7,4% en juin 2023 sachant qu'il était de 7,2% en juin 2022 et 7,7% en décembre 2022.

En juin 2023, le taux directeur s'est élevé à 8% contre 7,25% en décembre 2022 et 7,00% en juin 2022.

Ainsi, le TMM s'établit à 8% en juin 2023 contre 7,26% en décembre 2022 et 7,01% en juin 2022.



### Intentions d'investissement

En MD	5 mois 2022	5 mois 2023	Var 5m23/5m22
<b>Total Industrie</b>	<b>908</b>	<b>1 149</b>	<b>26,6%</b>
Agroalimentaire	322	258	-19,7%
Matériaux de construction	28	131	373,6%
IME	288	341	18,6%
Industries Chimiques	39	99	152,4%
Textile et habillement	74	142	91,7%
Cuir et chaussures	17	4	-74,6%
Industries diverses	141	173	23,2%
<b>Total services</b>	<b>478</b>	<b>336</b>	<b>-29,7%</b>
Totalement exportateur	39	33	-13,7%
Autre que totalement exportateur	439	303	-31,0%

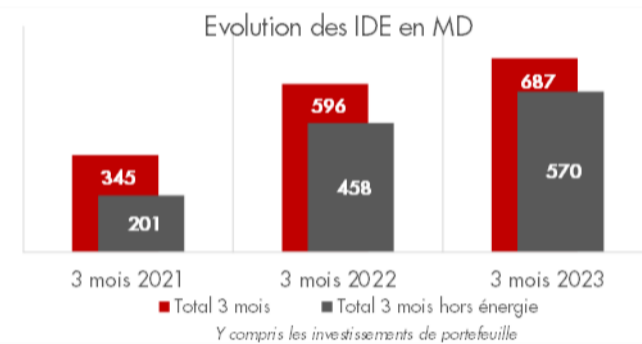
En MD	4 mois 2022	4 mois 2023	Var 4m23/4m22
Agriculture : Investissements approuvés	210	150	-28,8%

Durant les 5 premiers mois de l'année 2023, les intentions d'investissement du secteur des Industries et des Services ont totalisé 1 485 MD contre 1 386 MD pendant la même période 2023 soit une progression 7,1%.

Pour ce qui concerne le secteurs de l'Agriculture, les intentions d'investissement se sont repliées de 28,8% durant les 4 premiers mois de 2023 par rapport à la même période de 2022 pour passer de 150 MD à 210 MD.

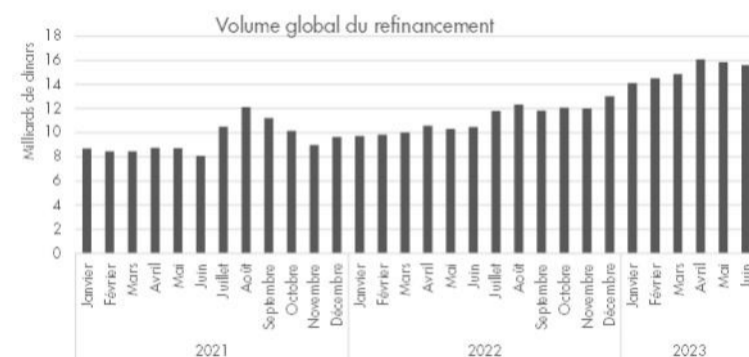
### Investissements Directs Etrangers (IDE)

Pendant les trois premiers mois de 2023, les IDE hors énergie ont progressé de 24% par rapport à la même période de 2022 et de 183% par rapport à la même période de 2021.



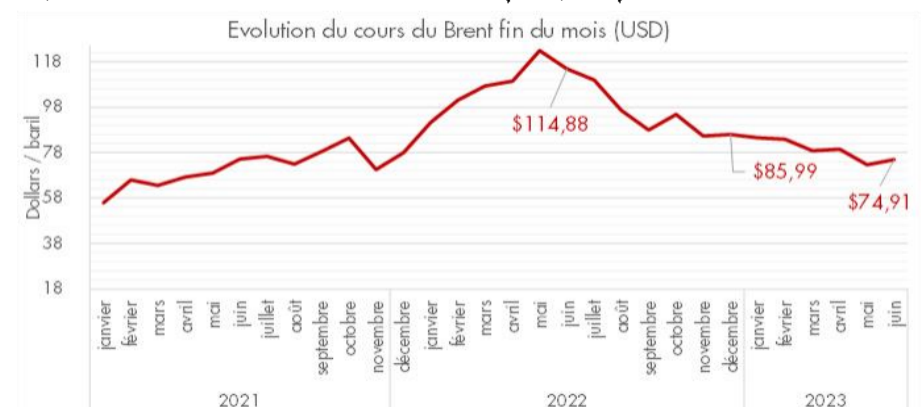
### Volume moyen mensuel de refinancement des banques

Le volume global moyen mensuel du refinancement a significativement augmenté pour atteindre 15 606 MD au mois de juin 2023 contre 10 456 MD au même mois de 2022.



### Cours du pétrole

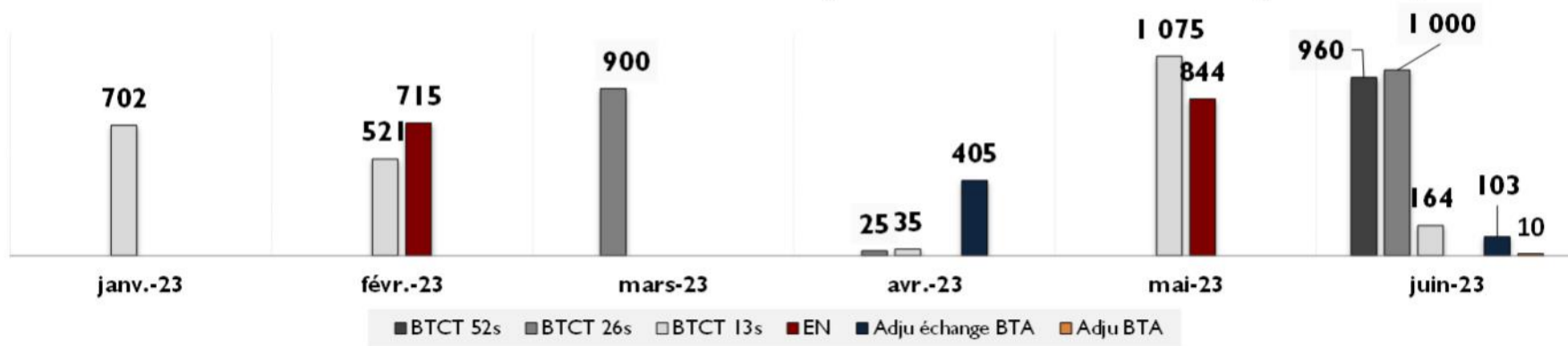
Le cours du Brent à la fin du mois de juin 2023 a atteint 74,9 USD contre 114,9 USD à fin juin 2022 (-34,8%) et 85,99 USD à fin décembre 2022 (-12,9%).



## Bilan du marché obligataire

### Les émissions de l'Etat

Volumes des émissions de l'Etat au premier semestre 2023 (en MDT)



Le Trésor a collecté durant le premier semestre de l'année 2023 un total de 7 448,9 millions de dinars contre 8 144 millions de dinars au premier semestre de l'année précédente.

Au niveau des Bons de trésor de court terme, la collecte totale a atteint 5 381,5 millions de dinars de BTCT de 52, 26 et 13 semaines.

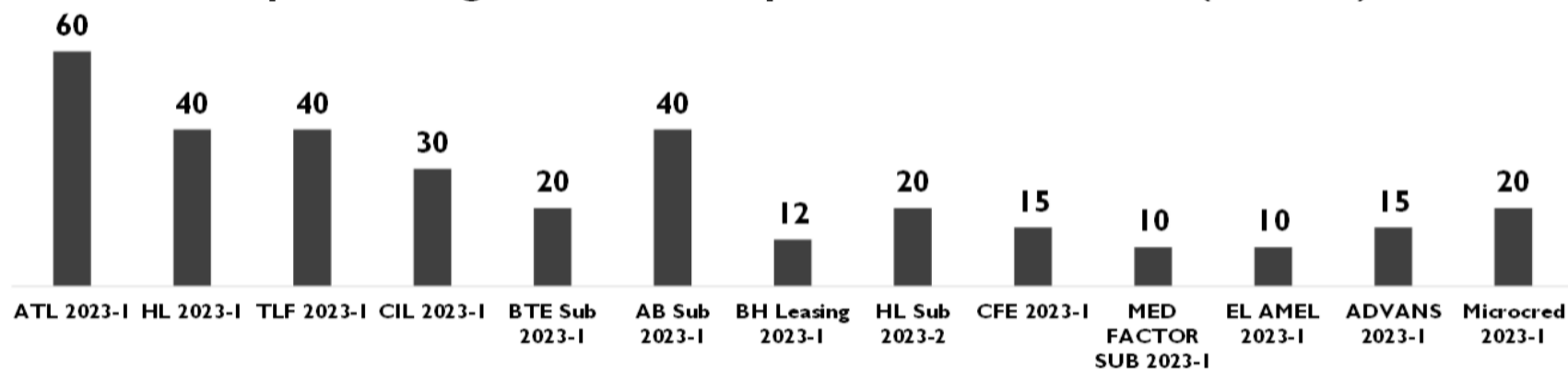
Au niveau des Bons de Trésor Assimilables, au cours du premier semestre

2022, la collecte était de seulement 10 MDT. Par contre, le trésor a réussi à échanger pour 1 559,3 millions de dinars des échéances de BTA Avril 2024 et BTA Juin 2024 contre des BTA Janvier 2029, BTA Novembre 2030 et BTA Juin 2031.

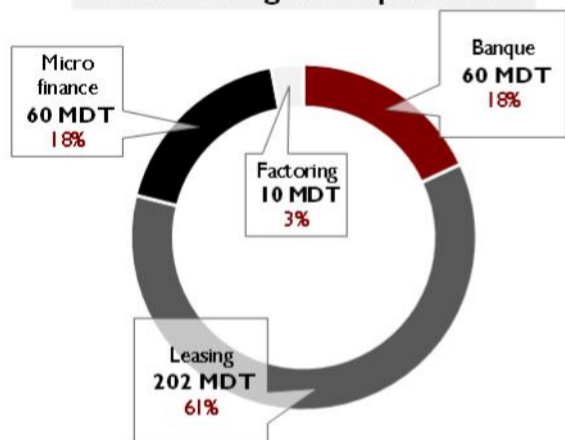
Enfin l'Etat a collecté un montant de 1 559,3 millions de dinars à travers deux émissions de l'emprunt national 2023 au mois de février et mai.

### Les émissions privées

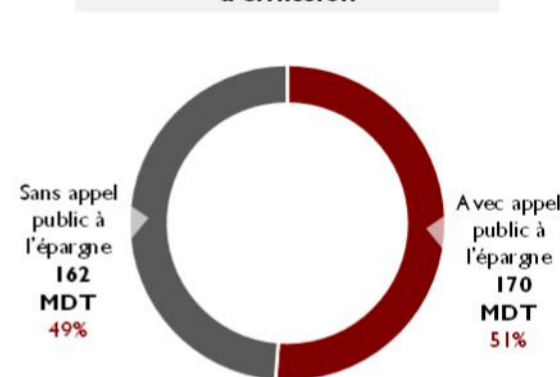
Emprunts obligataires émis au premier semestre 2023 (en MDT)



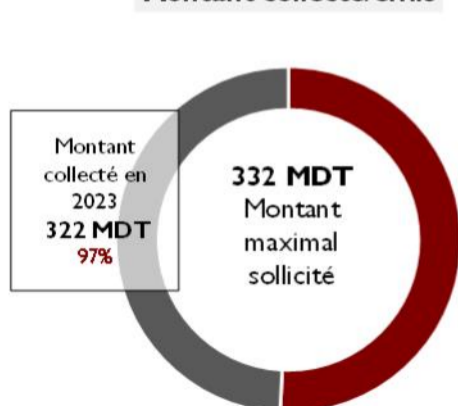
Emissions obligataires par secteur



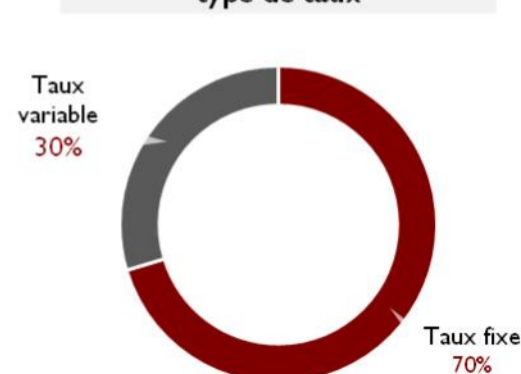
Emissions obligataires par type d'émission



Montant collecté/émis



Souscriptions aux emprunts par type de taux



Les émissions privées d'emprunts obligataires au premier semestre 2023 ont totalisé un montant de 332 MDT contre 347 MDT à la même période de l'année précédente. Le montant est réparti entre 61% pour les sociétés de leasing, 18% pour les banques, 18% pour les sociétés de micro-finance et 3% pour le factoring.

49% de ces emprunts sont émis sans recours à l'appel public à l'épargne.

Au 30/06/2023, 97% du montant total sollicité a été collecté, soit 322 MDT contre 332 MDT de montant maximal sollicité.

Les choix des souscripteurs en termes de type de taux ont été plus orientés vers les taux fixes représentant 70% du total des souscriptions.

Les taux des émissions ont varié entre 10% et 11,25% pour le fixe et TMM+1,80% et TMM+4% pour le taux variable.

Les durées des emprunts se sont étalées entre 5 années par amortissement constant au minimum et 7 années avec deux années de grâce au maximum.

## Bilan boursier du 1er semestre 2023

	Valeur	Performance 1er semestre 2023
TUNINDEX	8 958,46	10,47%
TUNINDEX 20	4 009,74	11,62%

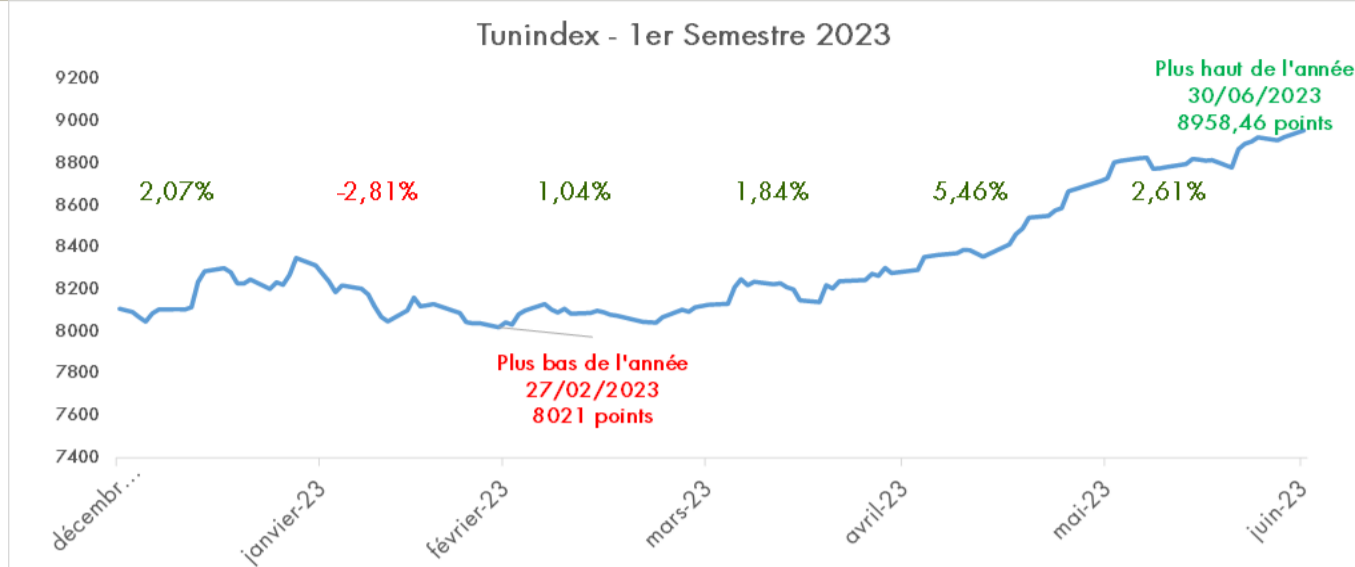
L'histoire des marchés boursiers relate des modèles répétitifs semblables aux cycles économiques - périodes d'expansion ou de contraction, récessions et booms. Bien que les phases de marché soient plus faciles à cerner rétrospectivement, nous observons des signes du modèle typique qui constitue les quatre phases du cycle du marché des actions ; Désespoir, espoir, croissance et optimisme. En regardant le cycle actuel, nous voyons les actions entrer dans la phase « d'optimisme » alors que les valorisations commencent à augmenter malgré le niveau élevé des taux d'intérêt.

La Bourse de Tunis a réalisé une performance de 10,47% durant le 1<sup>er</sup> semestre 2023 enchaînant ainsi son 3<sup>ème</sup> semestre consécutif de hausse. Rappelons que l'indice du marché boursier a progressé de 6,25% durant le 1<sup>er</sup> semestre 2022 et 8,32% durant le second semestre 2022, ce qui représente une performance globale de 27,1% durant les 18 mois passés. Le TUNINDEX s'approche rapidement des 9 000 points en cette fin de semestre en clôturant à 8 958,46 points. Dans le même sillage, le TUNINDEX 20 gagne 11,62% durant le 1<sup>er</sup> semestre 2023 clôturant à 4 009,74 points.

Après avoir commencé timidement l'année, réalisant +2,07% en janvier et -2,81% en février, la Bourse de Tunis a aligné 4 mois consécutifs de hausse représentant une performance cumulée de 11,36%.

Le plus bas de l'année en cours a été atteint le 27/02/2023 avec un TUNINDEX qui affichait 8 021 points. Le plus haut de l'année a été atteint le 30/06/2023 soit l'ultime jour du semestre confirmant de ce fait le trend haussier que maintient la Bourse de Tunis en ce milieu 2023.

Les indices sectoriels ressortent tous dans le vert en ce 1<sup>er</sup> semestre 2023. L'indice du secteur bancaire, qui représente 44,3% de la capitalisation boursière du marché, a augmenté de 12,6% boosté par les performances d'ATTJARI (+36,35%), de l'AMEN BANK (+37,51%) ou de l'UIB (+21,67%) dont la capitalisation boursière atteint 925 MDT. Notons également durant ce semestre la hausse de 12,72% du titre BIAT, 2<sup>ème</sup> capitalisation boursière du marché à 3 334 MDT. Le secteur du service financier a enregistré une croissance de 23,9% portée par les performances des sociétés de leasing. Les 7 leaseurs de la place ont dégagé des perfor-



mances à 2 chiffres à l'exception de BEST LEASE qui est flat depuis début 2023.

L'indice des Assurances a gagné 4,81% sur les 6 premiers mois de 2023. L'indice des Biens de consommation progresse de 5,73%. L'indice de l'Agro-alimentaire et de l'Industrie ont augmenté respectivement de 7,89% et 12,12%. L'indice des matériaux de base s'accroît de 12,23% MDT à fin juin 2023.

Malgré les difficultés qu'elle vit, ELECTROSTAR réalise la meilleure performance du semestre avec une hausse de 69% de son cours de Bourse. La CIL augmente de 52,9% à 19,10 DT suivie par ATELIER du MEUBLE INTERIEURS qui gagne 48,21% et la SOTUVER qui s'accroît de 46,6%.

Du côté des plus fortes baisses, la société CIMENTS DE BIZERTE cède 38,86% clôturant le semestre à 1,07 DT. Tandis que son concurrent CARTHAGE CEMENT remonte la pente. Parmi les baisses, nous noterons le repli de 30% du titre EURO-CYCLES dont la décroissance du résultat et du dividende ont pesé sur le cours. PGH a reculé de 15,6% durant le semestre 2023 à 7,41 DT.

La Bourse a enregistré durant le 1<sup>er</sup> semestre 2023 un volume global de 1 569,7 MDT en hausse de 41% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2022. Sur la cote de la Bourse, le volume généré par le marché Actions a augmenté de 67% par rapport au S1 2022 à près d'1 milliard de dinars. Le montant des transactions sur le marché Hors Cote a plus que doublé par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2022 pour atteindre 17 MDT.

### Top 10 des performances du S1 2023

ELECTROSTAR	68,97%
CIL	52,92%
ATELIER MEUBLE INT	48,21%
SOTUVER	46,55%
SERVICOM	42,86%
SOTETEL	38,44%
AMEN BANK	37,51%
ATTJARI BANK	36,35%
GIF-FILTER	35,00%
BH LEASING	33,17%

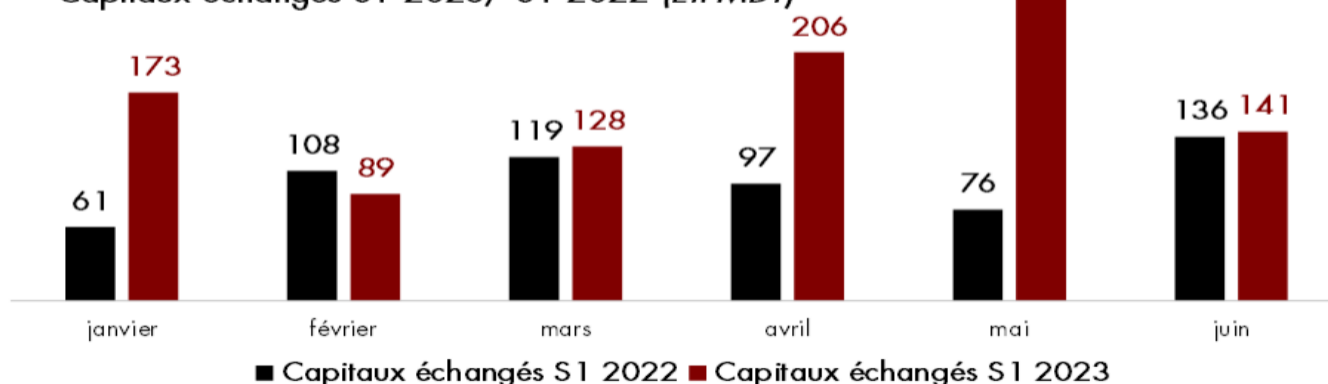
### Top 10 des contre-performances du S1 2023

CIMENTS DE BIZERTE	-38,86%
AETECH	-37,80%
CELLCOM	-30,00%
EURO-CYCLES	-29,96%
OFFICEPLAST	-22,22%
BTE (ADP)	-22,20%
POULINA GP HOLDING	-15,60%
TUNISAIR	-14,58%
SITS	-13,98%
SIAME	-11,75%

### Top 10 des volumes du S1 2023 (En kDT)

SOTIPAPIER	192 516
SFBT	121 607
BIAT	120 595
UIB	65 909
SOTUVER	56 470
ATTJARI BANK	51 564
AMEN BANK	37 164
SAH	36 329
SMART TUNISIE	27 798
BT	27 668

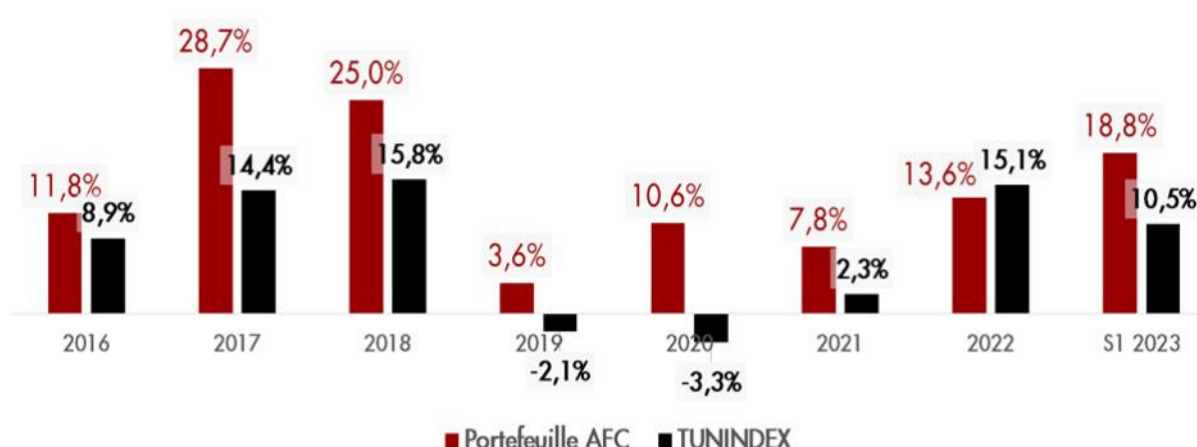
### Capitaux échangés S1 2023/ S1 2022 (En MDT)



**RENDEMENT HISTORIQUE DE NOTRE PORTEFEUILLE RE-COMMANDÉ**

Durant le 1<sup>er</sup> semestre 2023 notre portefeuille recommandé a réalisé une performance de **18,82%** contre 10,47% pour le marché.

La performance cumulée de nos portefeuilles recommandés depuis 2016 affiche un gain de **200%** contre 77,7% pour l'indice de référence du marché.

**STRATÉGIE BOURSIÈRE**

En ces temps d'instabilité économique persistante, notre stratégie d'investissement s'oriente vers les valeurs résilientes dont les activités sont considérées comme résistantes aux aléas économiques et qui attirent par conséquent les investisseurs en quête de placement serein. Dans cette catégorie, notre choix s'est porté sur 2 sociétés appartenant au secteur de l'Agro-Alimentaire qui sont DELICE HOLDING et la blue chip du marché, la SFBT. Appartenant au secteur des Biens de consommation, nous avons sélectionné SAH qui, de par son activité, présente un profil défensif. Notre stock picking va également prendre en considération un critère majeur tel que le rendement en dividende qui offre une assurance de flux de revenus. Nous justifierons dans ce sens notre choix de sélectionner la société ATELIER du MEUBLE INTERIEURS dont la politique de distribution est stable et dont le rendement en dividende estimé pour 2023 dépasse les 10%. Nous avons également pris en considération la solidité et la stabilité de l'entreprise comme facteurs déterminants : les entreprises leaders du marché avec une part de marché dominante (SOTUVER, TPR, SAH...). Nous opterons également pour les valeurs qui présentent un fort potentiel de croissance et capables de générer des flux de trésorerie positifs. L'export demeure toujours de mise dans notre stratégie. Par ailleurs, suite à la hausse des taux d'intérêts que nous connaissons, nous avons gardé en critère de choix les entreprises qui présentent un niveau d'endettement maîtrisé.

Au niveau des valeurs financières, nous avons opté pour le secteur bancaire dont l'impact de la hausse des taux d'intérêts demeure favorable à la croissance de leur rentabilité. Ainsi, notre choix s'est porté sur 3 banques, la BIAT, la BT et l'UIB qui présentent un risque faible, des ratios réglementaires respectés et des ratios boursiers très alléchants.

**Evolution des bénéfices\* sectoriels 2021 – 2024**

(En MDT)	Bénéfices 2021	Bénéfices 2022	VAR 22/21	Bénéfices 2023 p	VAR 23/22	Bénéfices 2024 p	VAR 24/23
<b>Secteur</b>							
Bancaire	1274,4	1442,3	13%	1675,3	16%	1807,2	8%
Agro-alimentaire	331,0	336,4	1,6%	368,7	10%	414,5	12%
Biens de consommation	171,2	171,7	0,3%	211,4	23%	251,7	19%
Distribution automobile	111,2	108,2	-3%	108,6	0%	114,0	5%
Leasing	61,9	83,8	35%	91,5	9%	98,8	8%
Assurances	113,7	125,3	10%	140,7	12%	156,7	11%
Industrie	99,6	124,4	25%	162,2	30%	202,6	25%
Sociétés d'investissements	21,9	25,1	15%	26,1	4%	27,4	5%
Matériaux de construction	65,2	70,3	8%	93,3	33%	116,7	25%
Pharmaceutique	10,2	11,3	11%	14,8	30%	17,4	17%
Distribution générale	0,0	0,0		1,0		9,7	858%
Immobilier	3,6	1,8	-49%	1,8	-5%	4,5	159%
Divers	42,8	41,7	-2%	44,2	6%	47,5	7%
Infrastructures et travaux publics	0,1	1,7		3,7	118%	4,6	24%
<b>Total</b>	<b>2306,9</b>	<b>2544,2</b>	<b>10%</b>	<b>2943,3</b>	<b>16%</b>	<b>3273,2</b>	<b>11%</b>

(\* ) Bénéfices des sociétés cotées hors ceux du compartiment S

**Portefeuille AFC S2 2023****Banques**

BIAT

BT

UIB

**Agro-Alimentaire**

DELICE

SFBT

**Industries**

OTH

SOTUVER

**Biens de consommation**

SAH

SAM INTERIEUR

**Matériaux de construction**

TPR

**Indicateurs boursiers du portefeuille recommandé**

Valeur	PER 2023p	Div yield 2023p
BIAT	7,5x	7,5%
BT	7,6x	5,9%
UIB	6,1x	3,2%
DELICE	8,2x	3,2%
SFBT	13,1x	5,3%
OTH	16,3x	2,4%
SOTUVER	12,8x	5,1%
SAH	18x	3,5%
SAM INTERIEUR	6,7x	10,2%
TPR	7,4x	7,2%
<b>Portefeuille</b>	<b>10,4x</b>	<b>5,4%</b>

## Notre portefeuille

### BIAT

BIAT		Code ISIN TN0001800457	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>BANCAIRE</b>					Perf.	semaine	depuis le 31/12/2022	un an glissant		2021	2022	2023p	2024p
Principaux actionnaires					Variation	0,7%	12,7%	40,7%	TCC	5,5%	5,5%	-	-
Groupe MABROUK 38,6%			Capitalisation boursière 3 334,0 MDT		+Haut	93,390DT	93,540DT	93,540DT	TCCC	69,4%	71,5%	-	-
Groupe Aziz MILAD 14,7%			Vol. des transactions hebdo. 4 485,3 MDT		+Bas	92,500DT	80,200DT	64,000DT	Coef. d'exp	46,1%	41,3%	41,8%	42,4%
Part. étrangère 0,6%					Ratios				R. solvabilité	14,2%	15,7%	-	-
Fonds propres 1 957,3 MDT					2021	2022	2023p	2024p	PNB (en MDT)	1 134,6	1 415,1	1 496,4	1 582,2
Nombre d'actions 35,7 Mi					P/E	11,8x	10,6x	7,5x	EBIT (en MDT)	410,0	560,4	678,7	755,1
Valeur nominale 5,0 DT					Div Yield	5,6%	6,2%	7,5%	Résultat net (en MDT)	283,4	314,4	446,9	499,4
					P/B	1,8x	1,7x	1,6x	BPA (en DT)	7,939	8,807	12,518	13,988
									DPA (en DT)	5,200	5,800	7,000	8,000
									Pay out	69,6%	69,1%	58,7%	60,0%
									ROE	15,1%	15,7%	19,8%	20,1%

La BIAT, leader du secteur bancaire tunisien, a enregistré des performances exceptionnelles à la fin de l'année 2022, caractérisées par une amélioration de sa rentabilité, une gestion efficace des risques et un renforcement de ses réserves. En effet, le produit net bancaire a connu une augmentation remarquable de 24,7% pour atteindre 1,415 MDT à la fin de l'année 2022, par rapport à 2021. Cette croissance significative du PNB se compose d'une augmentation de revenus de portefeuilles titres commerciaux et d'investissement de 151,1 MDT, ainsi que d'une croissance de la marge d'intérêt de 83,6 MDT et ce malgré la quasi-stagnation de l'encours de crédit de la banque. De plus, la marge sur commissions a également augmenté de 45,8 MDT.

Le résultat brut avant impôts et provisions de 2022 a atteint 922,6 MDT, enregistrant une

hausse de 37,2% par rapport à son niveau de 2021. Ainsi, le coefficient d'exploitation s'est amélioré de 4,8 points de pourcentage, passant de 46,1% en 2021 à 41,3% en 2022. Le montant des dotations aux provisions a augmenté de 114,5 MDT, passant de 250,5 MDT en 2021 à plus de 365 MDT en 2022. Cette hausse est due à un excès de prudence de la part de la BIAT, puisque la dotation de 2022 au titre des provisions collectives a atteint plus de 214 MDT, contre seulement 52,16 MDT en 2021. Ainsi, le résultat net part du groupe pour 2022 s'élève à 314,4 MDT, en hausse de 10,9% par rapport à l'année précédente.

Au niveau bilanciel, les dépôts de la clientèle enregistrent une hausse de 5,8%, atteignant 17 167 MDT et restent dominés par les dépôts à vue (dépôts bon marché) à hauteur de 51,7%,

tandis que les crédits augmentent légèrement de 3,1% à 13 284 MDT.

Selon nos prévisions, le RNPG devrait atteindre 447 MDT pour l'exercice 2023 et près de 500 MDT pour celui de 2024. Ces chiffres reposent sur l'hypothèse d'une croissance modérée du PNB d'environ 6%, d'une réduction de 25% du coût du risque en 2023 et de 15% en 2024, ainsi que d'un taux d'imposition effectif de 30%.

En ce qui concerne la bourse, le titre a clôturé le semestre avec une performance de 12,7% depuis le début de l'année. Son ratio P/E 2023p s'élève à 7,5x et offre un rendement en dividende de 7,5% sur la base d'un dividende prévisionnel de 7 dinars par action.

### BT

BT		Code ISIN TN0002200053	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>BANCAIRE</b>					Perf.	semaine	depuis le 31/12/2022	un an glissant		2021	2022	2023p	2024p
Principaux actionnaires					Variation	-1,9%	3,9%	9,3%	TCC	8,0%	8,2%	-	-
Banque fédérative du crédit mutue 35,3%			Capitalisation boursière 1 377,0 MDT		+Haut	5,100DT	5,200DT	5,490DT	TCCC	74,0%	73,2%	-	-
Abdellatif El FEKIH & Groupe 10,0%			Vol. des transactions hebdo. 309,9 MDT		+Bas	5,100DT	4,700DT	4,600DT	Coef. d'exp	35,8%	34,8%	33,4%	34,1%
Part. étrangère 37,3%					Ratios				R. solvabilité	17,1%	16,9%	-	-
Fonds propres 1 206,6 MDT					2021	2022	2023p	2024p	PNB (en MDT)	386,0	428,8	482,6	511,1
Nombre d'actions 270,0 Mi					P/E	9,1x	8,2x	7,6x	EBIT (en MDT)	228,9	247,3	284,6	298,1
Valeur nominale 1,0 DT					Div Yield	5,5%	5,5%	5,9%	Résultat net (en MDT)	152,1	168,6	182,3	191,1
					P/B	1,2x	1,1x	1,0x	BPA (en DT)	0,563	0,624	0,675	0,708
									DPA (en DT)	0,280	0,280	0,300	0,320
									Pay out	39,0%	45,5%	45,5%	46,1%
									ROE	13,1%	13,2%	13,3%	13,0%

La Banque de Tunisie a toujours été connue pour sa rigueur en ce qui concerne son processus de financement des entreprises, pour sa politique de fidélisation de sa clientèle et pour sa productivité élevée traduite à travers l'affichage du meilleur coefficient d'exploitation du secteur bancaire. Elle est la troisième capitalisation bancaire avec 1377 MDT à la fin du premier semestre 2023.

Pour l'année 2022, la banque affiche un Produit Net Bancaire en hausse de 11,1% par rapport à l'année précédente. Cette croissance est tirée essentiellement par la hausse des revenus des portefeuilles et des opérations financières qui progressent de 35,1% en 2022 par rapport à l'an-

née dernière, tandis que les marges sur intérêt et marges sur commissions affichent des taux de croissance modérée de respectivement 4,2% et 5,2% en 2022 par rapport à 2021. Le résultat net part du groupe passe de 152,1 MDT en 2021 à 168,5 MDT en 2022 ce qui porte la rentabilité des fonds propres (ROE) à 13,2% en 2022.

Du côté des perspectives, la banque est déterminée à accroître ses parts de marché à travers l'adoption d'une politique commerciale plus dynamique, la modernisation de son réseau d'agence et la diversification de ses services. La modernisation de sa solution Global Banking est

également d'actualité. Ainsi, après un processus de sélection, la solution Global Bancaire AMPLITUDE de SBS a été retenue.

Selon nos prévisions, le RNPG devrait dépasser 182 MDT en 2023 et 191 MDT en 2024.

Sur la bourse, le titre a enregistré une performance de 3,9% sur le premier semestre 2023 contre 12,6% pour l'indice bancaire sur la même période. Il s'échange à 7,6 fois ses bénéfices 2023 et offre un rendement en dividende de 5,9% pour l'année 2023.



## Notre portefeuille

### UIB

UIB		Code ISIN TN003900107	Indicateurs boursiers		Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>BANCAIRE</b> Principaux actionnaires Sté GENERALE 52,3% Groupe BOUCHAMAOU 10,0% Part. étrangère 52,5% Fonds propres 850,6 MDT Nombre d'actions 32,6 Mi Valeur nominale 5,0 DT		Cours du 30/06/2023  <b>28,400 DT</b>  Acheter		Perf. semaine depuis le 31/12/2022 un an glissant Variation 5,8% 21,7% 95,3% +Haut 28,400DT 28,820DT 28,820DT +Bas 27,500DT 21,690DT 14,770DT Ratios 2021 2022 2023p 2024p P/E 11,2x 7,0x 6,1x 5,8x Div Yield 2,5% 2,8% 3,2% 3,5% P/B 1,2x 1,1x 1,0x 0,9x	TCC	2021	2022	2023p	2024p
			Capitalisation boursière 924,7 MDT Vol. des transactions hebdo. 914,6 MDT		TCCC	8,1%	7,7%	-	-
					Coef. d'exp	71,6%	71,7%	-	-
					R. solvabilité	54,2%	49,2%	49,9%	50,6%
					PNB (en MDT)	12,8%	13,7%	-	-
					EBIT (en MDT)	444,4	493,2	512,3	531,6
					Résultat net (en MDT)	158,7	215,2	223,6	232,6
					BPA (en DT)	82,8	132,5	152,0	158,2
					DPA (en DT)	2,542	4,069	4,668	4,859
					Pay out	0,700	0,800	0,900	1,000
					ROE	28,0%	19,7%	19,3%	20,6%
						10,6%	14,9%	16,0%	15,6%

L'Union Internationale Bancaire est une banque de taille moyenne, filiale du groupe bancaire « Société Générale » pour le moment, étant donné que cette dernière a entamé un processus de recherche d'un repreneur de sa participation dans la banque.

Au terme de l'année 2022, la banque a dégagé un résultat net part du groupe record de 132,5 MDT. Cet exploit est la résultante de la croissance de son produit net bancaire de 11,5% en 2022 par rapport à 2021, de la maîtrise de ses charges opératoires (le coefficient d'exploitation est passé de 54,2% en 2021 à 49,2% en 2022) et de la baisse du coût du risque de 8 MDT en 2022 par rapport à 2021.

Au niveau des ratios prudentiels, l'UIB continue à afficher en 2022 des indicateurs réconfortants avec un taux de créances classées de 7,7% et un taux de couverture des créances classées de 71,7%. Le niveau des ratios de capital est supérieur à la limite exigée par la Banque centrale pour permettre la distribution des dividendes sans limite, soit un ratio Tiers1 de 11,9% et 13,66% pour le Tiers 2.

Pour les perspectives, la banque œuvre pour aiguiser ses avantages comparatifs dans les activités de la Banque de détail d'une part et reprendre l'initiative dans la banque d'entreprises d'autre part. Elle tient également à poursuivre ses programmes en matière d'optimisation, d'auto-

matiation et de digitalisation tout en améliorant la qualité de ses services à la clientèle. Nous tablons sur un RNPG de 152 MDT au titre de l'exercice 2023 et 158 MDT pour 2024.

Le titre a connu un beau parcours en bourse durant le premier semestre 2023 en affichant une performance de 21,7% contre 12,6% pour l'indice bancaire. Il affiche un multiple P/E 2023 attrayant de 6,1 fois et un rendement en dividende qui reste à améliorer de 3,2% prévisionnel pour l'année 2023.

### DELICE HOLDING

DELICE HOLDING		Code ISIN TN0007670011	Indicateurs boursiers		Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>IND. AGRO-ALIMENTAIRES</b> Principaux actionnaires MEDDEB Consulting SARL 85,0% Sté Agricole El Hadayek 6,1% Part. étrangère 3,1% Fonds propres 583,0 MDT Nombre d'actions 54,9 Mi Valeur nominale 10,0 DT		Cours du 30/06/2023  <b>13,390 DT</b>  Acheter		Perf. semaine depuis le 31/12/2022 un an glissant Variation 4,7% 4,0% -9,5% +Haut 13,390DT 13,390DT 15,300DT +Bas 12,790DT 11,430DT 11,430DT Ratios 2021 2022 2023p 2024p VE/CA 0,8x 0,7x 0,6x 0,6x VE/EBITDA 6,2x 5,8x 5,2x 4,8x VE/EBIT 10,5x 8,9x 7,8x 7,3x P/E 10,5x 9,4x 8,2x 7,7x Div Yield 2,8% 3,0% 3,2% 3,4% P/B 1,3x 1,3x 1,2x 1,2x	BFR (en MDT)	2021	2022	2023p	2024p
			Capitalisation boursière 735,2 MDT Vol. des transactions hebdo. 45,8 MDT		Dette nette (en MDT)	123,0	207,2	245,9	289,0
					Gearing	132,2	139,9	125,8	112,4
					CA (en MDT)	43,5%	38,4%	29,1%	22,3%
					EBITDA (en MDT)	1 164,9	1 266,9	1 355,6	1 450,4
					EBIT (en MDT)	141,3	154,3	169,8	179,5
					Résultat net (en MDT)	83,3	99,3	111,5	117,7
					BPA (en DT)	70,4	78,5	89,5	95,5
					DPA (en DT)	1,281	1,430	1,629	1,739
					Pay out	0,370	0,400	0,430	0,460
					ROE	95,1%	91,8%	86,6%	86,8%
						24,2%	22,5%	21,6%	19,7%

Le Groupe DELICE a une nouvelle fois confirmé sa résilience en dépit de cette conjoncture défavorable en ayant su faire face aux défis et obstacles récurrents. Le Groupe a en effet réalisé un chiffre d'affaires consolidé en 2022 de 1267 MDT contre 1165 MDT en 2021 soit une progression de 8,8%.

Les revenus du pôle Lait ont progressé de 4% par rapport à 2021 à 804 MDT malgré la baisse de 9% de la production nationale en lait cru. Les tensions inflationnistes et le climat défavorable ont pesé sur la rentabilité de tous les acteurs de la chaîne de valeur et notamment les éleveurs dont le coût de production de lait ont fortement augmenté. Le Groupe DELICE a su s'adapter face à cette situation en diversifiant et en commercialisant de nouveaux produits au sein du pôle Lait et confirme une nouvelle fois sa position de leader incontestable du marché.

Fort de son partenariat avec le Groupe GERVAIS DANONE, le pôle des Produits Laitiers Frais a vu ses revenus augmenter de 15,1% en passant de 491 MDT en 2021 à 566 MDT en 2022. Le Groupe a su maintenir sa position de leader sur ce segment avec une part de marché nationale de 69% à fin 2022.

Pour ce qui concerne le pôle Fromage, le partenariat avec le Groupe SAVENCIA porte toujours ses fruits malgré l'enchérissement des matières premières, la baisse du pouvoir d'achat et la forte concurrence sur le marché export. Le pôle des fromages a doublé son chiffre d'affaires durant ses 4 années passées et détient actuellement une part de marché de 30%.

Sur le pôle des Boissons, le Groupe a augmenté ses revenus de 32% en 2022 pour les porter à 108 MDT. Par rapport à 2021, les bénéfices dé-

gagés par cette filière ont augmenté de 49%. Par ailleurs, le Groupe DELICE a conforté sa position de leader sur les Jus avec une part de marché de 47%.

Profitant du savoir-faire, de l'expérience, du fort réseau de distribution dont dispose le Groupe DELICE, les revenus du pôle Eau ont confirmé leur trend haussier en cette année 2022 en réalisant une hausse de 23% par rapport à 2021 à plus de 71 MDT.

En ce début 2023, le Groupe DELICE confirme son élan de croissance en augmentant de 18% ses revenus du 1<sup>er</sup> trimestre comparé au T1 de 2022. Bénéficiant de fondamentaux solides, le titre se traite à seulement 8,2 fois ses bénéfices estimés pour 2023. La Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA 2023e s'élève à seulement 5,2 fois.

## Notre portefeuille

### SFBT

SFBT		Code ISIN TN0001100254	Indicateurs boursiers		Indic. financiers								
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2022	un an glissant	2021	2022	2023p	2024p			
Marché: <b>Marché principal</b>			Variation	-0,7%	13,7%	-2,3%	BFR (en MDT)	130,3	119,0	160,2	177,5		
Secteur: <b>IND. AGRO-ALIMENTAIRES</b>			+Haut	14,650DT	14,700DT	15,450DT	Dette nette (en MDT)	-346,4	-440,7	-470,6	-539,0		
Principaux actionnaires			+Bas	14,550DT	11,940DT	11,940DT	Gearing	-30,7%	-36,3%	-36,6%	-39,2%		
Brasseries et Glacières Internation	47,9%		<b>Ratios</b>		2021	2022	2023p	2024p	CA (en MDT)	1 197,1	1 329,9	1 423,0	1 536,8
Maghreb Investissement	13,6%		VE/CA	2,7x	2,4x	2,2x	2,0x	EBITDA (en MDT)	395,1	406,5	425,3	459,1	
Part. étrangère	63,6%		VE/EBITDA	8,3x	7,9x	7,5x	6,8x	EBIT (en MDT)	298,6	307,2	330,9	369,5	
Fonds propres	830,2 MDT		VE/EBIT	11,0x	10,4x	9,6x	8,4x	Résultat net (en MDT)	251,0	257,0	276,1	308,8	
Nombre d'actions	247,5 Mi		P/E	14,4x	14,1x	13,1x	11,7x	BPA (en DT)	1,014	1,038	1,116	1,248	
Valeur nominale	1,0 DT		Div Yield	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	DPA (en DT)	0,715	0,740	0,770	0,800	
			P/B	4,7x	4,4x	4,1x	3,9x	Pay out	79,3%	78,8%	76,3%	70,9%	
								ROE	23,6%	22,5%	22,9%	24,0%	

Le leader de la boisson en Tunisie a confirmé son élan de croissance en 2022 en réalisant un chiffre d'affaires consolidé qui croît de 11,1% en passant de 1 197 MDT en 2021 à 1 330 MDT en 2022. Les revenus de la société mère ont atteint 813,1 MDT en 2022 soit 11,3% de plus qu'en 2021. Toutes les filières ont été rentables en 2022 à l'exception de celle de l'Eau qui représente une partie infime comparée aux revenus de la société. Le chiffre d'affaires de la bière s'est élevé à 558,9 MDT soit en progression de 10,4% par rapport à 2021. Indépendamment de la hausse des quantités vendues, la hausse provient aussi de l'augmentation des prix en Mars

2022. Durant le même mois, la SFBT a également procédé à l'augmentation des prix des boissons gazeuses dont les revenus ont atteint 207,1 MDT à fin 2022 soit en hausse de 11,8% par rapport à 2021. Durant la même période, le chiffre d'affaires de l'activité jus a progressé de 10% à 18,1 MDT.

Malgré la persistance de la guerre en Ukraine et les incertitudes sur le prix du sucre et sa disponibilité, le management demeure confiant quant à l'avenir du Groupe. La blue chip de la Bourse tunisienne n'a cessé de montrer sa résilience durant toutes les années d'instabilité et de baisse du pouvoir d'achat grâce à son profil très défensif.

La bonne saison touristique attendue devrait profiter à la progression des revenus du Groupe qui devrait s'accroître en 2023 atteignant plus de 1 420 MDT. Les bénéfices consolidés devraient atteindre 276 MDT en 2023 et plus de 300 MDT en 2024.

Outre la solidité de son bilan, sa générosité envers ses actionnaires, sa trésorerie fortement excédentaire et son profil de risque très faible, la SFBT jouit d'une multitude d'avantages qui lui confèrent son caractère d'une valeur de fond de portefeuille. Comme à l'accoutumée nous allons fièrement intégrer le titre SFBT dans le portefeuille que nous recommandons.

### ONE TECH HOLDING

ONE TECH HOLDING		Code ISIN TN0007530017	Indicateurs boursiers		Indic. financiers								
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2022	un an glissant	2021	2022	2023p	2024p			
Marché: <b>Marché principal</b>			Variation	1,0%	20,2%	13,5%	BFR (en MDT)	228,2	256,2	269,4	306,7		
Secteur: <b>INDUSTRIES</b>			+Haut	8,300DT	8,300DT	8,300DT	Dette nette (en MDT)	61,1	88,5	81,6	56,8		
Principaux actionnaires			+Bas	8,150DT	6,425DT	6,425DT	Gearing	15,1%	21,7%	18,3%	11,3%		
SELLAMI Moncef	26,1%		<b>Ratios</b>		2021	2022	2023p	2024p	CA (en MDT)	905,1	1 046,8	1 179,7	1 356,7
SELLAMI Slim	10,4%		VE/CA	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	EBITDA (en MDT)	84,9	68,4	110,1	138,1	
Part. étrangère	17,1%		VE/EBITDA	8,8x	11,5x	7,1x	5,6x	EBIT (en MDT)	51,9	31,1	72,1	98,2	
Fonds propres	242,4 MDT		VE/EBIT	14,5x	25,2x	10,9x	7,9x	Résultat net (en MDT)	30,7	13,8	40,9	55,6	
Nombre d'actions	80,4 Mi		P/E	21,7x	48,4x	16,3x	12,0x	BPA (en DT)	0,382	0,172	0,509	0,691	
Valeur nominale	1,0 DT		Div Yield	2,8%	2,1%	2,4%	2,7%	DPA (en DT)	0,230	0,175	0,200	0,225	
			P/B	2,8x	2,8x	2,7x	2,6x	Pay out	102,0%	57,7%	63,2%	60,5%	
								ROE	8,5%	3,9%	11,0%	13,0%	

Les revenus consolidés du Groupe OTH ont progressé de 15,7% par rapport à 2021 dépassant pour la 1<sup>ère</sup> fois la barre des 1 milliard de dinars. Les revenus de l'activité « Câblerie » représente à fin 2022 la part la plus importante du chiffre d'affaires avec 49,1% après avoir augmenté de 18% en 2022. Sur la même période, les revenus de l'activité « Mécatronique » ont augmenté de 14% à 484,2 MDT malgré la pénurie mondiale des semi-conducteurs. La marge opérationnelle la plus touchée en valeur absolue est celle de la mécatronique en raison des pénuries et des arrêts de chaînes qui ont impacté davantage cette activité. Le pôle ICT a connu une baisse de 25% de ses revenus. Ce repli s'explique d'une part par une concurrence accrue et d'autre part par la sortie de la société FILODOXIA du périmètre de consolidation. Secoués fortement par la perturbation des chaînes logistiques et par la rupture et l'en-

chérissement des matières premières d'autre part, les bénéfices du Groupe sont passés de 30,7 MDT en 2021 à 13,8 MDT en 2022. Afin de minimiser les effets négatifs, le Groupe a rapidement réagi en mettant en place des initiatives commerciales visant à tirer profit des perturbations qui ont touché la supply chain mondiale.

La société poursuit sa stratégie de cession des participations non-stratégiques. Dans ce contexte, un processus de cession de HELIOFLEX a été engagé et sera clôturé vers la mi-2023.

Sur les 10 dernières années, la moyenne des investissements réalisés est de 35 MDT par an. Le pôle mécatronique accapare la plus grande partie des investissements avec une part de 76% en 2023.

Au terme du 1<sup>er</sup> trimestre 2023 le Groupe confirme sa reprise en réalisant une hausse de

16,6% de ses revenus consolidés. Les exportations ont atteint sur ce premier trimestre 2023 un total de 261,6 MDT et représente 87,1% du chiffre d'affaires consolidé. Au 30/03/2023, le résultat avant impôts affiche 18,6 MDT et représente 85% de la performance de toute l'année 2022. Le Groupe a complètement imputé les augmentations des prix des matières premières alors que la chaîne d'approvisionnements commence à se stabiliser. Le Groupe OTH devrait dégager un RNPG dépassant les 40 MDT pour l'année en cours.

L'année 2023 pourrait ainsi être un grand cru pour ce fleuron technologique tunisien qui a su allier technologie et innovation pour devenir un acteur de référence à l'échelle internationale.

## Notre portefeuille

### SOTUVER

SOTUVER		Code ISIN TN0006560015	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: <b>Marché principal</b>	Secteur: <b>INDUSTRIES</b>	Cours du 30/06/2023 <b>12,750 DT</b>	Perf.	semaine	depuis le 31/12/2022	un an glissant	BFR (en MDT)	2021	2022	2023p	2024p	
Principaux actionnaires			Capitalisation boursière 500,5 MDT	Variation	1,7%	46,6%	72,7%	Dette nette (en MDT)	4,4	25,2	51,6	67,2
Compagnie Financière d'Investiss: 71,2%		Acheter	+Haut	12,750DT	13,220DT	13,220DT	Gearing	26,5%	68,5%	58,6%	36,2%	
LLOYD TUNISIEN 12,1%			Vol. des transactions hebdo. 457,1 mDT	+Bas	12,490DT	8,800DT	7,346DT	CA (en MDT)	104,9	156,2	321,8	379,7
Part étrangère 0,2%			Ratios				EBITDA (en MDT)	36,6	49,9	99,3	122,6	
Fonds propres 108,7 MDT			VE/CA	5,7x	4,3x	2,1x	1,8x	EBIT (en MDT)	26,2	37,7	71,2	93,1
Nombre d'actions 39,3 Mi			VE/EBITDA	16,3x	13,4x	6,9x	5,5x	Résultat net (en MDT)	20,0	29,9	39,3	52,9
Valeur nominale 1,0 DT			VE/EBIT	22,8x	17,8x	9,6x	7,2x	BPA (en DT)	0,509	0,762	1,000	1,349
			P/E	25,0x	16,7x	12,8x	9,5x	DPA (en DT)	0,400	0,550	0,650	0,750
			Div Yield	3,1%	4,3%	5,1%	5,9%	Pay out	66,3%	59,2%	78,7%	77,5%
			P/B	5,5x	4,6x	4,2x	3,7x	ROE	23,4%	29,3%	30,4%	30,8%

En 2022, la SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires de 160 MDT contre 107,6 MDT en 2021, soit en croissance de 49%. Cette hausse est attribuable en premier lieu à un effet prix couplé à un effet mix produit à raison de près de 70% et en second lieu à un effet volume à raison de 30%.

Sur le marché local, la société a réalisé des revenus de 64,4 MDT en 2022 affichant une progression de 40%. Cette performance a été stimulée par deux facteurs clés, à savoir, la reprise de l'activité dans le secteur de l'hôtellerie, des cafés et de la restauration et la croissance de la filière de conditionnement de l'huile d'olive.

Sur le marché des exportations, le chiffre d'affaires 2022 de la SOTUVER a atteint 95,6 MDT, enregistrant une croissance remarquable de 55% par rapport à l'année précédente où il s'élevait à 64,4 MDT. Cette croissance a été accompagnée par une diversification régionale de sa clientèle, ce qui constitue un atout majeur pour l'entreprise.

Les ventes sont réparties de manière équilibrée entre différentes régions.

Tout d'abord, le marché maghrébin représente une part de 33% des ventes à l'exportation de la société en 2022. Ensuite, le marché européen a connu une percée remarquable en 2022, avec une croissance des revenus de 95% pour atteindre une part de 31%. La société a également investi dans le marché africain, qui a représenté une part de chiffre d'affaires export de 28%. Enfin, le marché du Moyen-Orient a contribué à hauteur de 8% du chiffre d'affaires à l'exportation de la société.

En raison de l'augmentation du coût des matières premières, le taux de marge brute de la SOTUVER a diminué de 4,5 points de pourcentage en 2022 par rapport à 2021, s'établissant à 49,9%. Malgré cette contraction de la marge, la société a réussi à enregistrer une augmentation significative de son résultat net part du groupe, qui a progressé de 49,6%, passant de 20,05 MDT en 2021 à 29,9 MDT en 2022.

L'évènement majeur pour le groupe SOTUVER est le démarrage de la nouvelle usine SOTUVER GLASS INDSTRUE « SGI » le 13 janvier de cette année. Celle-ci a quasiment permis de doubler la capacité de production en rajoutant 300 tonnes/jour au 330 tonnes/jour assurés par les deux fours de la société mère. La SGI a un capital de 68 MDT. Elle est détenue à hauteur de 11% par la SOTUVER. Le reste est détenu par LLOYD et par des SICAR dont les parts vont être repris à terme par la SOTUVER.

La société a pour objectif de doubler son chiffre d'affaires en 2023, atteignant ainsi 320 MDT. De plus, une légère détente des prix des matières premières est actuellement observée ce qui devrait permettre au taux de marge brute de regagner un point de pourcentage en 2023 pour s'établir à 50,9%. Nous prévoyons un EBITDA 2023 qui dépasserait 99 MDT, ce qui se traduirait par un ratio valeur d'entreprise sur EBITDA de 6,8x représentant une décote significative par rapport à ses comparables internationaux.

### SAH

SAH		Code ISIN TN0007610017	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: <b>Marché principal</b>	Secteur: <b>BIENS DE CONSOMMATION</b>	Cours du 30/06/2023 <b>9,900 DT</b>	Perf.	semaine	depuis le 31/12/2022	un an glissant	BFR (en MDT)	2021	2022	2023p	2024p	
Principaux actionnaires			Capitalisation boursière 808,7 MDT	Variation	0,5%	8,8%	43,9%	Dette nette (en MDT)	290,8	362,4	382,4	393,0
JM HOLDING 52,1%		Acheter	+Haut	9,900DT	10,160DT	10,160DT	Gearing	358,6	397,5	412,7	425,1	
EKUITY CAPITAL 5,5%			Vol. des transactions hebdo. 486,4 mDT	+Bas	9,890DT	8,350DT	6,796DT	CA (en MDT)	98,3%	100,6%	98,5%	0,1%
Part étrangère 6,4%			Ratios				EBITDA (en MDT)	670,5	868,8	981,7	1 109,3	
Fonds propres 291,0 MDT			VE/CA	1,8x	1,5x	1,3x	1,2x	EBIT (en MDT)	102,4	134,9	149,9	167,9
Nombre d'actions 81,7 Mi			VE/EBITDA	12,0x	9,5x	8,7x	7,9x	Résultat net (en MDT)	51,0	81,6	92,7	107,5
Valeur nominale 1,0 DT			VE/EBIT	24,1x	15,7x	14,1x	12,4x	BPA (en DT)	16,2	35,3	45,0	56,4
			P/E	49,9x	22,9x	18,0x	14,3x	DPA (en DT)	0,199	0,432	0,551	0,691
			Div Yield	2,1%	3,3%	3,5%	3,7%	Pay out	0,205	0,330	0,350	0,370
			P/B	2,9x	2,8x	2,6x	2,5x	ROE	57,7%	88,6%	81,2%	72,8%

En 2022, le Groupe SAH a réalisé un chiffre d'affaires de 868,8 MDT contre 670,5 MDT en 2021 soit une hausse de près de 30%. Cette croissance a été soutenue par les revenus des filiales SAH Tunisie, Azur Papier et Azur Détergent qui ont augmenté respectivement de 20%, 84,2% et 22,2%. Les investissements réalisés durant les années passées ont permis au Groupe SAH d'accroître considérablement sa capacité bénéficiaire. Par ailleurs, l'augmentation des prix des matières premières, la hausse du coût de l'énergie et le renchérissement du coût de l'emballage ont fait baisser le taux de marge brute 2022 de 2,8 points de pourcentage à 37,7%. Confrontée à une rude concurrence, la société n'a évidemment pas pu impacté la hausse du coût des intrants dans ses prix de vente. La maîtrise des autres lignes de charges d'exploitation a permis au Groupe de récupérer le retard accusé en termes de marge brute avec un taux de marge

d'EBITDA de 15,53% en 2022 contre 15,27% en 2021. Malgré toutes ces contraintes, le Groupe a dégagé un RNPG de 35,3 MDT contre 16,2 MDT en 2021 soit une progression de 118%.

La rentabilité espérée des investissements réalisés est en train de se confirmer. La bonne performance de 2022 se poursuit en ce début 2023. Les indicateurs d'activité du 1<sup>er</sup> trimestre 2023 font ressortir un chiffre d'affaires consolidé en hausse de 20%. Le Groupe SAH devrait améliorer son niveau de marge brute en 2023 en maîtrisant davantage ses coûts de production tout en bénéficiant de la décélération prévue du rythme d'inflation.

Fortement énergivore, le Groupe prévoit de réaliser multiples projets afin de réduire considérablement sa facture énergétique.

Le développement des activités Détergents et Cosmétique s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de diversification qui capitalise sur la notoriété de la marque, l'expérience et le circuit de distribution du Groupe. La filiale Azur Cosmétique devrait voir le jour vers la fin de l'année 2023 pour un investissement total avoisinant les 70 MDT. Certifiée aux normes internationales, la filiale des cosmétiques se lancera dans la commercialisation du savon liquide, gel douche, shampoing.. pour ensuite se lancer dans la fabrication de produits parapharmaceutique tels que les crèmes.. Cette unité devrait dégager des revenus dépassant les 100 MDT dès sa première année d'activité.

Le Groupe SAH présente à la fois un caractère résilient avec son profil défensif et un fort potentiel de croissance. Leader dans les produits hygiéniques à l'échelle nationale, le Groupe SAH consolide sa présence à l'échelle internationale.

## Notre portefeuille

### SAM - ATELIER DU MEUBLE INTERIEURS

ATELIER MEUBLE INT		Code ISIN TN0007740012	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: <b>Marché principal</b>		Cours du 30/06/2023 <b>4,150 DT</b>	Perf.	semaine	depuis le 31/12/2022	un an glissant	2021	2022	2023p	2024p		
Secteur: <b>BIENS DE CONSOMMATION</b>			Acheter	Variation	0,0%	48,2%	52,6%	BFR (en MDT)	7,0	8,5	8,8	9,4
Principaux actionnaires		+Haut		4,150DT	4,260DT	4,260DT	Dette nette (en MDT)	1,6	1,3	1,1	1,1	
Ben SLIMANE Hatem 19,7%		Capitalisation boursière 23,1 MDT	+Bas	4,150DT	2,690DT	2,645DT	Gearing	13,1%	8,9%	7,3%	6,7%	
Ben SLIMANE Jouda 15,7%			Vol. des transactions hebdo. 180,6 MDT	Ratios				CA (en MDT)	23,3	28,5	29,7	31,6
Part. étrangère 0,2%		Fonds propres 13,6 MDT		VE/CA	1,1x	0,9x	0,8x	0,8x	EBITDA (en MDT)	3,2	5,2	5,4
Nombre d'actions 5,6 Mi			VE/EBITDA	7,6x	4,7x	4,5x	4,2x	EBIT (en MDT)	2,4	4,4	4,5	4,9
Valeur nominale 1,0 DT			VE/EBIT	10,2x	5,5x	5,3x	4,9x	Résultat net (en MDT)	1,8	3,3	3,5	3,7
			P/E	12,5x	7,0x	6,7x	6,2x	BPA (en DT)	0,331	0,597	0,622	0,671
			Div Yield	5,2%	9,6%	10,2%	10,8%	DPA (en DT)	0,215	0,400	0,425	0,450
			P/B	2,0x	1,7x	1,6x	1,6x	Pay out	85,2%	74,8%	76,2%	74,8%
								ROE	15,1%	23,1%	23,0%	23,6%

Fondée en 1983, la société ATELIER du MEUBLE INTERIEURS est le leader national dans la conception, la fabrication et la commercialisation de meubles de bureau. La société a 3 filiales et possède une participation dans la société INTERIEURS COTE D'IVOIRE.

La société a réalisé en 2022 un chiffre d'affaires consolidé de 28,5 MDT contre 23,3 MDT en 2021 soit une progression de 22%. Les années post COVID ont été marquées par la reprise des grands marchés internationaux qui ont littéralement absorbé les matières premières provoquant ainsi leur enchérissement ainsi que la non-disponibilité de certains produits. Malgré le conflit russo-ukrainien qui ajoute un défi de taille, l'augmentation de la concurrence sur le haut de gamme et le bas de gamme, la part de marché de MEUBLE INTERIEURS est passée de 28% en 2021 à 30% en 2022 alors qu'elle était de 19% en 2016. En individuel, les revenus ont progressé de 17% sur la même période à 23,6 MDT. Avec une part de 39% dans les revenus, les sièges restent toujours le produit phare de MEUBLE INTERIEURS avec un chiffre

d'affaires de 9,3 MDT réalisé en 2022 soit 20% de plus qu'en 2021. A travers sa filiale TALOS, les ventes en ligne se sont accrues de 42% en 2022 à 2,3 MDT. La société a dégagé un RNPG en hausse de plus de 80% par rapport à 2021 à 3,3 MDT.

La société a néanmoins des efforts à faire au niveau de l'export dont le chiffre d'affaires baisse de 26% par rapport à 2021 à uniquement 1 MDT. MEUBLE INTERIEURS compte adopter une stratégie d'implantation dans plusieurs pays (BENIN, MAURITANIE) qui consisterait à nouer des partenariats avec des distributeurs indépendants qui commercialiseraient exclusivement les meubles de bureau fabriqués par la société MEUBLE INTERIEURS et sous l'enseigne INTERIEURS.

En 2023, la stratégie commerciale sera de développer les niches à forts potentiels telles que les Banques et les Assurances, l'augmentation des participations aux appels d'offres des marchés publics et l'optimisation des offres de produits. MEUBLE INTERIEURS continuera par ail-

leurs la commercialisation des marques de renommées internationales telles que Herman Miller, Mascagni et Milla Designe

La qualité, la fonctionnalité et l'ergonomie de l'ensemble de ses produits ont fortement contribué à faire la notoriété de cette entreprise qui dispose d'une grande expertise et d'un savoir-faire bien rodé après toutes ces décennies d'expérience. La société est aussi exposée à un risque de change occasionné par les fluctuations du dinar face aux devises internationales. La grande majorité de la matière première nécessaire pour l'industrie du bois en Tunisie est importée, ce qui rend le secteur du meuble plus impacté, et sensible aux menaces du marché et de l'économie mondiale.

Au niveau boursier, MEUBLE INTERIEURS offre des indicateurs boursiers très alléchants avec un rendement en dividende estimé pour 2023 supérieur à 10%, une valeur d'entreprise représentant uniquement 4,5 fois son EBITDA estimé 2023 et d'un ratio Dette Nette/EBITDA 2023e faible de 20%.

### TPR

TPR		Code ISIN TN0007270010	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: <b>Marché principal</b>		Cours du 30/06/2023 <b>5,250 DT</b>	Perf.	semaine	depuis le 31/12/2022	un an glissant	2021	2022	2023p	2024p		
Secteur: <b>MATERIAUX DE CONSTRUCTION</b>			Acheter	Variation	-0,6%	26,2%	28,2%	BFR (en MDT)	90,2	124,8	122,6	132,7
Principaux actionnaires		+Haut		5,270DT	5,300DT	5,300DT	Dette nette (en MDT)	-5,6	24,3	4,6	-4,7	
CFI 39,7%		Capitalisation boursière 262,5 MDT	+Bas	5,200DT	3,990DT	3,970DT	Gearing	-3,8%	15,1%	2,6%	-2,3%	
BAYAHY Yahia 12,2%			Vol. des transactions hebdo. 83,5 MDT	Ratios				CA (en MDT)	214,9	284,8	318,9	358,8
Part. étrangère 0,2%		Fonds propres 154,6 MDT		VE/CA	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x	EBITDA (en MDT)	32,1	49,5	55,9
Nombre d'actions 50,0 Mi			VE/EBITDA	8,2x	6,0x	5,0x	4,4x	EBIT (en MDT)	24,6	42,3	48,2	52,6
Valeur nominale 1,0 DT			VE/EBIT	10,7x	7,0x	5,8x	5,1x	Résultat net (en MDT)	19,1	29,0	35,6	40,6
			P/E	13,8x	9,1x	7,4x	6,5x	BPA (en DT)	0,381	0,579	0,713	0,812
			Div Yield	5,7%	6,7%	7,2%	7,6%	DPA (en DT)	0,300	0,350	0,380	0,400
			P/B	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	Pay out	77,1%	76,5%	72,6%	67,1%
								ROE	13,9%	19,5%	21,4%	21,6%

En 2022, TPR a enregistré une croissance significative de son chiffre d'affaires individuel, avec une hausse de 35% par rapport à l'année précédente, atteignant ainsi 212,4 MDT. Sur le marché local, la croissance s'est élevée à 32%, ce qui confirme une augmentation des parts de marché de l'entreprise et un maintien de la position de leader. Pour ce qui concerne les exportations, la croissance a été de 41%, principalement grâce aux ventes sur le marché européen qui représente désormais 62% du total des exportations.

Sur le plan consolidé, le chiffre d'affaires global de l'entreprise a atteint 284,8 MDT, contre

214,9 MDT en 2021, soit une hausse de 32,5%. Cependant, le taux de marge brute a diminué de 2,8 points de pourcentage en raison de l'augmentation considérable du prix des billettes d'aluminium, ainsi que de l'indisponibilité de cette matière première. Cette situation a contraint la société à augmenter ses stocks de matières premières.

Le résultat net part du groupe s'est élevé à 28,97 MDT en 2022, contre 19,06 MDT en 2021. Cette performance a été soutenue par la filiale algérienne, PROFAL, qui a enregistré un bénéfice de 7,2 MDT en 2022, comparé à 1,3 MDT l'année précédente.

Pour l'année 2023, nous prévoyons une augmentation de 12% de son chiffre d'affaires consolidé et un maintien du taux de marge brute au même niveau que celui de 2022. Le résultat net part du groupe devrait connaître une croissance de 23% pour atteindre 35,6 MDT.

Outre la solidité de son bilan et la résilience de ses revenus, la société présente un niveau de valorisation attrayant et un futur plus que rassurant.

## Valeurs suivies

## Recommandations

Banques	
AMEN BANK	Consolider
ATB	Acheter
ATTIJARI BANK	Acheter
BH	Consolider
BIAT	Acheter
BNA	Consolider
BT	Acheter
BTE	Alléger
STB	Conserver
UBCI	Consolider
UIB	Acheter
WIFACK	Conserver

Leasing	
ATL	Acheter
ATTIJARI LEASING	Consolider
BEST LEASE	Conserver
BH LEASING	Alléger
CIL	Acheter
HANNIBAL LEASE	Conserver
TUNISIE LEASING	Consolider

Assurances	
ASSURANCE MAGHREBIA	Acheter
ASSURANCE MAGHREBIA Vie	Acheter
ASTREE	Consolider
BH ASSURANCE	Consolider
STAR	Consolider
TUNIS RE	Consolider

Stés d'investissements	
PLAC. TSIE-SICAF	Conserver
SPDIT - SICAF	Acheter
TUNINVEST-SICAR	Consolider

Distribution Générale	
MAGASIN GENERAL	Conserver
MONOPRIX	Conserver

Distribution Automobile	
ARTES	Consolider
CITY CARS	Consolider
ENNAKL AUTOMOBILES	Conserver
STA	Consolider
UADH	Vendre

Agro-Alimentaire	
DELICE H	Acheter
LAND'OR	Acheter
SFBT	Acheter
SOPAT	Conserver

Pharmaceutique	
SIPHAT	Alléger
UNIMED	Consolider

Matériaux de construction	
CARTHAGE CEMENT	Consolider
CIMENTS DE BIZERTE	Consolider
MPBS	Consolider
SANIMED	Alléger
SIAME	Consolider
SOMOCER	Alléger
SOTEMAIL	Alléger
TPR	Acheter

Biens de consommation	
AMS	Vendre
ASSAD	Conserver
ATELIER MEUBLE	Acheter
ELECTROSTAR	Vendre
EURO-CYCLES	Acheter
GIF-FILTER	Vendre
New Body Line	Consolider
OFFPLAST	Conserver
PGH	Consolider
SAH	Acheter
STIP	Conserver

Industries	
AIR LIQUIDE TUNISIE	Consolider
ALKIMIA	Conserver
ICF	Consolider
OTH	Acheter
SOTIPAPIER	Consolider
SOTUVER	Acheter

Struct. Et T.P.	
SERVICOM	Vendre
SOTETEL	Consolider
TGH	Alléger

Divers	
AETECH	Alléger
CELLCOM	Alléger
MIP	Vendre
SMART	Acheter
SOTRAPIL	Acheter
SOTUMAG	Consolider
TELNET HOLDING	Consolider
TUNISAIR	Conserver

Immobilier	
ESSOUKNA	Conserver
SIMPAR	Conserver
SITS	Conserver

## Syllabus

## INDICATEURS FINANCIERS

<b>BPA</b>	Le Bénéfice par action est le bénéfice divisé par le nombre des actions émises.
<b>BFR</b>	Le besoin en fonds de roulement (BFR) désigne le besoin en trésorerie rendu nécessaire du fait de l'activité d'une entreprise.
<b>CA</b>	Le chiffre d'affaires représente le total des ventes de biens ou de services facturées sur un exercice.
<b>Coef. d'Exp.</b>	Le coefficient d'exploitation est le rapport entre les charges d'exploitations (frais de personnel, dotations aux amortissements et frais généraux) et le produit net bancaire (PNB).
<b>DPA</b>	Le dividende par action.
<b>EBIT</b>	Earnings before interest and taxes est le résultat avant intérêts et impôts. (Résultat d'exploitation)
<b>EBITDA</b>	Earnings before interest and taxes dépréciation and amortization est le résultat avant intérêts, impôts, provisions et amortissements. (Ecart brut d'exploitation)
<b>GEARING</b>	Le gearing (le levier financier) désigne le ratio d'endettement d'une société. C'est le rapport des capitaux propres et l'endettement net.
<b>Pay Out</b>	Le pay out ratio est le taux de distribution des bénéfices. Il est calculé en divisant le montant des dividendes distribués par ses bénéfices nets.
<b>PNB</b>	Le produit net bancaire désigne la valeur ajoutée créée par l'activité de la banque.
<b>ROE</b>	Le return on equity est le rapport entre le résultat net et les fonds propres.
<b>VE</b>	La valeur d'une entreprise est la somme de sa capitalisation boursière, de sa dette financière nette et des intérêts minoritaires.

## RATIOS BOURSIERS

<b>Div Yield</b>	Le Dividend yield (le rendement en dividende) est le dividende par action rapporté au prix de l'action, exprimé en pourcentage.
<b>P/E</b>	Le Price Earning Ratio (PER, ou P/E) est le cours de l'action rapporté à son bénéfice par action. Exprimé en nombre de fois (x).
<b>P/B</b>	Le Price to Book Ratio (PBR, ou P/B) est le cours de l'action rapporté aux capitaux propres par action. Exprimé en nombre de fois (x).
<b>VE/CA</b>	Le ratio de valorisation est le rapport entre la valeur d'entreprise et le chiffre d'affaires. Exprimé en nombre de fois (x).
<b>VE/EBITDA</b>	Le ratio de valorisation (VE/EBITDA) est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBITDA. Exprimé en nombre de fois (x).
<b>VE/EBIT</b>	Le ratio de valorisation (VE/EBIT) est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBIT. Exprimé en nombre de fois (x).

Le **Compte Epargne en Actions (CEA)** est une formule intelligente pour investir en bourse en faisant des placements diversifiés et rentables à moyen et long termes. Cette formule vous offre de nombreux avantages :

- Vous déduisez les sommes déposées dans le CEA, de l'assiette de votre revenu imposable, jusqu'à 100 000 dinars par an,
- Vos gains d'impôts peuvent atteindre 55% du montant de l'impôt,
- Vous pouvez retirer les dividendes reçus ainsi que les plus values réalisées tant que la valeur du portefeuille est supérieure au montant initialement investi.

Pour calculer vos gains potentiels et le montant optimal à investir, vous pouvez vous servir de notre simulateur à l'adresse:

<https://www.afc.com.tn/simulateurcea>



# AFC

المستشارون الماليون العرب  
Intermédiaire en Bourse

**GROUPE ATB**

**Mehdi Dhifallah** Directeur Général  
**Jihen Ellouze Khlif** Responsable Corporate Finance  
**Boubaker Rekik** Responsable Equity Research

AFC- Arab Financial Consultants - Groupe ATB

Siège social : « Carré de L'Or, » Les jardins du Lac II. 1053 Tunis.

Tél : (+216) 70 020 260 - Fax : (+216) 71 193 523

[afc@afc.fin.tn](mailto:afc@afc.fin.tn)

[www.afc.com.tn](http://www.afc.com.tn)

*Important : Les informations et les données contenues dans le présent document sont la propriété de l'AFC. Ce document ne peut pas être copié ou distribué sans son autorisation expresse. Les données ne sont pas garanties comme étant exactes, complètes ou à jour. AFC n'est pas responsable de tout dommage ou perte découlant de l'utilisation de ce document et des renseignements qui y sont contenues.*