

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES

REVUE DE RECHERCHES

Tunisie Valeurs

FILIALE DU GROUPE BIAT

DÉCEMBRE 2023

INTERMÉDIATION EN BOURSE – GESTION D'ACTIFS – INGÉNIERIE FINANCIÈRE – SPÉCIALISTE EN VALEURS DU TRÉSOR

AVERTISSEMENT

Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de TUNISIE VALEURS à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'actions.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation.



Tunisie Valeurs

TUNIS CENTRE URBAIN NORD TUNIS

BELVÉDÈRE

EL MENZAH 6

LA MARSÀ

LES BERGES DU LAC II

NABEUL

SOUSSE

MONASTIR

SFAX

Sommaire

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE La croissance économique marque le pas	6
NOTE SUR LE BUDGET DE L'ÉTAT (LF 2024)	13
BILAN BOURSIER DE 2023 ET PERSPECTIVES DU MARCHÉ ACTIONS Le Stock Picking reste le mot d'ordre !	16
SECTEUR BANCAIRE Le pacemaker du marché actions tient bon face à la crise	22
SECTEUR DE L'ASSURANCE Face à des défis d'ampleur	58
SFBT Une valeur de fonds de portefeuille	66
SAH LILAS Une valeur de croissance	72
DELICE HOLDING Une résilience confirmée	80
ONE TECH HOLDING Des fondamentaux solides	86
SOTUVER Sous sa nouvelle dimension	94
UNIMED Une normalisation des ventes hospitalières et des perspectives intéressantes à l'export	98
TPR De bons résultats en dépit d'un contexte opérationnel difficile	104
STOCK GUIDE	108
INDICES SECTORIELS	114
LEXIQUE	116

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

La croissance économique marque le pas

Points clés

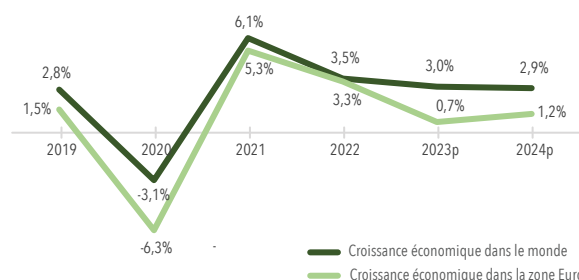
- En 2023, les économies mondiales continuent de pâtir des retombées de la guerre russo-ukrainienne et de la crise sanitaire. Même si les chaînes d'approvisionnement se sont largement rétablies, et les coûts d'expédition et les délais de livraison des fournisseurs ont retrouvé leurs niveaux antérieurs à la pandémie, les facteurs qui ont entravé la croissance en 2022 persistent. L'inflation reste élevée et continue d'éroder le pouvoir d'achat des ménages. Le resserrement des politiques monétaires des banques centrales face à l'inflation a fait augmenter le coût de l'emprunt, limitant ainsi l'activité économique et l'offre de crédit. Selon les estimations du Fonds Monétaire International (FMI), dans ses perspectives économiques mondiales (PEM) d'octobre 2023, la croissance mondiale devrait passer de 3,5 % en 2022 à 3,0 % en 2023 et à 2,9 % en 2024.
- Confrontée à une stagflation persistante, l'économie tunisienne témoigne d'une faible croissance économique, en décélération pour le quatrième trimestre consécutif. Les Tunisiens subissent un chômage élevé et une inflation galopante érodant leur pouvoir d'achat. Les pressions sur les finances publiques s'intensifient en raison d'un endettement de plus en plus lourd et des difficultés grandissantes d'accès aux financements extérieurs. Selon les estimations de l'Institut National des Statistiques (INS), la croissance du PIB en 2023 devrait s'établir à 0,4 %, contre 2,8 % en 2022.
- Pour affronter cette situation périlleuse, l'endettement n'est certainement pas la solution. Il devient, plus que jamais, impératif d'assurer une croissance solide, inclusive et créatrice d'emploi. Favoriser les moteurs de la croissance à savoir l'investissement, et l'export est une urgence absolue. La Tunisie a besoin d'un programme de réformes national à long terme, favorisant l'investissement privé et l'initiative entrepreneuriale.

1. CONJONCTURE INTERNATIONALE : la reprise mondiale marque le pas

En 2023, les économies mondiales continuent de pâtir des retombées de la guerre russo-ukrainienne et de la crise sanitaire. Le contexte mondial, même si en amélioration, demeure difficile. En effet, depuis que l'Organisation Mondiale de la Santé, en mai 2023, a considéré que la COVID-19 n'est plus une urgence sanitaire mondiale, les chaînes d'approvisionnement se sont largement rétablies, et les coûts d'expédition et les délais de livraison des fournisseurs ont retrouvé leurs niveaux antérieurs à la pandémie.

Toutefois, les facteurs qui ont entravé la croissance en 2022 persistent. L'inflation reste élevée et continue d'éroder le pouvoir d'achat des ménages. Le resserrement des politiques

La croissance économique dans le monde et dans la zone euro



Source : FMI

Inflation

des banques centrales face à l'inflation a fait augmenter le coût de l'emprunt, limitant ainsi l'activité économique et l'offre de crédit.

Selon les estimations d'octobre 2023 du FMI, la croissance mondiale devrait passer de 3,5 % en 2022 à 3,0 % en 2023 et à 2,9 % en 2024. Les prévisions pour 2024 sont légèrement moins favorables que ce qui avait été prévu dans les PEM de l'édition de juillet 2023 et restent faibles par rapport aux précédents historiques, soit une moyenne annuelle historique de 3,8 % sur la période (2000-2019).

Aux États-Unis, la croissance devrait se maintenir stable à 2,1 % en 2023, puis baisser à 1,5 % en 2024. Pour 2023, les prévisions ont été revues à la hausse de 0,3 point de pourcentage par rapport au PEM de juillet 2023, grâce à une bonne dynamique de la croissance de la consommation.

Dans la zone euro, la croissance devrait également ralentir, passant de 3,3 % en 2022 à 0,7 % en 2023, puis remonter à 1,2 % en 2024. La croissance de la France, devrait s'établir à 1 % en 2023 puis remonter à 1,3 % en 2024, contre 2,5 % en 2022. En effet, les pays avancés continuent de subir le fléchissement de la croissance entre 2022 et 2023, en raison de l'affaiblissement de l'industrie manufacturière et certains facteurs spécifiques qui viennent contrebalancer le regain d'activité dans le secteur des services.

Pour les pays émergents et les pays en développement, la croissance devrait rester globalement stable à 4,0 % en 2023 et 2024, ce qui correspond à une légère révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2023 par rapport au PEM de juillet 2023. Toutefois, cette moyenne stable masque des disparités, puisqu'environ 61 % des pays de ce groupe devraient connaître une croissance plus rapide en 2023. Selon le PEM d'octobre 2023, la croissance au Moyen-Orient et en Asie centrale devrait passer de 5,4 % en 2022 à 2 % en 2023, ce qui correspond à une révision à la baisse de 0,5 point de pourcentage par rapport au PEM de juillet 2023, principalement attribuable à un ralentissement plus marqué que prévu de la croissance en Arabie saoudite, qui passerait de 8,7 % en 2022 à 0,8 % en 2023. Cette révision à la baisse de 1,1 point de pourcentage pour ce pays est due aux réductions de production de pétrole annoncées en avril et en juin conformément à un accord de l'OPEP+.

Les prévisions du FMI reposent sur des cours du pétrole qui devraient chuter d'environ 16,5 % en 2023 à une moyenne de 80,5 USD, après l'escalade de 39 % en 2022, sous l'effet du ralentissement de l'activité économique mondiale. Le cours moyen attendu pour 2024 est de 79,9 USD par baril.

L'inflation ralentit graduellement dans la plupart des pays, mais reste élevée. En raison de la constitution de stocks de gaz en Europe et d'une demande plus faible que prévu en

Chine, les cours de l'énergie et des denrées alimentaires ont considérablement baissé par rapport aux sommets atteints en 2022, même si les prix restent relativement élevés pour les denrées alimentaires. L'inflation globale à l'échelle mondiale devrait passer de 9,2 % en 2022 à 5,9 % en 2023, puis à 4,8 % en 2024. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) devrait ralentir plus graduellement.

Les répercussions de la hausse des taux d'intérêt s'étendent aux finances publiques, en particulier dans les pays les plus pauvres qui se heurtent à l'ampleur des coûts liés à leur dette, ce qui réduit la marge de manœuvre pour les investissements prioritaires. Par conséquent, les pertes de production par rapport aux prévisions antérieures à la pandémie restent lourdes, en particulier pour les pays les plus pauvres du monde.

2. CONJONCTURE NATIONALE : l'économie encore à la peine

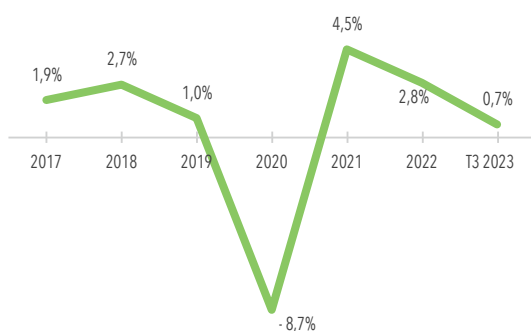
Confrontée à une stagflation persistante, l'économie tunisienne témoigne d'une faible croissance économique en décélération pour le quatrième trimestre consécutif. Les Tunisiens pâtissent d'un chômage élevé et d'une inflation galopante érodant leur pouvoir d'achat. La croissance de l'activité économique ralentit en raison de la baisse des investissements, l'augmentation de la pression fiscale sur les opérateurs économiques, la flambée des coûts énergétiques et des charges salariales.

Les pressions sur les finances publiques s'intensifient en raison d'un endettement de plus en plus lourd et des difficultés grandissantes d'accès aux financements extérieurs à la suite du blocage de l'accord avec le FMI et au durcissement des conditions de financement partout ailleurs dans le monde en relation avec le resserrement des politiques monétaires.

2.1. Une croissance décevante

L'économie tunisienne a affiché un repli de -0,2 % en glissement annuel de son Produit Intérieur Brut (PIB) courant le troisième trimestre de 2023 (juillet à septembre 2023). La décélération de la croissance économique se poursuit pour le quatrième trimestre consécutif, et ce depuis le troisième trimestre de 2022. Selon les estimations préliminaires de l'INS, la croissance du PIB sur les neuf premiers mois de l'année 2023, se situerait uniquement à 0,7 %. Selon l'INS, la croissance du PIB en 2023 est attendue à 0,4 %, si le niveau du PIB en volume du troisième trimestre se maintient stable dans le courant du quatrième trimestre.

Évolution du PIB en Tunisie



Cette croissance fort décevante traduit la persistance des difficultés au niveau des industries agricoles en raison du stress hydrique (-16,4 % de la valeur ajoutée à la fin du T3 2023, en glissement annuel), ainsi que la régression de la valeur ajoutée du secteur immobilier (-5,1 % au terme du T3 2023, en glissement annuel) et du secteur du phosphate et des hydrocarbures (-1,2 % au terme du T3 2023, en glissement annuel).

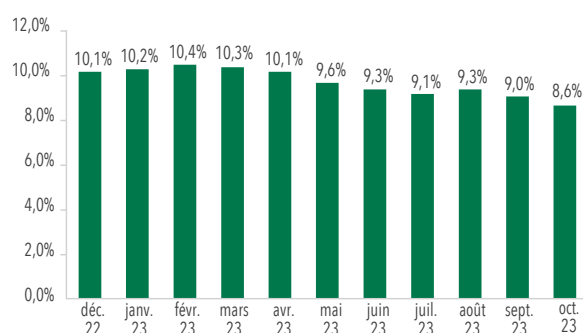
2.2 L'inflation encore à des niveaux élevés

Après un pic de 10,4 % au mois de février 2023 et à l'exception du mois d'août, où l'inflation est repartie à la hausse à 9,3 % (contre à 9,1 % en juillet), l'indice des prix a poursuivi son effritement, se repliant à 8,6 % en octobre contre 9 % en septembre. Cette décélération de l'inflation est due au fléchissement observé au niveau du rythme annuel d'augmentation des prix du groupe « produits alimentaires » passant de 13,9 % à 13,1 % et du groupe « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer » qui est passé de 9,1 % à 8,8 %. En effet, le stress hydrique persistant - conjugué à une forte demande occasionnée par la haute saison touristique - a causé une détérioration de l'offre, provoquant l'envolée des prix des produits alimentaires frais. En revanche, la principale mesure de l'inflation sous-jacente « hors produits alimentaires frais et produits à prix administrés » s'est maintenue inchangée à 7,4 % en octobre, contre 8,9 % en août 2023 et 9 % en juillet. Les prix des produits libres (non encadrés) ont augmenté de 9,7 % sur un an. Les prix des produits encadrés ont augmenté quant à eux de 5,2 %.

En dépit de la baisse des cours de l'énergie et des denrées alimentaires par rapport aux sommets atteints en 2022, l'inflation demeure à des niveaux élevés. En effet, l'indice de la Banque Mondiale des prix des produits de base s'est établi en août, en recul de -29,6 % à un an et de -13,5 % depuis le début de l'année. Il s'agit d'une inflation structurelle (inflation hors énergie et produits non transformés) qui ne cesse de se maintenir à des niveaux élevés. En effet, l'intensification des pressions inflationnistes s'explique par la faiblesse de l'offre et par la volonté de l'État de réduire ses dépenses de compensation dans un but d'apaiser ses déficits budgétaires et extérieurs.

De surcroît, l'inflation tunisienne n'a pas été importée d'autant plus que le dinar, en 2023, a été résilient face aux principales monnaies, se dépréciant uniquement de 2 % depuis le début de l'année face à l'euro, s'appréciant de 3 % face au yuan chinois et se maintenant stable face au dollar.

Évolution de l'inflation en glissement annuel



Selon la Banque Centrale de Tunisie (BCT), les perspectives de l'inflation laissent entrevoir une poursuite de la détente graduelle, au cours des mois à venir, mais les risques entourant la trajectoire future de l'inflation sont significativement orientés vers la hausse. La BCT considère que la persistance de l'inflation à des niveaux élevés, sur une période prolongée, est une source de préoccupation et qu'elle se tient prête à réagir en cas de matérialisation des risques inflationnistes au cours de la période à venir. L'autorité monétaire estime que le niveau actuel du taux directeur soutiendrait une décélération continue de l'inflation dans la période à venir.

Rappelons que le taux directeur de la BCT est de 8 %. La BCT adopte une politique monétaire restrictive, augmentant le taux directeur de 100 pbs en 2022 et de 75 pbs au début de 2023 afin de juguler l'inflation.

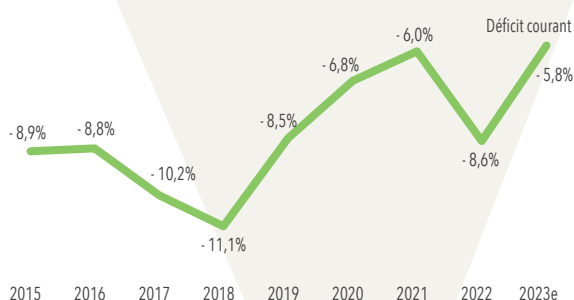
2.3 Les pressions s'atténuent sur la balance commerciale

Au terme des dix premiers mois de 2023, les exportations tunisiennes ont augmenté de 6,9 % pour atteindre 50 550 MDt, soit un ralentissement du rythme de la croissance (+24,8 %) comparé à la même période en 2022. L'augmentation au niveau des exportations durant les dix premiers mois de l'année 2023 a concerné les exportations du secteur des industries agroalimentaires (+16,2 %), celles du secteur textile, habillement et cuir (+9,1 %) et celles des industries mécaniques et électriques (+17,5 %). En revanche, les exportations du secteur de l'énergie ont chuté de -34,7 % et celles des mines, phosphates et dérivés ont baissé de -27,3 %.

Quant aux importations, elles se sont repliées de -3,3 % à 66 406,7 MDt, contre une ascension de +34,1 % enregistrée durant la même période en 2022. Ce repli des importations traduit la baisse enregistrée au niveau des importations des produits énergétiques (-7,2 %) et des importations des matières premières et demi-produits (-7,3 %). Les importations des biens d'équipement et de consommation ont augmenté respectivement de +2,1 % et +3 %.

À la suite de ces évolutions, le déficit de la balance commerciale de la Tunisie s'est atténué au cours des dix premiers mois de 2023, pour se situer à -15 856,6 MDt contre -21 371,5 MDt. Le taux de couverture a gagné 7,2 points de pourcentage par rapport à la même période de l'année 2022 pour s'établir à 76,1 %. Il convient de noter que le déficit de la balance commerciale hors énergie s'est réduit à -7 331,7 MDt, contre -7 921,7 MDt durant les dix premiers mois de l'année 2022. À fin octobre 2023, le déficit de la balance énergétique s'est établi à -8 524,9 MDt, soit 53,8 % du déficit total.

Évolution du déficit courant (en % du PIB)



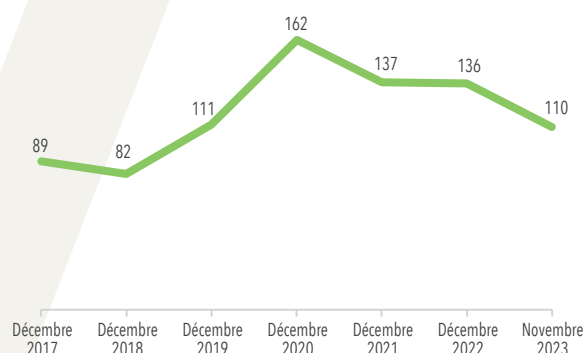
S'agissant de la balance courante, la contraction du déficit courant s'est poursuivie, s'établissant à -3 461 MDt, (ou -2,2 % du PIB), à fin septembre 2023, contre -10 387 MDt (ou -7,2 % du PIB) une année auparavant, soutenue par la baisse du déficit commercial, la consolidation des recettes touristiques et la bonne tenue des transferts de Tunisiens Résidents à l'Étranger (TRE).

2.4 Les réserves de change se rétablissent

En date du 30 novembre 2023, le niveau des réserves en devises de la BCT s'est établi à 112 jours d'importation, soit 25 milliards de dinars, contre 97 jours d'importation à la mi-juin 2023. Un niveau en nette amélioration grâce à l'encaissement du prêt concessionnel de l'Arabie saoudite d'un montant de 400 millions de dollars dont l'accord a été signé depuis le 20 juillet 2023 et l'octroi d'un don de 100 millions de dollars débloqués depuis le 15 août 2023. Les réserves en devises ont été revigorées par les recettes touristiques et les transferts des TRE, qui ont atteint, à fin octobre 2023, 6 326,4 MDt contre 6 084,1 MDt, au cours de la même période de 2022. De même, les recettes touristiques se sont établies à 6 437,4 MDt en date du 20 novembre, contre 4 875 MDt une année auparavant.

Ces données sont publiées au moment où l'accord financier avec le FMI pour mobiliser 1,9 milliard de dollars reste suspendu.

Évolution des réserves en devises (en jours d'importation)



2.5 Un déficit budgétaire qui se creuse en 2023 et un endettement qui culmine à des niveaux inédits

La Loi de Finances Rectificative (LFR) pour l'année 2023 affiche un budget global de l'État (ressources propres, emprunts, dons et privatisations) de 71,239 milliards de dinars, contre un budget de 69,914 milliards de dinars prévu initialement, soit un gap de 1,325 milliard de dinars (ou + 1,9 %). Confrontées à des défis de taille sur le plan national, avec un secteur agricole en berne en raison du stress hydrique, les autorités nationales ont dû revoir leurs hypothèses de base, en révisant à la baisse le taux de croissance du PIB de 1,8 % à 0,9 %. Le budget de l'État, en 2023, bénéficie de la révision à la baisse du cours moyen du baril du pétrole de 89 \$ à 83 \$.

Selon la LFR pour l'année 2023, les ressources propres de l'État (avant dons et privatisations) se sont inscrites en baisse de 3,6 % par rapport à ce qui a été prévu initialement pour atteindre 43,783 milliards de dinars, contre 45,414 milliards de dinars budgétés initialement. En effet, les recettes fiscales ont accusé un repli de 1 048 MDt (-2,6 %) à 39,488 milliards

de dinars. Ce recul a concerné aussi bien la collecte d'impôts indirects (TVA, droits de douane et droits de consommation), que d'impôts directs notamment avec la baisse des recettes fiscales des sociétés pétrolières. De même, les recettes non fiscales (hors dons et privatisations) ont marqué une baisse de 583 MDt (-12 %) à 4,295 milliards de dinars.

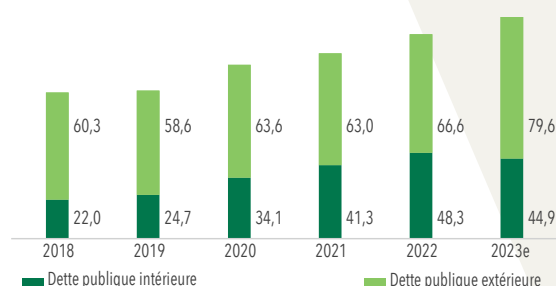
Faute de recettes fiscales suffisantes, les ressources des emprunts se sont inscrites en hausse, s'établissant à 25,879 milliards de dinars (LFR 2023), contre 23,490 milliards de dinars (LF 2023 initiale). Face aux difficultés grandissantes d'accès aux marchés financiers, les ressources des emprunts extérieurs ont été revues à la baisse de 4 296MDt, contre une augmentation des recettes des emprunts intérieurs de 1 835 MDt. Il convient à rappeler que les autorités tunisiennes ne sont pas parvenues à un accord avec les services du FMI au titre du mécanisme élargi de crédit (MEDC) d'une durée de 48 mois et pour un montant d'environ 1,9 milliard de dollars.

En ce qui concerne les dépenses de gestion, elles se sont maintenues en ligne par rapport à leur niveau budgétisé dans la LF de 2023, totalisant 44,254 milliards de dinars contre 43,922 milliards de dinars prévus au départ, soit un léger accroissement de 332 MDt, et ce, en dépit de la hausse significative (+29,9 %) des dépenses de compensation (hydrocarbures, denrées alimentaires et transport). En effet, au titre de 2023, les dépenses de compensation se sont élevées de 11,475 milliards de dinars, contre 8,832 milliards de dinars à la fin de même période en 2021, représentant 26 % des dépenses de gestion. La charge salariale s'est établie, comme prévu, dans la LF de 2023 à 22,7 milliards de dinars, une charge colossale, représentant 32 % des ressources de l'État.

Dans le cadre de la LFR de 2023, le déficit du budget de l'État (avant dons et privatisations) s'est aggravé de 44 % pour se situer à 12,288 milliards de dinars (soit 7,7 % du PIB), contre 8,507 milliards de dinars (soit 5,3 % du PIB) prévus initialement dans la LF pour l'année 2023. En 2023, il est attendu que 63 % du budget soit financé par les ressources propres, contre 66 % prévus précédemment.

L'encours de la dette publique devrait atteindre 127,164 milliards de dinars en 2023, contre 114,865 milliards de dinars à fin 2022. En pourcentage du PIB, la dette publique devrait atteindre, dans la LFR de 2023, 79,7 %, contre un taux de 80,1 % enregistré en 2022.

Évolution de la structure de la dette publique (en Mds Dt)



« Le financement du déficit budgétaire pose actuellement de réels défis, notamment avec le retard dans la mobilisation de ressources extérieures »

Évolution du budget de l'État

Ressources (MDt)	2021	2022	LF 2023	LFR 2023
Ressources propres	33 547	40 993	46 424	45 360
Fiscales	30 405	35 449	40 536	39 488
Non fiscales	3 142	5 544	5 888	5 872
Emprunts	21 485	19 671	23 490	25 879
Intérieur	6 768	10 503	9 533	11 368
Extérieur	7 456	7 777	14 859	10 563
Autres	7 261	1 391	-902	3 948
Total Ressources	55 032	60 664	69 914	71 239

Dépenses (MDt)	2021	2022	LF 2023	LFR 2023
Titre 1 : Dépenses de gestion	34 931	41 209	43 922	44 254
Salaires	20 182	21 125	22 772	22 772
Compensation	6 031	11 999	8 832	11 475
Autres	8 718	8 085	12 317	10 007
Titre 2 : Dépenses d'Investissement	4 506	4 611	4 692	4 693
Titre 3 : Service de la dette	15 101	14 575	21 100	22 092
Principal	11 097	9 778	15 793	14 968
Intérêt	4 004	4 797	5 307	7 124
Crédits et avances sur Trésor	494	269	200	200
Total Dépenses	55 032	60 664	69 914	71 239

3. PERSPECTIVES

La Tunisie aborde une phase périlleuse de son histoire marquée par une stagflation très pesante, se matérialisant par une faible croissance économique, un chômage élevé et une inflation galopante.

En dépit de l'apaisement des prix mondiaux de l'énergie et des produits de base, d'une contraction du déficit de la balance commerciale et de celui de la balance courante grâce à la consolidation des recettes touristiques et la bonne tenue des revenus du travail, les problèmes structurels des finances publiques persistent et s'amplifient en raison d'un endettement qui culmine à des niveaux inédits et des difficultés grandissantes d'accès à des financements extérieurs afin de boucler le budget de 2023.

Les dégradations de la notation souveraine de la Tunisie se poursuivent, rendant ainsi l'accès aux financements extérieurs encore plus difficile. Fin août 2023, l'Agence de Notation japonaise RATING INVESTMENT AND INFORMATION INC. (R&I) a dégradé, la notation souveraine de la Tunisie de «B» à «B -», tout en maintenant la perspective «négative». La décision de l'agence est expliquée essentiellement par la situation budgétaire et extérieure difficile, reflétée par la persistance d'un déficit budgétaire et d'un taux d'endettement public à des niveaux relativement élevés, conjuguée avec des perspectives d'assainissement budgétaire incertaines.

À fin juin 2023, l'agence de notation américaine FITCH RATINGS a annoncé avoir décidé de réviser à la baisse la note souveraine de la Tunisie de «CCC+» à «CCC-». FITCH RATINGS a expliqué cette décision par l'incertitude quant à la capacité du pays à mobiliser des fonds suffisants pour répondre à son important besoin de financement et à la grande pression sur ses réserves en devises. En effet, les besoins de financement du gouvernement tunisien devraient atteindre, selon FITCH RATINGS, 16 % du PIB en 2023 (environ 7,7 milliards de dollars) et 14 % du PIB en 2024 (7,4 milliards USD), bien au-dessus de la moyenne de 9 % durant la période 2015-2019. À cette date, la Tunisie n'a sécurisé pour son budget de 2023 que trois sources de financement extérieur à savoir : un prêt de

la BAD de 200 millions de dollars, un prêt de l'AFREXIMBANK de 400 millions de dollars et un prêt algérien de 300 millions de dollars. Des financements qui ne couvrent que 11,7 % des besoins des financements extérieurs du pays.

Les besoins de financement grandissants du gouvernement sont la résultante de déficits budgétaires élevés et d'échéances importantes de remboursement de la dette, tant au niveau local qu'au niveau international. En ce qui concerne les devises, le déficit important du financement extérieur exercerait une pression supplémentaire sur les réserves de change.

Pour donner son aval, le FMI s'attend à un engagement ferme des autorités tunisiennes à mettre en œuvre un programme de réformes pour restructurer les entreprises publiques tunisiennes, accablées par un lourd endettement, et lever les subventions sur certains produits de base. L'obtention de l'accord du FMI est également tributaire de la capacité du pays à mobiliser d'autres sources de financements extérieurs suffisantes pour boucler son besoin de financement.

Pour sortir de ce gouffre financier, l'endettement n'est certainement pas la solution. Il devient plus que jamais impératif d'assurer une croissance solide, inclusive, créatrice d'emploi et de recettes supplémentaires.

Pour ce faire, la Tunisie a besoin d'un programme de réformes national à long terme, bannissant l'interventionnisme massif de l'État et favorisant l'investissement privé et l'initiative entrepreneuriale. Les réformes, selon le FMI, doivent porter sur :

1. **l'élargissement de l'assiette fiscale** : à travers l'amélioration de l'équité fiscale et l'intégration de l'économie informelle dans le système fiscal, en assurant de plus grandes contributions de la part des professions libérales.
2. **la maîtrise des dépenses publiques courantes** : à travers la maîtrise de la masse salariale de la fonction publique au cours des prochaines années et la suppression des subventions à l'énergie par des hausses régulières des prix en vue d'aligner les prix nationaux aux prix mondiaux du pétrole et du gaz naturel.

Les principaux agrégats économiques

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB (en milliards de dinars)	105,6	113,8	114,4	130,5	143,4	159,6	174,4
Taux de croissance du PIB	2,7 %	1,0 %	-8,7 %	4,5 %	2,8 %	0,9 %	2,1 %
Taux d'investissement (% du PIB)	21,1 %	17,2 %	7,0 %	13,9 %	14,9 %	12,7 %	14,2 %
Taux d'épargne	9,6 %	9,4 %	4,6 %	8,0 %	6,3 %	7,0 %	8,8 %
Taux d'inflation	7,3 %	7,0 %	5,7 %	5,7 %	8,3 %	9,6 %	8,9 %
Budget de l'État (milliards de DT)	37,8	42,3	49,7	55,5	60,6	71,2	77,9
Déficit budgétaire (% du PIB)	-4,8 %	-3,5 %	-11,0 %	-7,9 %	-7,6 %	-7,7 %	-6,6 %
Dette publique (milliards de DT)	82,3	83,3	97,7	107,8	114,9	127,2	139,9
Dette publique (% du PIB)	77,9 %	73,2 %	85,4 %	82,7 %	80,1 %	79,7 %	80,2 %

Sources : Ministère des Finances et FMI

3. **le renforcement et l'élargissement de la portée des filets de protection sociale** afin de protéger la consommation nationale et compenser les effets de la hausse des prix des produits administrés au moyen de transferts monétaires en faveur des ménages vulnérables et aussi d'allocations pour la classe moyenne.
4. **la protection du tissu économique** : les petites et moyennes entreprises pâtissent d'un coût d'endettement élevé, de la montée de la pression fiscale, de la cherté de la facture énergétique et de la flambée des charges salariales.

**«Les réformes doivent essentiellement porter sur :
l'élargissement de l'assiette fiscale,
la maîtrise des dépenses publiques courantes,
l'élargissement des filets de protection sociale,
la protection du tissu économique et le redressement
des entreprises publiques déficitaires»**

La protection du tissu économique et la relance des secteurs à haute valeur ajoutée et pourvoyeurs de devises à savoir les secteurs des mines (phosphate et gaz) et de l'énergie (pétrole) permettraient de favoriser les activités économiques et les recettes fiscales et préviendraient du ralentissement de l'activité économique.

5. **le redressement des entreprises publiques déficitaires.**
Ces mesures permettront de favoriser les moteurs de la croissance à savoir l'investissement, l'export et la consommation. Il s'agit d'une approche qui pourrait assurer une croissance durable et inclusive à moyen terme et réduire la dépendance à l'endettement.

**«Un programme de réformes national à long terme,
bannissant l'interventionnisme massif de l'État
et favorisant l'investissement privé et l'initiative
entrepreneuriale, permettrait d'assurer à moyen terme
une croissance durable et inclusive
et réduire la dépendance à l'endettement»**



NOTE SUR LE BUDGET DE L'ÉTAT (LF 2024)

La Loi de Finances pour l'année 2024 prévoit une hausse de +9,3 % du budget de l'État à 77,868 milliards de dinars, contre 71,239 milliards de dinars prévus dans la Loi de Finances Rectificative de 2023. Elle se base sur un taux de croissance du PIB en 2024 de 2,1 % et un cours moyen du baril de pétrole de 81 \$. À titre de rappel, la Loi de Finances Rectificative de 2023 se base sur un taux de croissance du PIB de 0,9 % et un cours moyen du baril de 83 \$.

Selon la Loi de Finances de 2024, les ressources propres de l'État devront croître de 8,4 % pour s'établir à 49,160 milliards de dinars. Les ressources fiscales, représentant l'essentiel des ressources propres (89,6 %), devront progresser de 11,6 % pour s'établir à 44,050 milliards de dinars, grâce à une amélioration concomitante de la collecte d'impôts directs (+12,3 %) et indirects (+11 %).

Les ressources de l'État proviennent à hauteur de 57 % de la fiscalité. Le reliquat est essentiellement comblé par l'endettement (37 %) et, dans une moindre mesure, par les revenus des participations, privatisations et dons. À défaut de recettes suffisantes, les ressources d'emprunt devraient croître de 10,9 % pour s'établir à 28 708 MDt en 2024. Les recettes des emprunts extérieurs augmenteraient de 5 882 MDt contre une légère progression des recettes des emprunts intérieurs

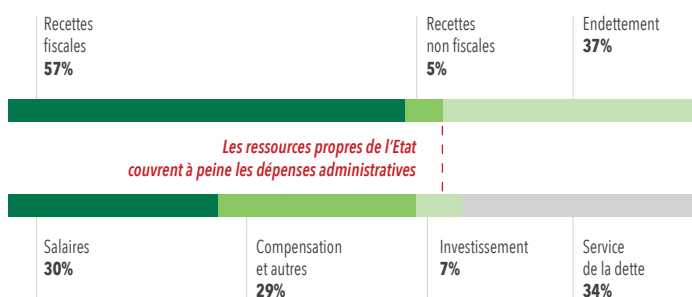
de 375 MDt. Il convient de préciser que 10 milliards de dinars de ressources extérieures ne sont pas identifiables dans la Loi de Finances de 2024. Avec les difficultés grandissantes d'accès aux marchés financiers, la collecte d'emprunts extérieurs demeure incertaine.

La compression des dépenses se heurte à une masse salariale colossale (23,7 milliards de dinars, soit 30,5 % du budget), à des dépenses de compensation atteignant des sommets historiques (11,3 milliards de dinars, soit 14,6 % du budget) et surtout à la flambée du service de la dette (hausse de 19,7 % à 26 448 MDt, soit 34 % du budget). À noter qu'à partir de 2024, le service de la dette devrait, pour la première fois, dépasser la masse salariale.

En 2024, le gouvernement prévoit un déficit budgétaire avant dons et privatisations de 11 515 MDt, soit 6,6 % du PIB, contre un déficit de 12 288 MDt prévu dans la Loi de Finances Rectificative de 2023, représentant 7,7 % du PIB. Depuis la Révolution, les finances publiques affichent un déficit primaire structurel, alors qu'avant 2010, la Tunisie était dans une situation d'autonomie financière.

La dette publique atteindrait l'importante somme de 139 973 MDt, soit 80,2 % du PIB, contre 79,7 % du PIB dans la Loi de Finances Rectificative pour l'année 2023.

Déficit primaire



Ressources

Ressources (MDt)	2021	2022	LF2023	LFR2023	LF2024	Δ LF2024-LFR2023	Δ LF2024-LFR2023 en %
Ressources propres	33 547	40 993	46 424	45 360	49 160	3 800	8,4 %
Fiscales	30 405	35 449	40 536	39 488	44 050	4 562	11,6 %
Non fiscales	3 142	5 544	5 888	5 872	5 110	-762	-13,0 %
Dont dons et privatisations	-5 984	-6 250	1 010	-5 164	-2 930	2 234	
Emprunts	21 485	19 671	23 490	25 879	28 708	2 829	10,9 %
Intérieur	6 768	10 503	9 533	11 368	11 743	375	3,3 %
Extérieur	7 456	7 777	14 859	10 563	16 445	5 882	55,7 %
Autres (Ressources de trésorerie)	7 261	1 391	-902	3 948	520	-3 428	
Total Ressources	55 032	60 664	69 914	71 239	77 868	6 629	9,3 %

Dépenses

Dépenses (MDt)	2021	2022	LF2023	LFR2023	LF2024	Δ LF2024-LFR2023	Δ LF2024-LFR2023 en %
Dépenses de gestion	34 931	41 209	43 922	44 254	45 946	1 692	3,8 %
Salaires	20 182	21 125	22 772	22 772	23 711	939	4,1 %
Compensation	6 031	11 999	8 832	11 475	11 337	-138	-1,2 %
Autres	8 718	8 085	12 317	10 007	10 898	891	8,9 %
Dépenses d'investissement	4 506	4 611	4 692	4 693	5 274	581	12,4 %
Service de la dette	15 101	14 575	21 100	22 092	26 448	4 356	19,7 %
Principal	11 097	9 778	15 793	14 968	17 863	2 895	19,3 %
Intérêt	4 004	4 797	5 307	7 124	8 585	1 461	20,5 %
Crédits et avances sur Trésor	494	269	200	200	200	0	0,0 %
Total Dépenses	55 032	60 664	69 914	71 239	77 868	6 629	9,3 %

Évolution du déficit primaire et du déficit budgétaire

Chiffres (MDt)	2021	2022	LFR2023	LFR2024
Déficit primaire*	-6 384	-5 096	-3 787	-2 260
<i>En % du PIB</i>	<i>-4,9 %</i>	<i>-3,6 %</i>	<i>-2,4 %</i>	<i>-1,3 %</i>
Privatisations et dons	94	1 423	1 577	870
Déficit budgétaire (avant dons et privatisations)	-9 988	-11 047	-12 288	-11 515
PIB aux prix courants	129 714	143 468	159 584	174 470
<i>Déficit en % du PIB</i>	<i>-7,7 %</i>	<i>-7,7 %</i>	<i>-7,7 %</i>	<i>-6,6 %</i>

Évolution de la dette publique

Chiffres (MDt)	2021	2022	LFR 2023	LFR 2024
Dette publique	107 844	114 865	127 164	139 976
<i>En % du PIB</i>	<i>85,6 %</i>	<i>80,1 %</i>	<i>79,7 %</i>	<i>80,2 %</i>
Intérieure	40 061	48 220	55 021	59 064
<i>% de la dette publique</i>	<i>37 %</i>	<i>42 %</i>	<i>43 %</i>	<i>42 %</i>
<i>En % du PIB</i>	<i>30,9 %</i>	<i>33,6 %</i>	<i>34,5 %</i>	<i>33,9 %</i>
Extérieure	67 783	66 645	72 143	80 912
<i>% de la dette publique</i>	<i>63 %</i>	<i>58 %</i>	<i>57 %</i>	<i>58 %</i>
<i>En % du PIB</i>	<i>52,3 %</i>	<i>46,5 %</i>	<i>45,2 %</i>	<i>46,4 %</i>

BILAN BOURSIER DE 2023 ET PERSPECTIVES DU MARCHÉ ACTIONS

Le Stock Picking reste le mot d'ordre

Points clés

- Gagnés par la frilosité au début de l'année, puis pris d'euphorie avant d'être plongés dans un état de torpeur, les investisseurs auront été animés tout au long de l'année 2023 par une large palette de sentiments. L'indice vedette cumule, in fine, jusqu'au 30 novembre 2023, une modeste performance de 5,8 %.
- Entre des taux d'intérêt élevés, une forte inflation et une volatilité imprévisible sur les placements boursiers, la conjoncture a incontestablement de quoi désorienter plus d'un épargnant. L'équation est en effet complexe, car la rémunération réelle des placements sans risque traditionnels reste faible alors que l'inflation se maintient à des niveaux élevés. Pour ne pas subir l'érosion monétaire de son capital, la prise de risque devient donc nécessaire, la question étant : quel type de risque ? La solidité des fondamentaux et la qualité du management restent notre ligne de conduite pour faire face aux vicissitudes de l'environnement et à la grisaille ambiante.
- Dans un climat qui se caractérise par un manque de visibilité à tous les niveaux, l'année 2024 s'annonce incertaine. Malgré la résilience dont fait preuve le secteur privé, nous restons prudents sur l'évolution du marché en 2024.

1. UN MOUVEMENT EN DENTS DE SCIE

En 2023, le marché a connu un parcours boursier en trois teintes. Après avoir débuté l'année dans l'hésitation, le marché s'est embarqué dans un mouvement haussier qui s'est prolongé jusqu'à la fin du mois de juillet avant d'afficher un retournement de tendance défavorable en fin d'année.

1.1. Un début d'année difficile

La frilosité a régné sur le marché en début d'année en raison des mouvements de prises de bénéfices post -2022 et de la dégradation de la note souveraine de la Tunisie par l'agence de notation MOODY'S, fin janvier.

1.2. Une phase de reprise

La publication des états financiers relatifs à l'exercice 2022 et des indicateurs d'activité des sociétés cotées au 31 mars 2023 a contribué à restaurer la confiance des investisseurs dans les actifs risqués. L'euphorie a été telle que, l'indice vedette a franchi le cap historique des 9000 points au terme de la séance du 7 juillet. Et pour cause, les comptes et les indicateurs d'activité des sociétés de la cote ont traduit une reprise quasi généralisée de l'activité et de la rentabilité chez les fleurons industriels et financiers tunisiens cotés. Une autre raison, et

non des moindres, qui explique le retour des investisseurs à la Bourse durant le printemps et l'été 2023 est l'activité bien portante de la première force du marché, le secteur bancaire, qui a profité du relèvement à trois reprises du taux directeur de la BCT, depuis mai 2022, et du retour de l'épargne vers le circuit bancaire. À cela s'ajoute la distribution généreuse de dividendes par les établissements financiers (malgré les conditions strictes de distribution des dividendes imposées par l'autorité monétaire), principalement les banques, qui a généré un effet d'entraînement sur l'ensemble du marché actions.

1.3. Une fin d'année dans la morosité

La grisaille ambiante a fini par gagner le marché en fin d'année. Reflétée dans les réalisations de la première moitié de 2023 et dans les indicateurs d'activité au 30 septembre 2023, la décélération notable de la croissance a touché une bonne partie des sociétés cotées et notamment du secteur bancaire. Ce pressentiment de ralentissement de la croissance bénéficiaire a rapidement été constaté chez les investisseurs, enclenchant des pressions vendeuses qui ont malmené l'indice de référence. In fine, l'indice vedette a terminé le mois de novembre avec une modeste performance annuelle de 5,8 %. Rappelons que pour la même période de l'année dernière, le TUNINDEX cumulait un rendement de 14,7 %.

L'année 2023 a été meilleure que 2022 sur le front des échanges. Un flux moyen quotidien de 6,7 MDt a été échangé sur la cote au 30 novembre 2023, soit une hausse de 15 % par rapport à la même période de l'année précédente (un flux moyen quotidien de 5,8 MDt au 30 novembre 2022).

Et le marché des blocs a bien joué son rôle de tremplin pour les échanges du marché. Au total, 67 transactions de bloc ont eu lieu depuis le début de l'année en cours, cumulant 462,4 MDt, contre 30 transactions de bloc, cumulant une enveloppe de 255,1 MDt pour la même période de l'année écoulée.

Depuis le début de l'année 2023, la capitalisation boursière de la cote a légèrement régressé de -0,6 % (soit près de 137,2 MDt) à 23,9 milliards de dinars, soit 15 % du PIB. Cette baisse tient compte de la radiation des sociétés **ADWYA** (une capitalisation boursière de 128,1 MDt à la veille de sa radiation), **CÉREALIS** (une capitalisation boursière de 65 MDt à la veille de sa radiation), **AMS** (une capitalisation boursière de 5,6 MDt à la veille de sa radiation) et **SOPAT** (une capitalisation de 72,6 MDt à la veille de sa radiation) et de l'absence de nouvelles mises sur le marché. Signalons, par ailleurs, que cette baisse tient compte de la réalisation de deux injections de fonds propres, dans le secteur de la grande distribution (augmentation de capital en numéraire

de **MAGASIN GÉNÉRAL** pour 50,2 MDt et de 10,8 MDt pour **MONOPRIX**) pour renflouer les capitaux propres et financer des programmes d'investissement.

Sur un autre plan, le taux de la participation étrangère dans la capitalisation boursière s'est élevé à 21,1 % à la fin du mois de novembre 2023, contre 20,9 % au terme de 2022. Les transactions réalisées pour le compte des étrangers sur la cote de la Bourse ont induit un solde net positif de 64,3 MDt avec 137,2 MDt pour les acquisitions et 72,8 MDt pour les cessions. Concentrées sur quelques valeurs (comme la **SFBT** et **SOTIPAPIER** qui a fait l'objet d'une opération d'acquisition par le **groupe ELLIS** suivie d'une OPA Obligatoire. Valable du 15 février au 7 mars 2023, l'OPA de la société SOTIPAPIER a été déclarée infructueuse), les acquisitions ne reflètent pas une inflexion de tendance concernant l'investissement étranger ou un regain de confiance de la part des étrangers pour la place de Tunis. En effet, la dégradation de la situation économique, les pressions accrues sur les finances publiques reflétées dans les dégradations à répétition de la note souveraine de la Tunisie sur les dernières années par les agences de notation (MOODY'S, FITCH RATINGS et R&I), le flou politique et les incertitudes grandissantes entourant la conclusion de l'accord de financement de 1,9 milliard de dollars avec le FMI sont de nature à déconcerter les investisseurs étrangers. À cela

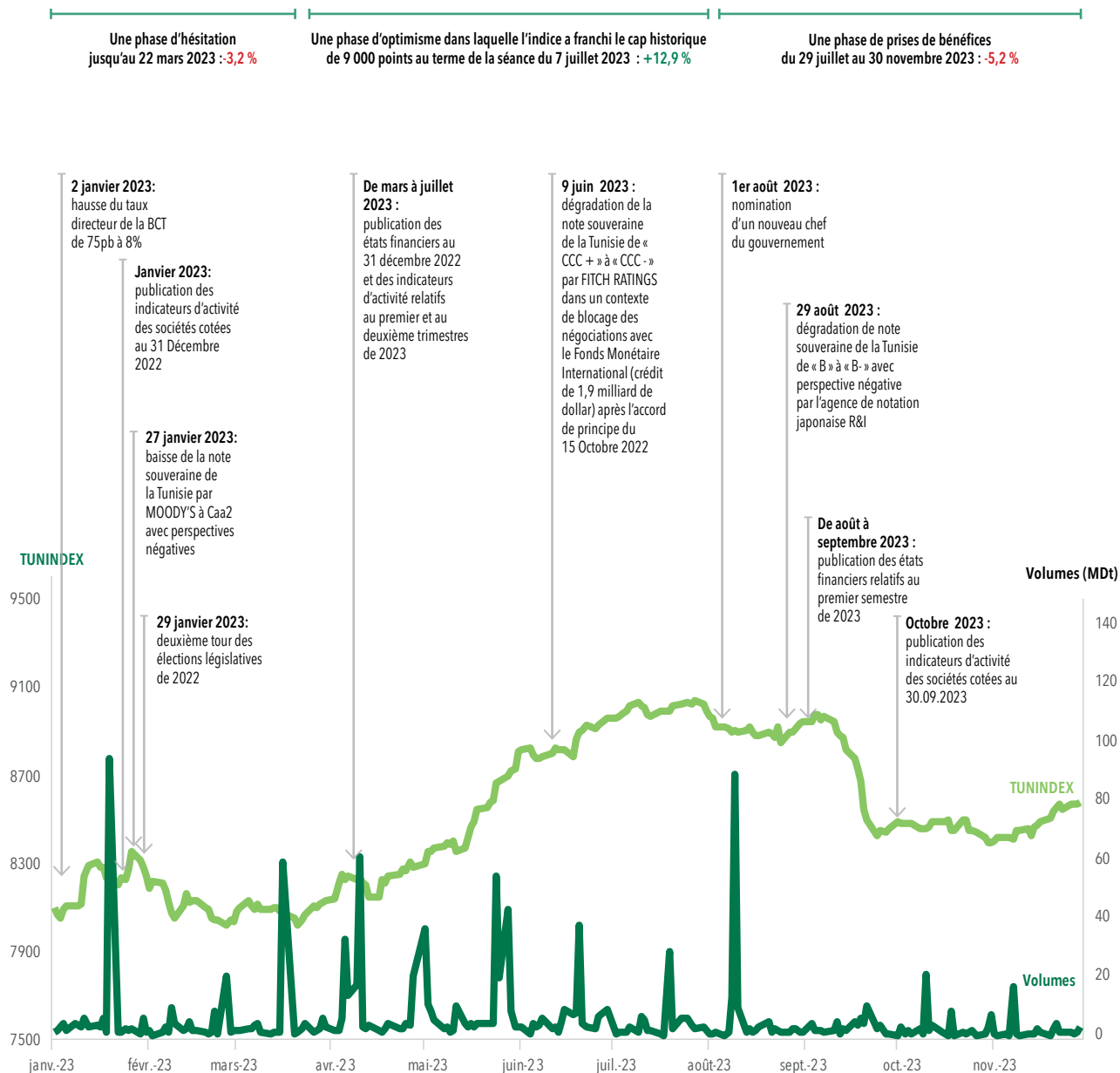
s'ajoutent les craintes sur un nouveau cycle de glissement du dinar et l'attractivité des marchés concurrents à la Bourse de Tunis comme le marché américain (du fait du relèvement en série du taux directeur de la Réserve Fédérale, les obligations américaines sont devenues plus attractives) et le marché égyptien.

Nonobstant la morosité ambiante, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Le nombre de véhicules en activité a augmenté à 121 entités, fin novembre 2023 contre 118 véhicules au terme de 2022. Par ailleurs, l'actif net de la gestion collective a bien repris du poil de la bête (+13,9 % effleurant la barre symbolique de 6 milliards de dinars avec une collecte additionnelle nette de 723,3 MDt).

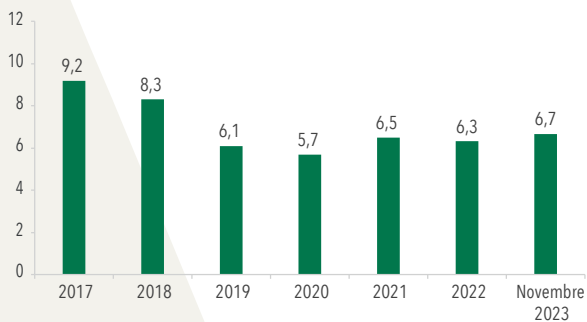
Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à manifester un appétit pour les émissions obligataires. 17 émissions obligataires, dont 10 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année pour une enveloppe globale de 562 MDt.

« En 2023, le marché des blocs a pleinement joué son rôle de tremplin pour les échanges du marché, témoignant de l'importance des Family Offices sur la place de Tunis »

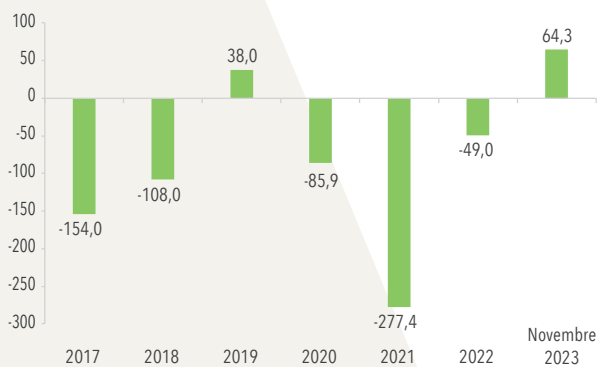
Évolution du Tunindex et des volumes et principaux faits marquants depuis le début de l'année 2023



Évolution des volumes moyens de la Bourse de Tunis (en MDt)



Évolution du flux net des investissements des étrangers (en MDt)

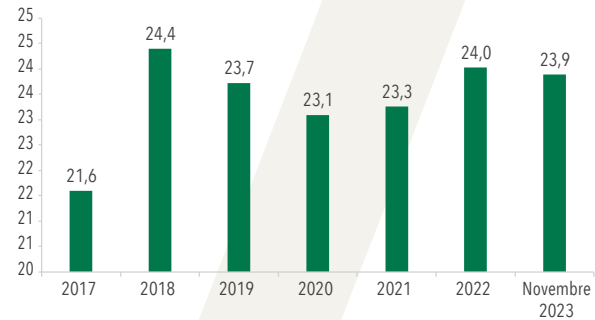


Depuis le début de l'année 2023, le Trésor a effectué 12 adjudications de BTA, dont 6 ont été infructueuses, ce qui lui a permis de lever 1243,4 MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 2450 MDt (et un montant budgétisé dans la Loi de Finances Rectificative de 2023 de 1821 MDt). Et même les adjudications fructueuses (une adjudication ordinaire permettant de lever 10 MDt seulement contre un montant annoncé de 100 MDt et les cinq adjudications d'échange permettant d'échanger un encours total de 1233,4 MDt) ont rencontré un succès mitigé, car les banques de la place ne veulent plus s'engager avec l'État que sur le court ou le moyen terme.

C'est, ainsi, que les adjudications de BTC se sont multipliées et succédées depuis le début de l'année s'imposant comme le moyen de levée de fonds privilégié par l'État pour financer ses dépenses courantes. Au total, 57 adjudications de BTC ont eu lieu depuis le début de l'année, permettant au Trésor de mobiliser 13525,7 MDt. Ce montant tient compte de 11 émissions exceptionnelles faites quasi exclusivement auprès des banques, et portant sur 8460 MDt. Les adjudications exceptionnelles de BTC constituent une sorte de crédit revolving. En étroite collaboration avec l'autorité monétaire, la BCT, ces émissions exceptionnelles sont quasi uniquement réservées aux banques et sont assorties de la garantie de refinancement mécanique.

Depuis le début de l'année en cours, le Trésor a lancé trois tranches de l'emprunt obligataire national de 2023 (en février, mai et septembre) lui permettant de mobiliser 2,6 milliards de dinars, contre un montant budgétisé dans la Loi de Finances

Évolution de la capitalisation boursière de la place de Tunis (en milliards de dinars)



Rectificative de 2023 de 3,3 milliards de dinars et un montant initialement visé de 2,8 milliards de dinars (selon la Loi de Finances de 2023).

Au total, le Trésor a levé un montant de 17,4 milliards de dinars (entre Bons du Trésor et emprunt national) contre un montant annoncé de 11,4 milliards de dinars sur le marché intérieur de la dette (selon la Loi de Finances Rectificative de 2023) dénotant une difficulté grandissante d'accès au marché international et un retard conséquent dans la mobilisation de ressources extérieures pour financer le budget de l'État.

Ces difficultés sont principalement dues aux blocages dans les négociations avec le FMI pour l'obtention d'un prêt de 1,9 milliard de dollars, à la dégradation de la note souveraine de la Tunisie et au durcissement des conditions de financement partout ailleurs dans le monde en raison du resserrement des politiques monétaires.

« Le recours massif du Trésor à l'endettement intérieur via les banques est de nature à accentuer l'effet d'éviction du secteur privé et à exacerber l'effet restrictif sur la liquidité bancaire »

2. QUELLE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT ADOPTER EN 2024 FACE AU MARASME ÉCONOMIQUE ACTUEL ?

L'économie mondiale vit, actuellement, au rythme des perturbations liées à la crise de l'énergie et des risques alimentaires compte tenu de la situation qui prévaut en Ukraine et au Moyen-Orient.

D'après les dernières projections du FMI, la croissance mondiale va ralentir et passer de 3,5 % en 2022 à 3 % en 2023, puis à 2,9 % en 2024, ce qui représente une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2024 depuis juillet 2023. Ces chiffres restent très inférieurs à la moyenne historique.

« Depuis le début de l'année en cours, les adjudications exceptionnelles de BTC sont devenues monnaie courante »

L'inflation globale continue de ralentir, de 9,2 % en 2022 à 5,9 % en 2023 et à 4,8 % en 2024 (en glissement annuel). L'inflation hors énergie et alimentation devrait elle aussi reculer, mais plus progressivement, à 4,5 % en 2024. Selon l'institution de Bretton Woods, la plupart des pays ont peu de chances de ramener l'inflation à son niveau cible avant 2025.

En Tunisie, la croissance devrait rester timide à court terme, à 1,3 % en 2023 et 1,9 % en 2024, tirée par le secteur manufacturier et les services. La reprise pourrait être ralentie par des tensions sociales causées par la hausse des prix dans un contexte économique difficile pour les ménages, une politique fiscale restrictive pénalisant les investissements publics ou une exacerbation des incertitudes politiques.

L'inflation devrait continuer à croître en 2023 (9,4 %) et en 2024 (9,8 %). Ces perspectives pourraient se dégrader en raison du risque élevé de surendettement qui limite l'accès au financement extérieur.

Dans un climat qui se caractérise par un manque de visibilité à tous les niveaux, l'année 2024 s'annonce incertaine. Malgré la résilience dont fait preuve le secteur privé, nous restons prudents sur l'évolution du marché en 2024.

La question qui se pose maintenant : l'économie étant encore à la peine et l'épargne au plus bas, le placement en Bourse garde-t-il un effet d'appel ? Le placement boursier pourrait, semble-t-il, constituer un rempart contre l'érosion de la valeur de la monnaie étant donné l'hypothèse de résistance des marges des entreprises sélectionnées à la hausse des prix. Ce constat est de nature à favoriser l'arbitrage des investisseurs pour les actifs risqués de qualité. La deuxième raison qui explique la résistance d'investissement en Bourse dans ce contexte morose est la résilience des grands comptes (les Family Offices). Ces derniers génèrent avec les OPCVM mixtes et les FCP mixtes CEA le plus clair des volumes en Bourse.

Entre des taux élevés, la persistance de l'inflation et une volatilité imprévisible sur les placements boursiers, la conjoncture a incontestablement de quoi désorienter plus d'un épargnant.

L'équation est, en effet, complexe, car la rémunération réelle des placements sans risque traditionnels reste faible alors que l'inflation reste tenace. Pour ne pas subir l'érosion monétaire de son capital, la prise de risque devient donc nécessaire, la question étant : quel type de risque ? La solidité des fondamentaux et la qualité du management restent notre ligne de conduite pour faire face aux vicissitudes de l'environnement et à la grisaille ambiante.

L'horizon de placement est, également, un facteur non négligeable dans notre stratégie de placement. Pour déjouer la morosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement à moyen terme, de 18 mois.

D'un point de vue fondamental, le marché traite à des niveaux clairement acheteurs : un P/E 2023e de 9,1x et un P/B 2023e de 1,2x. La comparaison avec des marchés voisins nous permet d'appréhender notre situation avec plus de recul. En

effet, le marché marocain – qui reste le plus comparable et le plus concurrentiel aux yeux des fonds d'investissement étrangers – traite à un P/E 2023e de 20,1x et à un P/B 2023e de 2,5x et offre un rendement en dividende bien plus faible que le nôtre (un rendement en dividende 2023e pour le marché marocain de 3,2 % contre un rendement moyen de 6,6 % pour le marché tunisien). Malgré des multiples intéressants pour l'ensemble du marché tunisien, nous ne recommandons pas pour autant une exposition à tout le TUNINDEX.

3. PORTEFEUILLE-TYPE DE TUNISIE VALEURS POUR 2024 : DÉJOUER LA STAGFLATION

Malgré la débâcle générale du marché depuis fin juillet, notre portefeuille type (recommandé au début de l'année et actualisé au mois de septembre) a réussi à s'aligner à l'indice de référence, cumulant une performance annuelle de 5,7 %. Cette bonne prestation est surtout redevable à la bonne orientation des titres **SOTUVER** (une performance annuelle de +43,1 %) et **ATTIJARI BANK** (un rendement annuel de +29,7 %) qui ont généré la plupart des gains nets de notre sélection de valeurs.

Pour l'année 2024, nous continuerons à privilégier les capitalisations à forte exposition internationale (pour les gains de rentabilité qu'offre la montée des devises) et les sociétés aux cash-flows récurrents et au faible levier financier. Les « rois du cash » sont les favoris des investisseurs dans les cycles économiques baissiers qui se prolongent et méritent de ce fait une « prime » sur le marché. Dans cette première famille de « vaches à lait », nous sélectionnons des titres comme : **SFBT** et **DÉLICE HOLDING**.

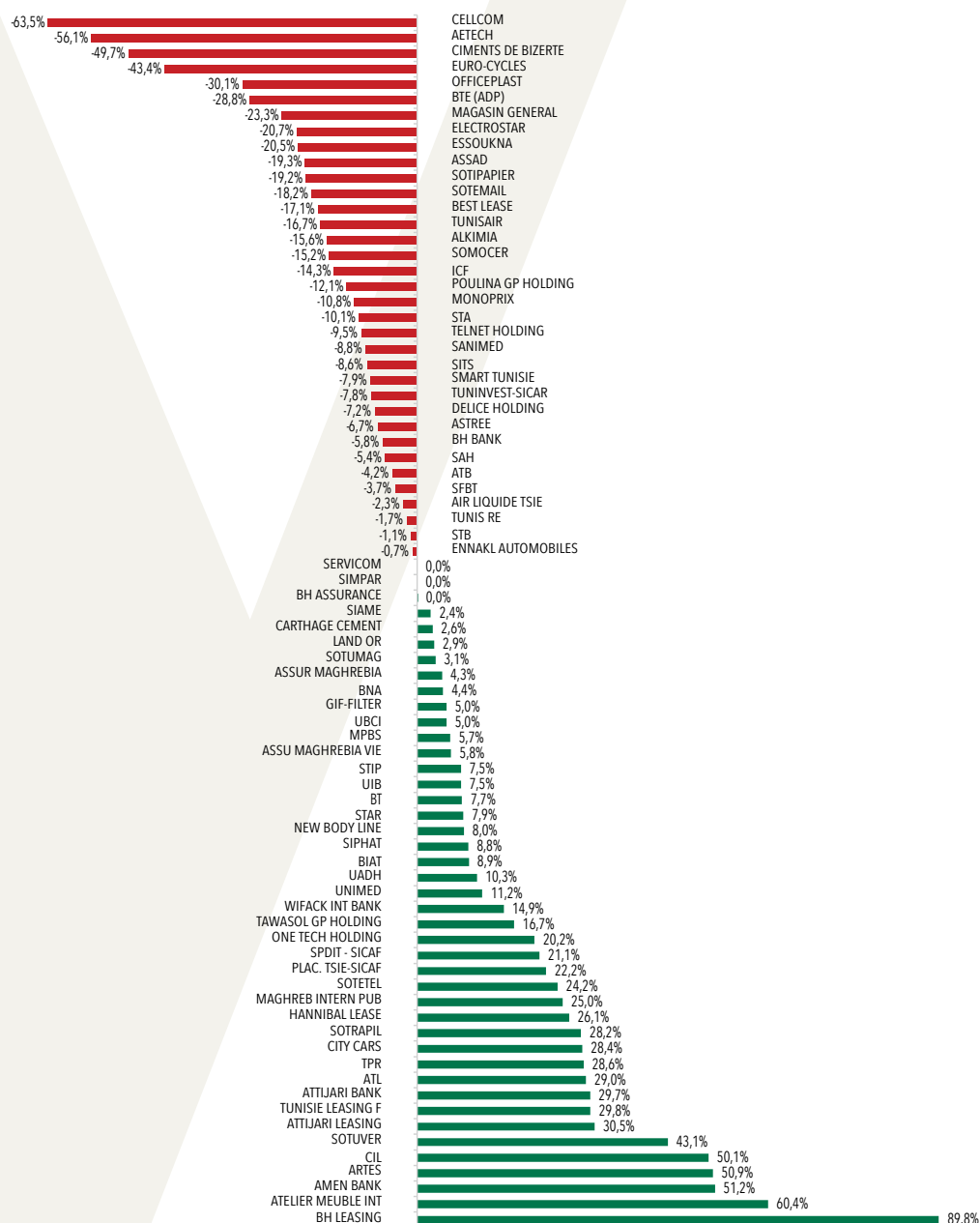
Les valeurs de croissance disposant de leviers de croissance en dehors des frontières et présentant un important potentiel de réévaluation par le marché comme **SAH LILAS**, **ONE TECH HOLDING**, **SOTUVER**, **TPR** et **UNIMED** sont, également, à préconiser.

Nous continuerons aussi à recommander les valeurs financières, par opportunisme. Néanmoins, le marathon boursier des dernières années doit appeler à plus de « sélectivité » ; nous sélectionnerons alors les valeurs aux meilleurs fondamentaux (rentabilité, solvabilité, portefeuille) en l'occurrence **BIAT**, **UIB**, **ATTIJARI BANK** et **STAR**.

Le thème traditionnel des « valeurs de rendement » devrait perdre son attrait en 2024. Le niveau élevé des taux est de nature à aiguïser la concurrence pour les placements monétaires et obligataires et à détourner les investisseurs de ces valeurs refuges. Pour nous, elles restent recommandées pour les détenteurs de CEA. Dans cette famille, nous avons sélectionné des valeurs de qualité, distribuant de « bons » dividendes (proches de ou supérieurs à 7 %) et stables dans la durée. Les valeurs à fort rendement en dividendes comme **SOTUMAG**, **SOTRAPIL**, **TUNISIE LEASING & FACTORING**, **CIL** et **ATL** offrent un matelas de sécurité en cas de retournement du marché.

Chiffres clés du marché financier tunisien

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	11.2023
Performance du Tunindex	8,9 %	14,4 %	15,8 %	-2,1 %	-3,3 %	2,3 %	15,1 %	+5,8 %
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	19,3	21,9	24,4	23,7	23,1	23,3	24	23,9
Capitalisation boursière en % PIB	21,5 %	22,7 %	23,2 %	20,8 %	20,8 %	17,9 %	16,7 %	15,0 %
Nombre de sociétés cotées	79	81	82	81	80	80	82	78
Volumes de transaction (en MDt)	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423	1 614	1 624	1542
Flux net des investissements des étrangers (en MDt)	-119,4	-154	-108	38	-85,9	-277,4	-49	+64,3
Participation étrangère	24,5 %	23,3 %	24,9 %	24,7 %	25,3 %	23,1 %	20,9 %	21,1 %
Nombre d'OPCVM en activité	125	123	124	119	119	115	118	121
Actifs gérés des OPCVM (en MDt)	4 544	4 361	3 956	3 675	4 683	4 813	5 197	5920

Performances annuelles
des sociétés cotées au
30 novembre 2023

SECTEUR BANCAIRE

Le pacemaker du marché actions tient bon face à la crise

Points clés

- Une bonne dynamique au niveau de l'activité de la collecte, en 2022, qui confirme sa capacité de résilience face au contexte économique ardu et une bonne maîtrise du coût des ressources malgré l'orientation des efforts de mobilisation des dépôts vers les ressources onéreuses.
- Une accélération des octrois de crédits, en 2022, après une année 2021 difficile sur le front de la production et ce, malgré la résurgence de tensions sur la liquidité bancaire. Dans le même ordre d'idées, le ratio de transformation global du secteur a quasiment été maintenu inchangé en 2022.
- Une accélération de la croissance, en 2022, au niveau du PNB. Les banques cotées ont profité de l'effet volume de la bonne orientation des crédits et de l'effet prix du contexte haussier des taux pour doper leur marge d'intérêt. Le secteur bancaire coté a, également, tiré sa croissance des autres revenus et dans une moindre mesure des commissions.
- Une amélioration générale de la productivité, en 2022, grâce à une bonne digestion de la flambée des frais généraux intervenue en 2021.
- Une évolution mitigée de la qualité du portefeuille du secteur bancaire coté en 2022 avec une amélioration du taux des créances classées et une dégradation du taux de couverture des dites créances par les provisions.
- Une poursuite du rétablissement de la capacité bénéficiaire, en 2022, malgré la flambée du coût du risque boosté par les provisions collectives, sans pour autant renouer avec le niveau de bénéfices de l'année 2019.
- Une consolidation globale de la solvabilité, en 2022. Cette évolution a profité des conditions de distribution des dividendes imposées par la **Banque Centrale de Tunisie (BCT)** sur les dernières années, du niveau appréciable des provisions constituées, de la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées et des levées de dette subordonnée réalisées sur l'année écoulée.
- Une année 2023 plus difficile que prévu caractérisée par :
 1. une décélération de la collecte ;
 2. un net ralentissement de la distribution du crédit sur fond de manque de visibilité politico-économique, d'un investissement en berne et d'un durcissement de la réglementation prudentielle ;
 3. une dégradation globale de la productivité ;
 4. une flambée du coût du risque ;
 5. une quasi-stagnation des bénéfices.
- Un bon parcours boursier, depuis le début de l'année en cours (+10,9 % pour l'indice des banques), favorisé par la bonne croissance bénéficiaire affichée en 2022, la distribution généreuse de dividendes (malgré les conditions strictes de distribution des dividendes imposées par la BCT) et les



anticipations haussières des taux à cause d'une inflation tenace.

- Une valorisation moyenne attractive pour le secteur avec une majorité des banques qui traitent à moins que leurs fonds propres. Ces multiples intègrent les surcoûts de la crise économique et laissent entrevoir une poursuite du redressement boursier dans les prochaines années.
- Cette crise conjuguée aux chantiers de la transition vers les normes de Bâle III et de la migration vers les normes IFRS est susceptible de creuser davantage les disparités entre les banques, alimentant un mouvement de «Flight to Quality²».

² La fuite vers la qualité fait référence à un phénomène connu des marchés financiers, où, en période de turbulences financières, les investisseurs cherchant à vendre des actifs perçus comme risqués et à acheter des actifs sûrs.

Le secteur bancaire coté en chiffres¹

- **12** banques cotées
- Une capitalisation boursière de **10,3** milliards de dinars soit **41,6 %** de la capitalisation du marché
- **85,1** milliards de dinars de dépôts
- **82,8** milliards de dinars d'encours de crédits
- **6,2** milliards de dinars de PNB
- **1,4** milliard de dinars de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de **33,5 %**
- **33 %** des échanges annuels du marché

Ratios boursiers²

- PER 2023e : 7,6x
- P/B ajusté 2023e³ : 0,9x
- Dividend Yield 2023e : 5,4 %
- ROE consolidé 2023e : 11,6 %
- Performance 2023 : +10,9 %

(1) Données au 31 décembre 2022.

(2) Données au 30 novembre 2023.

(3) P/B normalisé sur la base d'un taux de couverture des créances classées de 70 % pour tout le secteur bancaire et sans tenir compte de la dotation de l'État à la STB.

2. INTRODUCTION

Le secteur bancaire tunisien est relativement jeune. Né au lendemain de l'indépendance, c'est au cours des 30 dernières années que se sont opérées ses transformations majeures. Aujourd'hui, le marché compte 29 établissements, dont 12 banques cotées. Contrairement aux marchés voisins et occidentalisés, concentrés autour de quelques grandes institutions financières, le secteur bancaire tunisien se différencie par « son atomicité ». Entre les banques publiques, les banques privées universelles, les banques non résidentes, les banques d'affaires... une meilleure concentration du marché bancaire serait, aujourd'hui, bien plus souhaitable pour la stabilité du système financier. Avec une capitalisation boursière de 11,2 milliards de dinars, le secteur bancaire est la première force de notre marché des actions et son pacemaker, représentant 45,2 % de la capitalisation totale. Son état de santé reste un baromètre essentiel de l'investissement en bourse. Aujourd'hui, 12 ans après la Révolution, l'heure est au bilan, et le secteur prouve d'année en année son étonnante capacité de résilience face à la morosité ambiante et au durcissement du cadre réglementaire. L'année 2022 n'a pas échappé à cette tendance.

En 2022, les banques cotées ont affiché la meilleure résistance face au contexte économique difficile et à la détérioration du climat des affaires, sur fond de stagflation, de guerre en Ukraine et de stress budgétaire. Le secteur a publié au titre de l'exercice 2022 des résultats de bonne facture, gardant le cap sur la croissance et sur la solidité bilancielle.

Le Conseil National de la Comptabilité (CNC) s'est réuni au début du mois de janvier 2022 sous la présidence de la ministre des Finances. La réunion a porté sur la révision de la norme comptable relative aux immobilisations corporelles, l'amendement de la loi relative au système comptable des entreprises et l'examen de l'état d'avancement du projet d'implémentation des normes IFRS². Sur décision du CNC, les normes IFRS devraient être adoptées pour les exercices comptables ouverts à compter du 1er janvier 2023, pour les états financiers consolidés des entités à intérêt public (établissements financiers, compagnies d'assurance et de réassurance et sociétés cotées). Pour les banques, nous n'avons pas, aujourd'hui, de visibilité sur l'impact financier de l'application des normes IFRS, notamment de la norme IFRS 9. Cette nouvelle norme de comptabilisation des instruments financiers modifie en profondeur les règles actuelles de classement et d'évaluation des actifs financiers, ainsi que le modèle de dépréciation des actifs financiers.

La BCT a publié, le 1er mars 2022, la circulaire aux banques et aux établissements financiers n° 2022-01 relative à la prévention et à la résolution des créances non performantes. Cette circulaire, inspirée des meilleures pratiques internationales, vise une résolution pérenne et efficace de la problématique des créances classées « NPLs³ » en Tunisie en vue de ramener leur part à un niveau économiquement raisonnable et de permettre au secteur bancaire de canaliser les ressources des banques pour le financement de l'économie. À ce titre, la circulaire définit un cadre dédié à la prévention et à la résolution

s'étalant sur tout le cycle de vie de la créance et permettant de rompre avec l'approche statique de traitement des NPLs. La nouvelle approche se fonde sur une gestion proactive limitant l'accumulation des NPLs et sur des stratégies visant la réduction des stocks des créances classées plombant les bilans des banques et des établissements financiers. Les principaux axes de cette circulaire couvrent essentiellement :

- La responsabilisation de l'organe d'administration dans la conception et la surveillance des dispositifs de prévention et de résolution des NPLs.
- Un processus structuré et transparent d'analyse de la viabilité des débiteurs et un système d'alerte précoce des difficultés des débiteurs.
- Une stratégie de réduction des NPLs sur la période 2022-2026 avec un ratio cible de 7 % sur base individuelle et de 10 % en tenant compte des créances cédées aux sociétés de recouvrement.
- Une surveillance renforcée des grands risques et des groupes d'affaires avec une responsabilisation claire des banques et des établissements financiers en consacrant le statut réglementaire de banquier chef de file et en fixant ses responsabilités vis-à-vis de la BCT et des autres banques et des établissements financiers.
- L'apurement des bilans en obligeant les banques et les établissements financiers à radier les créances compromises depuis 5 ans et plus qui remplissent les conditions légales de la radiation.
- Une gestion dynamique, structurée et transparente de l'ancien stock des NPLs avec la création de « Workout Units » dédiées.

La BCT ambitionne à travers la mise en place de cette circulaire de faire du secteur bancaire un catalyseur de l'économie tunisienne pour transposer les principes de transparence et d'efficacité aux entités opérant dans le secteur réel, améliorer le climat des affaires et assurer une allocation optimale des ressources vers les emplois productifs à même de contribuer à plus d'efficacité économique, de discipline financière et de renforcement de la résilience du secteur.

En 2023, la BCT a publié une nouvelle circulaire aux banques et aux établissements financiers régissant les provisions collectives : la circulaire BCT n° 2023-02 du 24 février 2023 relative à la division, la couverture des risques et le suivi des engagements. Cette circulaire renforce les exigences de l'institut d'émission en matière de provisions collectives pour la couverture du risque de crédit, et ce, pour l'exercice 2022 et les exercices ultérieurs. Cette nouvelle circulaire vient abroger l'article 10 bis de la circulaire n° 91-24 du 17 décembre 1991, relative à la division, couverture des risques et suivi des engagements. Les principaux changements concernent notamment les majorations des taux de migration historiques moyens, ainsi que les taux de provisionnement standards et le calcul du montant des provisions collectives sur les engagements courants (Classe 0) et les engagements nécessitant un suivi particulier (Classe 1).

Les provisions collectives ont été instaurées pour renforcer la couverture des engagements, dans la mesure où les règles de classification des créances adoptées à ce jour en Tunisie (circulaire BCT n° 91-24) demeurent statiques et ne favorisent

² International Financial Reporting Standards

³ Les NPLs (Non Performing Loans) ou prêts non performants sont souvent appelés « créances classées ».

pas l'anticipation de la couverture des risques. Certes, ces provisions à caractère général sont de nature à grever la rentabilité nette des banques et des établissements financiers. Cependant, elles permettent le renforcement des fonds propres réglementaires servant de base pour le calcul du ratio de solvabilité globale. Par ailleurs, elles représentent une opportunité pour se préparer à l'impact financier du premier passage aux normes IFRS (notamment la norme IFRS 9) programmé à partir du 1er janvier 2023.

3. ÉTAT DES LIEUX 2022 ET 2023

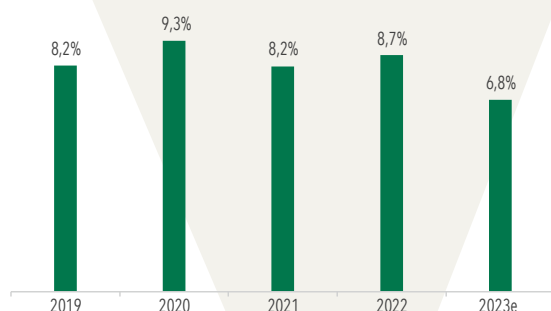
3.1 Les dépôts

Malgré le contexte économique morose, l'activité de la collecte a été bien résiliente sur l'année écoulée.

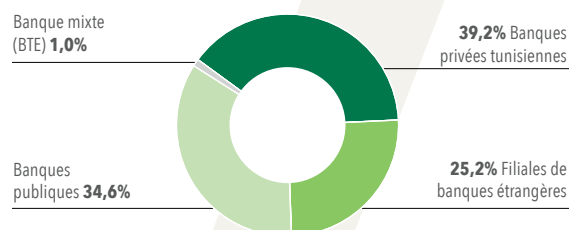
Les banques cotées ont enregistré une croissance de leur encours des dépôts agrégé de 8,7 % à 85,1 milliards de dinars. Il semble que le resserrement de la politique monétaire par la BCT opéré en 2022 en brandissant l'arme des taux (augmentation du taux directeur de 75 pbs à 7 % en mai 2022 et de 25 pbs à 7,25 % en octobre 2022, engendrant une hausse du TMM de 54 pbs en moyenne sur l'année 2022 et relèvement du taux minimum de rémunération de l'épargne de 125 pbs entre décembre 2021 et décembre 2022) ait stimulé le retour de l'épargne vers le circuit bancaire.

Toutes les catégories de ressources ont affiché des évolutions positives. Cependant, ce sont les dépôts à terme et les dépôts d'épargne qui ont enregistré les progressions les plus soutenues (+13 % à 27,6 milliards de dinars et de 9,3 % à 26,7 milliards de dinars respectivement). Ainsi, la contribution de ces deux catégories de ressources dans la collecte du secteur bancaire coté a été consolidée (+1,2 point de pourcentage à 32,4 % pour les dépôts à terme et +0,2 point de pourcentage à 31,4 % pour les dépôts d'épargne, fin 2022) aux dépens des dépôts à vue (baisse de la contribution des dépôts à vue dans la collecte à fin 2022 de 1,4 point de pourcentage à 36,2 %, fin 2022). Nonobstant cela, les banques cotées continuent à manifester une bonne maîtrise de leur coût de ressources. En effet, selon nos estimations, le coût des ressources moyen apparent du secteur bancaire coté a augmenté de 35 pbs seulement à 4,8 % (contre une hausse moyenne de 54 pbs pour le TMM sur l'année écoulée).

Évolution de l'encours des dépôts du secteur bancaire coté



Répartition des dépôts du secteur bancaire coté en 2022

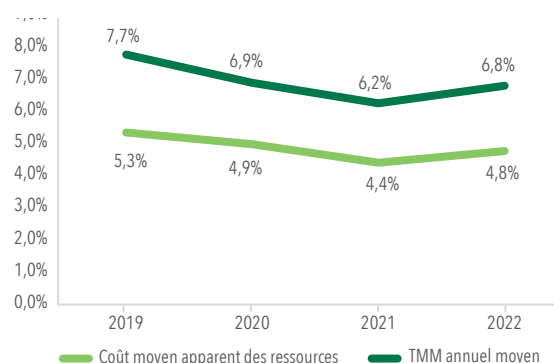


Toutes les banques de la cote ont réalisé des progressions de leur encours des dépôts, ce qui est une performance en soi dans ce contexte économique difficile profondément marqué par l'érosion du pouvoir d'achat des ménages et l'effritement persistant de l'épargne nationale.

Dans la continuité des dernières années, les banques publiques continuent à afficher une meilleure dynamique commerciale sur le front de la collecte, comparativement à leurs pairs privés. L'encours des ressources du secteur public a, en effet, reporté une croissance de 10,3 % à 29,4 milliards de dinars, contre une progression de 8 % à 54,8 milliards de dinars pour le secteur bancaire privé.

La meilleure performance de l'année est revenue à **WIFAK BANK**. L'unique banque islamique de la cote a vu son encours des dépôts s'envoler de 18,8 % à 748 MDt. WIFAK BANK ayant vécu la transformation d'une société de leasing en une banque universelle et ayant subi les contraintes financières imposées aux banques islamiques telles que l'impossibilité d'accéder au marché obligataire, au marché financier et à une ligne de financement extérieure, WIFAK BANK a saisi l'opportunité d'innover en proposant une alternative à ses clients et prospects; le produit Hissab Ithmar. Ce dernier est un compte épargne dédié aux clients souhaitant fructifier leurs avoirs stables dans le temps avec un taux bonifié supérieur au taux de rémunération de l'épargne TRE appliqué sur la place, selon la technique de placement Wakala Bil istithmar Moukaida qui a pour objectif de drainer des ressources et de capter de nouvelles relations. L'année 2022 a été marquée par la poursuite des efforts de densification du réseau pour

Évolution du coût moyen apparent des ressources du secteur bancaire coté Vs TMM annuel moyen



Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2022	Variation 2021-2022	Part de marché 2022	Encours des dépôts 2023e	Variation 2022-2023e
BIAT	17 166,8	+5,8 %	20,2 %	18 282,7	+6,5 %
BNA	11 023,1	+11,8 %	12,9 %	11 133,3	+1,0 %
STB	9 863,2	+9,0 %	11,6 %	10 307,0	+4,5 %
ATTIJARI BANK	9 338,8	+9,3 %	11,0 %	10 272,7	+10,0 %
BH	8 549,7	+9,9 %	10,0 %	9 319,2	+9,0 %
AMEN BANK	6 990,8	+10,2 %	8,2 %	7 969,5	+14,0 %
ATB	6 213,1	+5,3 %	7,3 %	6 151,0	-1,0 %
UIB	5 877,1	+8,6 %	6,9 %	6 229,7	+6,0 %
BT	5 305,7	+14,5 %	6,2 %	5 783,2	+9,0 %
UBCI	3 176,3	+3,0 %	3,7 %	3 636,9	+14,5 %
BTE	884,2	+1,5 %	1,0 %	1 008,0	+14,0 %
WIB	748,0	+18,8 %	0,9 %	822,8	+10,0 %
Secteur bancaire coté	85 136,9	+8,7 %		90 916,1	+6,8 %
<i>Dont secteur public*</i>	29 436,0	+10,3 %	34,6 %	30 759,6	+4,5 %
<i>Dont secteur privé*</i>	54 816,6	+8,0 %	64,4 %	59 148,4	+7,9 %

Coût des ressources moyennement apparent	2021	2022	Variation 2021-2022 (en points de base)
UBCI	2,8 %	3,2 %	33
BIAT	3,2 %	3,4 %	14
ATTIJARI BANK	3,3 %	3,4 %	12
UIB	4,2 %	4,4 %	27
BT	4,3 %	4,7 %	38
ATB	4,4 %	4,7 %	30
BH	4,4 %	4,8 %	37
WIB	4,7 %	4,8 %	7
STB	4,4 %	5,1 %	66
AMEN BANK	5,1 %	5,6 %	47
BNA	5,3 %	5,8 %	48
BTE	5,5 %	6,0 %	50
Moyenne du secteur bancaire coté	4,4 %	4,8 %	35
<i>Dont secteur public*</i>	4,9 %	5,4 %	49
<i>Dont secteur privé*</i>	4,1 %	4,3 %	24

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

la banque islamique avec l'ouverture de cinq nouveaux points de vente, portant le nombre total d'agences à l'actif de la banque à 42.

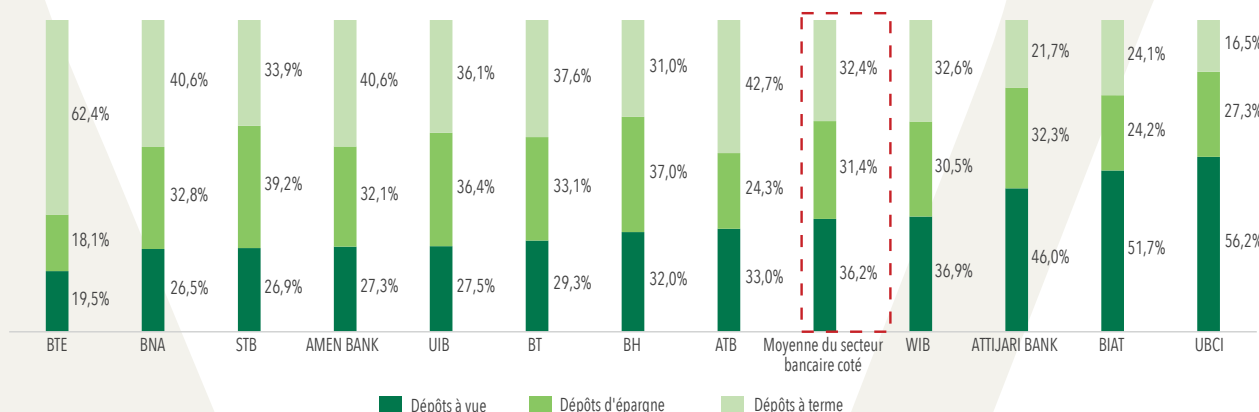
L'année 2022 a été caractérisée par une accélération de la collecte pour la **BT**. La moyenne des banques tunisiennes a vu

son encours des dépôts s'élever de 14,5 %, dépassant le cap historique de 5 milliards de dinars. Toutes les catégories de ressources ont progressé, mais ce sont les dépôts à terme qui ont enregistré la hausse la plus soutenue (+30,2 % à 2 milliards de dinars). Les dépôts à terme et les certificats de dépôts, destinés essentiellement à une clientèle d'institutionnels, sont passés de 1,3 milliard de dinars au 31 décembre 2021 à 1,7 milliard de dinars à la fin de l'exercice 2022, soit une hausse de 27,2 %. Quant aux dépôts à vue et d'épargne, ils ont inscrit des augmentations modérées de 6,7 % à 1,6 milliard de dinars et de 6,8 % à 1,8 milliard de dinars, respectivement. Malgré l'orientation accrue vers les dépôts à terme, la banque continue à maintenir un coût des ressources assez compétitif. Selon nos estimations, ce dernier a augmenté de 38 pbs seulement à 4,7 %.

Dans la continuité de 2021, l'activité de captation des ressources continue à avoir le vent en poupe pour la BNA. La première banque du secteur public a vu son encours des dépôts s'accroître de 11,8 % à 11 milliards de dinars. Cette performance a été rendue possible grâce au dynamisme remarquable des dépôts à terme (+23,6 % à 4,5 milliards de dinars). Avec une contribution des dépôts à vue dans l'ensemble des dépôts de 26,5 % à fin 2022, la plus faible à l'échelle du secteur coté après celle de la BTE (contre une moyenne sectorielle de 36,2 %), il reste un long chemin à parcourir pour la banque étatique pour s'aligner à la concurrence cotée en matière de mobilisation des ressources « bon marché ».

AMEN BANK s'est, également, distinguée au rayon de la collecte en 2022. Le bras financier du groupe PGI a affiché une accélération de la croissance au niveau de ses dépôts (+10,2 %) effleurant le record historique de 7 milliards de dinars et s'alignant aux prévisions du management annoncées lors de l'AGO du 28 avril 2022. La bonne dynamique de la

Structure des dépôts du secteur bancaire coté (2022)



« Nonobstant le renforcement du poids des dépôts à terme et d'épargne dans la structure des ressources du secteur et le contexte haussier des taux qui a prévalu en 2022, les banques cotées continuent à manifester une bonne maîtrise de leur coût des ressources »

collecte est surtout redevable à la vigueur des dépôts à terme (+15,3 % à 2,8 milliards de dinars) et à la bonne évolution des dépôts d'épargne (+9,5 % à 2,2 milliards de dinars). Les dépôts à vue ont, quant à eux, affiché une croissance modérée de 4,1 % à 1,9 milliard de dinars. Le contexte haussier des taux qui a prévalu en 2022 et l'orientation des efforts de collecte vers les ressources onéreuses, les dépôts à terme, ont rejailli sur le coût des ressources de la banque privée. Ce dernier a enregistré une avancée de 47 pbs à 5,6 %, selon nos estimations, et continue, de ce fait, de se comparer défavorablement à la concurrence cotée (un coût apparent moyen des ressources de 4,6 % pour la concurrence cotée à fin 2022). Par agent économique, la clientèle de particuliers reste le premier contributeur à la collecte de la banque. Leur part dans les dépôts s'est, quasiment, stabilisée à 54 % en 2022. Force est de constater, également, que la concentration des dépôts collectés auprès des institutionnels s'est atténuée en 2022 à 7 % contre 10 % en 2021.

La **BH BANK** poursuit sur sa lancée commerciale. La banque publique a enregistré une hausse de son encours des dépôts de 9,9 % à 8,5 milliards de dinars. S'alignant à la tendance sectorielle, la collecte de la banque a surtout été alimentée par les dépôts à terme (+18 % à 2,7 milliards de dinars) et les dépôts d'épargne (+11,4 % à 3,2 milliards de dinars).

La stratégie de la BH dans les prochaines années repose essentiellement sur l'orientation client et la croissance accompagnée par la rentabilité et la conformité. Les efforts de la banque seront principalement axés sur :

- le rééquilibrage de l'activité entre les segments du Corporate, les PME et le Retail ;
- la relance de l'activité du crédit habitat, cœur de métier de la banque et son produit d'appel ;
- la maîtrise de l'activité de la promotion immobilière ;
- la relance du produit PEL (Plan d'Épargne Logement) dans un contexte marqué par une tendance haussière des taux ;

- la poursuite des efforts pour une meilleure maîtrise du coût des ressources (consolider la part des dépôts à vue et des dépôts d'épargne) ;
- l'optimisation des processus pour améliorer l'efficacité opérationnelle.

La collecte bancaire a affiché un certain essoufflement sur le premier semestre de l'année en cours. Le secteur a enregistré une hausse modérée de son encours des dépôts de 2,1 % à 86,9 milliards de dinars depuis le début de l'année 2023. Parallèlement, les tensions sur la liquidité bancaire⁴ semblent réapparaître, avec un accroissement du volume global moyen de refinancement de la BCT de 38 % à 15,4 milliards de dinars en 2023 comparativement à 2022. Il semblerait, par ailleurs, que le contexte de taux élevés ait incité les banques cotées à se désengager des ressources onéreuses (baisse des dépôts à terme de -5,1 % à 26,2 milliards de dinars sur le S1 2023)

4 La situation de tarissement de la liquidité qui a caractérisé le secteur bancaire tout au long du premier semestre de 2023 porte la marque des effets de deux facteurs de retrait de liquidité à savoir :

- Le recours du Trésor au marché intérieur en dinar pour lever les fonds nécessaires au regard des difficultés dans la mobilisation des ressources extérieures initialement programmées dans le cadre de la Loi de Finances de 2023. Le recours intensif au financement intérieur en dinar a absorbé près de 3 milliards de dinars des comptes bancaires, et ce, par le biais des émissions de Bons du Trésor d'une enveloppe de 5,4 milliards de dinars et de la première et deuxième tranche de l'emprunt national totalisant 1,6 milliard de dinars. Il est à préciser qu'une partie de cet effet respectif a été atténuée grâce aux remboursements, par le Trésor, du service de la dette intérieure en dinar pour près de 4 milliards de dinars.
- Les avoirs nets en devises ont contribué significativement à l'amplification du besoin des banques en liquidité, au cours du premier semestre de 2023, à travers les opérations d'achat de devises contre dinar effectuées par les banques sur le marché de change notamment avec la persistance d'un niveau élevé du déficit de la balance énergétique. En effet, ces opérations ont tiré à la hausse la demande des banques en liquidité de près de 855 MDt sur les six premiers mois de 2023.

et à focaliser leurs efforts de captation des ressources sur les dépôts à vue (+5,5 % à 32,5 milliards de dinars) et les dépôts d'épargne (+4,1 % à 27,8 milliards de dinars). Cette tendance s'inscrit dans une optique de maîtrise du coût des ressources et de préservation du spread de crédit.

Cependant, sur la deuxième moitié de l'année, les banques devraient presser le pas en matière de collecte, comme d'habitude, surtout sur le dernier trimestre. Nous tablons, ainsi, sur une croissance de l'encours de dépôts du secteur bancaire coté de 6,8 % à 90,9 milliards de dinars sur l'année pleine 2023.

Les crédits

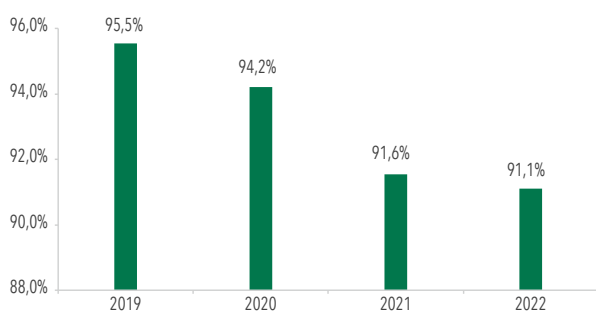
L'année 2022 a été marquée par une accélération de la croissance des crédits pour les banques cotées après une année 2021 «terne». Après avoir affiché une baisse de régime en 2021 (+4,7 % seulement), l'encours des crédits du secteur bancaire coté a reporté une bonne croissance de 7,4 % à 82,8 milliards de dinars. Malgré le climat des affaires atone, nous pensons que la production du secteur a été soutenue par :

- la bonne collecte;
- l'apaisement des tensions sur le ratio de transformation réglementaire;
- la base de comparaison favorable de 2021 qui a été marquée par un ralentissement sensible du rythme de la production;
- les remboursements importants de Bons de Trésor Assimilables en 2022 assurant une entrée d'argent frais aux banques (des remboursements de Bons de Trésor pour 12,6 milliards de dinars en 2022).

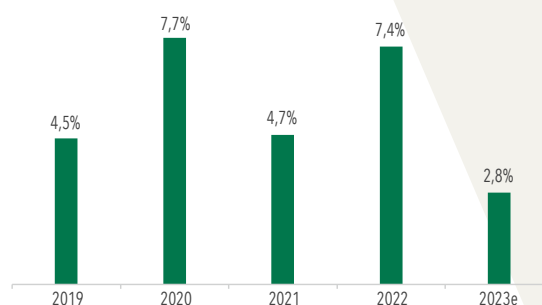
Malgré une collecte plus soutenue que la distribution des crédits, le secteur bancaire a vu son ratio de transformation global (Crédits/[Dépôts + Ressources spéciales])⁵ quasiment stagner à 91,1 %. Ce constat est notamment attribuable à

⁵ Le ratio de transformation global nous sert de «benchmark» pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire. Faute d'informations suffisantes sur la composition des dépôts et des ressources spéciales au 31 décembre 2022, notre ratio de transformation global inclut les dépôts en devises, les emprunts obligataires et les emprunts sur le marché monétaire. Ce faisant, le ratio de transformation réglementaire devrait être plus élevé pour le secteur coté.

Évolution du ratio de transformation global du secteur bancaire coté



Évolution de l'encours des crédits du secteur bancaire coté



Répartition des crédits du secteur bancaire coté en 2022



la baisse de l'encours des ressources spéciales (-2,4 % à 5,8 milliards de dinars).

Dans la continuité des dernières années, les banques publiques continuent à tirer vers le haut la production du secteur. Ces dernières ont enregistré une augmentation agrégée du volume de leurs engagements de 9,2 % à 35,4 milliards de dinars. Cependant, leur ratio de transformation global agrégé a quasiment fait du surplace à 109,7 %, fin 2022. Les banques privées ont, pour leur part, vu leur encours des crédits grimper de 6,1 % à 46,6 milliards de dinars. Ce faisant, le secteur privé a vu son ratio de transformation global agrégé diminuer de 1 point de pourcentage à 80,7 % sur l'année écoulée.

Toutes les banques de la cote ont réalisé des évolutions positives de leur encours des crédits en 2022, profitant d'un effet de base favorable et témoignant de la volonté du secteur bancaire coté d'accompagner sa clientèle et de soutenir le financement de l'économie.

WIFAK BANK a réalisé la progression la plus soutenue à l'échelle du secteur coté sur le front des crédits. La banque a vu le volume de ses engagements se hisser de 33,1 % à 803,4 MDt. Afin d'améliorer l'adéquation entre les maturités des emplois et des ressources et de financer sa croissance, la banque a réalisé deux émissions obligataires conformes aux préceptes de la finance islamique (une émission de 20 MDt en 2022 sans recours à l'appel public à l'épargne et une émission de 50 MDt avec recours à l'appel public à l'épargne bouclée début 2023). Dans le cadre de l'émission de l'emprunt obligataire avec recours à l'appel public à l'épargne, la WIB a publié un nouveau business plan s'étalant sur la période 2022-2026. Selon ce BP, l'encours des crédits de la banque présenterait un taux d'évolution moyen de 26 %. Cette croissance sera principalement due à l'extension du

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2022	Variation 2021-2022	Part de marché 2022	Encours des dépôts 2023e	Variation 2022-2023e
BNA	13 830,5	+7,7 %	16,7 %	14 245,4	+3,0 %
BIAT	12 279,2	+1,2 %	14,8 %	12 426,5	+1,2 %
STB	10 860,4	+11,6 %	13,1 %	11 186,2	+3,0 %
BH	10 686,9	+8,9 %	12,9 %	10 793,8	+1,0 %
AMEN BANK	6 889,8	+10,3 %	8,3 %	7 165,4	+4,0 %
ATTIJARI BANK	6 648,1	+5,3 %	8,0 %	6 814,3	+2,5 %
UIB	6 377,7	+7,2 %	7,7 %	6 473,4	+1,5 %
ATB	5 445,3	+5,6 %	6,6 %	5 499,7	+1,0 %
BT	5 299,3	+7,6 %	6,4 %	5 564,3	+5,0 %
UBCI	2 821,0	+10,9 %	3,4 %	3 018,4	+7,0 %
BTE	883,4	+3,5 %	1,1 %	892,2	+1,0 %
WIB	803,4	+33,1 %	1,0 %	1 103,4	+37,3 %
Secteur bancaire coté	82 825,0	+7,4 %		85 183,1	+2,8 %
<i>Dont secteur public*</i>	35 377,9	+9,2 %	42,7 %	36 225,5	+2,4 %
<i>Dont secteur privé*</i>	46 563,8	+6,1 %	56,2 %	48 065,5	+3,2 %

Ratio de transformation	Ratio de transformation global			Ratio de transformation réglementaire (2022)
	2021	2022	Variation 2021-2022	
BIAT	72,7 %	68,5 %	▼	89,0 %
ATTIJARI BANK	73,2 %	70,3 %	▼	NC
ATB	80,0 %	82,2 %	▲	NC
UBCI	80,0 %	86,2 %	▲	113,1 %
AMEN BANK	85,9 %	88,1 %	▲	105,4 %
BTE	85,8 %	89,7 %	▲	113,3 %
BT	97,9 %	94,1 %	▼	104,5 %
WIB	87,9 %	99,1 %	▲	NC
STB	102,0 %	103,5 %	▲	121,3 %
UIB	103,6 %	104,0 %	≈	115,5 %
BH	103,3 %	106,9 %	▲	117,8 %
BNA	122,2 %	117,7 %	▼	NC
Moyenne du secteur bancaire coté	91,6 %	91,1 %	≈	-
<i>Dont secteur public*</i>	109,6 %	109,7 %	≈	-
<i>Dont secteur privé*</i>	81,7 %	80,7 %	▼	-

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

réseau des agences avec une moyenne de 10 agences par an. La structure de l'encours des financements atteindra 60 % Mourabaha et 40 % Ijara à fin 2026. Les hypothèses du plan d'affaires prévoient une évolution progressive de la part des financements Corporate et TPE, PME-PMI pour atteindre une structure de 73 % contre 27 % Retail vers la fin de l'année 2026 partant d'une structure de 82 % Corporate et 18 % Retail à fin 2021.

« Malgré le climat des affaires atone et peu propice à l'investissement, toutes les banques cotées ont affiché des évolutions positives de leur encours des crédits en 2022 »

À l'image de la collecte et dans la continuité des dernières années, l'activité du crédit s'est bien comportée, en 2022, pour la **STB**. La banque publique a réalisé une augmentation de 11,6 % au niveau de son portefeuille des crédits à 10,9 milliards de dinars. Ce rythme de croissance lui a valu de dépasser la BH BANK à la troisième place dans le palmarès des crédits avec une part de marché de 13,1 %. La dynamique des octrois de crédits de la STB traduit l'effort de la banque en matière de soutien des acteurs économiques et principalement des entreprises publiques. Cependant, cette croissance a un prix. Après s'être aligné aux exigences de la BCT en matière de ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) sur la période 2020-2021, le bras financier de l'État affiche de nouveau, au 31 décembre 2022, un ratio de transformation supérieur au maximum imposé par l'autorité monétaire (un ratio de 121,3 % contre une limite autorisée par la BCT de 120 %).

Après avoir affiché une croissance timide au niveau de l'encours des crédits de 3 % en 2021, l'**UBCI** a accéléré la

cadence de la production en 2022 (+10,9 % à 2,8 milliards de dinars au niveau des crédits). De gros deals ont été concrétisés principalement sur la ligne de clientèle Grandes entreprises et PME permettant à la banque de décaisser plus de 250 MDt de crédits à moyen terme. Il semble que le changement du tour de table de l'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS, avec l'entrée en 2021 d'un nouvel actionnaire de référence tunisien (le groupe CARTE) ait déclenché un nouveau départ commercial pour la banque. Malgré la hausse du ratio de transformation réglementaire de 10,1 points de pourcentage à 113,1 % en 2022, la banque dispose d'une bonne marge de manœuvre pour poursuivre son élan commercial dans les prochaines années.

Portée par une collecte vigoureuse en 2022, l'activité de distribution des crédits a affiché une résistance salubre face à la morosité ambiante pour **AMEN BANK**. Le portefeuille des crédits de la banque s'est accru de 10,3 % à 6,9 milliards de dinars. Le regain de vigueur au niveau de la production chez la banque, par rapport à 2021, a tiré vers le haut le ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts). Ce dernier a cru de 5,3 points de pourcentage à 105,4 % fin 2022. Les bienfaits de la stratégie de rationalisation des octrois des crédits suivie sur les dernières années sont perceptibles au niveau de la structure des engagements de la banque. AMEN BANK continue à faire pression à la baisse sur ses expositions aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière. Ces dernières ressortent respectivement à 5,5 % et à 7,4 % en 2022 contre 9,5 % et 14,8 % six années plus tôt.

Après avoir marqué un répit en 2021, l'activité de production a renoué avec la croissance en 2022 pour la **BH BANK**. L'encours des crédits de la banque publique a enregistré une reprise de 8,9 % à 10,7 milliards de dinars. Le retour à la croissance au niveau de l'activité de crédit de la BH en 2022 s'est fait ressentir sur son ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts). Ce dernier s'est, en effet, apprécié de 1,9 point de pourcentage à 117,8 %; un niveau parmi les plus élevés du secteur bancaire coté. Malgré les efforts déployés pour diversifier la structure des engagements, le leader du crédit logement conserve une exposition élevée au secteur de la promotion immobilière; un secteur en difficulté sur les dernières années en raison du climat des affaires difficile et de la baisse du pouvoir d'achat des ménages. Une exposition stratégique sans doute dictée par la vocation immobilière historique de la banque.

Le secteur de la promotion immobilière concentre, en effet, 11,6 % de l'encours des crédits de la BH. Nous saluons, en revanche, les efforts consentis par la banque sur les dernières années pour réduire son exposition aux secteurs du tourisme et du BTP; deux secteurs qui ne représentent que 2,7 % et 4,1 % des engagements de la banque (fin 2022).

L'activité de production a maintenu la cadence de l'année 2021 pour la **BNA**. Le volume des engagements de la banque étatique a crû de 7,7 % à 13,8 milliards de dinars, en 2022; un rythme légèrement supérieur à celui de la concurrence cotée. Ce constat a permis à la BNA de consolider son positionnement en tête des pourvoyeurs de crédits en Tunisie avec une part de marché de 16,7 % dans le secteur bancaire coté. Avec une collecte plus vigoureuse que la production, la BNA a vu son ratio de transformation global se diluer, devenant ainsi conforme au maximum réglementaire de 120 %. Ce

dernier a baissé de 4,5 points de pourcentage à 117,7 %, mais il demeure le plus élevé à l'échelle du secteur bancaire coté. Les actifs de la BNA comportent des engagements importants envers des organismes et entreprises publiques, dont des entités en difficultés comme l'OFFICE DES CÉRÉALES, l'ETAP, la TRANSTU, l'OTD (OFFICE DES TERRES DOMANIALES), l'ONH (OFFICE NATIONAL DE L'HUILE) et EL FOULEDH. L'exposition de la banque à ces entités publiques a augmenté de 14,9 % en 2022, ressortant à 5,9 milliards de dinars, soit 34 % des créances brutes de la banque et 3,2x ses fonds propres. Les engagements de l'Office des Céréales envers la banque totalisent 4,8 milliards de dinars au 31 décembre 2022 (soit environ 27 % du total des engagements de la clientèle, en bilan et hors bilan). Ces engagements sont refinancés directement auprès de la BCT pour un montant de 2 milliards de dinars au 31 décembre 2022.

Ils ont connu une hausse de 827,2 MDt (+21 %) par rapport à leur niveau au 31 décembre 2021 et enregistrent un dépassement significatif du seuil de 25 % des fonds propres nets de la banque, imposé par l'article 51 de la circulaire BCT n° 2018-06 du 5 juin 2018. Le financement de l'Office des Céréales a impacté de façon significative la trésorerie de la banque qui a enregistré un solde négatif de -4,5 milliards de dinars au 31 décembre 2022, contre -3,4 milliards de dinars au 31 décembre 2021. Il est à noter que les chèques tirés par l'Office des Céréales sur la Trésorerie Générale de Tunisie au titre de ses droits à la compensation, qui ne sont pas encore encaissés par la BNA au 31 décembre 2022, totalisent 2,4 milliards de dinars. Les garanties de l'État accordées à la BNA au titre des engagements de l'Office des Céréales s'élevaient, au 31 décembre 2022, à 4,8 milliards de dinars ce qui lui confère une couverture totale du risque de contrepartie sur ces engagements (composés de principal, intérêts et commissions).

Confortée par une bonne collecte, la **BT** a mis le pied sur l'accélérateur en 2022 au niveau de la production. Le volume des engagements de la doyenne des banques tunisiennes a enregistré une progression de 7,6 % à 5,3 milliards de dinars. Il est à noter que la croissance de l'encours des crédits a été tirée vers le haut par les crédits à court terme (+15 %), alors que les crédits à moyen et long terme ont quasiment fait du surplace (+0,6 %) sur l'année écoulée, conséquence du climat d'investissement morose. Grâce à la croissance vigoureuse des dépôts, supérieure à celle des crédits, la BT a continué à faire pression à la baisse sur son ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts). Ce dernier a régressé de 3,3 points de pourcentage, en 2022, à 104,5 %.

Le premier semestre de l'année 2023 a été marqué par une décélération notable du rythme des octrois de crédits. Le secteur bancaire coté a cumulé sur les six premiers mois de l'année une croissance pousive du volume de ses engagements de 0,3 % à 82,9 milliards de dinars. Le climat des affaires peu propice à l'investissement, le manque de visibilité politique, le blocage des négociations avec le FMI sur l'octroi d'un prêt de 1,9 milliard de dollars pour financer le budget de l'État et la poursuite du grippage de la machine économique (une croissance économique famélique de 1,2 % sur le S1 2023) ont visiblement pesé sur le moral des investisseurs et induit une baisse de la demande des crédits et du nombre de projets bancables. Tenant compte de ce qui précède et d'une croissance de l'encours des ressources

spéciales de 0,4 % à 5,8 milliards de dinars pour le secteur bancaire coté, le ratio de transformation global moyen agrégé des banques cotées a reculé de 1,5 point de pourcentage à 89,6 % sur le premier semestre 2023. Sur l'année pleine 2023, nous nous attendons à une nette décélération de la croissance des octrois de crédits comparativement à 2022 avec une progression agrégée moyenne du volume des engagements du secteur coté de 2,8 % à 85,2 milliards de dinars.

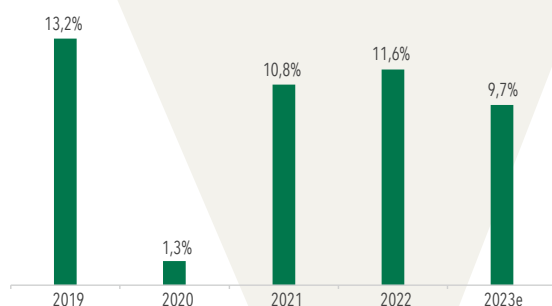
3.3 Le Produit Net Bancaire

L'année 2022 s'est inscrite sous le signe de l'accélération de la croissance au rayon du PNB pour le secteur bancaire coté. Les banques cotées ont vu leurs revenus nets croître de 11,6 %, dépassant le cap historique de 6 milliards de dinars.

Cette performance est surtout redevable aux autres revenus (+25,2 % à 1,9 milliard de dinars) et à la marge d'intérêt (+7,4 % à 3,1 milliards de dinars). Les autres revenus ont eu le vent en poupe en raison d'une activité intense d'émission d'emprunts d'État par le Trésor⁶ et d'une activité de change bien portante au niveau des salles de marché des banques. Les banques cotées continuent à contribuer activement au financement du budget de l'État. Selon nos estimations, l'encours brut des Bons d'État détenus par les établissements bancaires cotés a augmenté de 13,3 % à 13,8 milliards de dinars, concentrant, ainsi, 11,6 % du total actif du secteur coté, fin 2022. Quant à la marge d'intérêt, elle a profité d'un effet volume doublé d'un effet de prix favorables (hausse de l'encours des crédits doublée du relèvement du taux directeur de 100 pbs en 2022). Il appert, également, que le secteur a profité d'une amélioration de son

⁶ En 2022, le Trésor a effectué 25 adjudications de BTA (y compris trois adjudications d'échange) ce qui lui a permis de lever 2441,9 MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3650 MDt. Sur le court terme, le Trésor a levé 14010 MDt par le biais des BTC (contre un budget annuel initialement prévu de 800 MDt). Ce montant tient compte de 24 émissions exceptionnelles faites quasi exclusivement auprès des banques, et portant sur 13971,2 MDt. En 2022, le Trésor a lancé, également, l'emprunt obligataire national de 2022 qui a été émis en quatre tranches (en mars, juin, septembre et novembre). Cet emprunt a permis à l'État de mobiliser 2974,8 MDt, contre un montant budgétisé dans la Loi de Finances de 2022 de 1,4 milliard de dinars. Selon TUNISIE CLEARING, les banques ont souscrit à hauteur de 50 % du montant global, les organismes de placement collectif 20 % et les autres souscripteurs représentent 30 % du montant total.

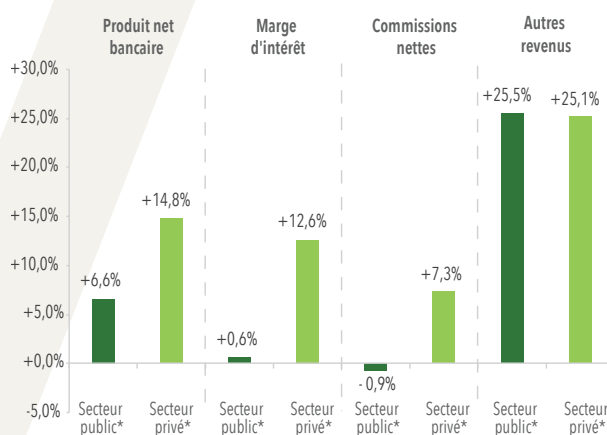
Évolution du Produit Net Bancaire agrégé du secteur bancaire coté



spread moyen apparent de crédit (+9 pbs à 4 % en 2022, selon nos estimations) récupérant, ainsi, une partie du terrain perdu en 2021 (-14 pbs, selon nos estimations). Cela dit, le secteur coté n'a pas renoué avec son niveau de spread de crédit de l'année faste 2019 (un spread apparent agrégé moyen pour le secteur coté de 4,4 %). S'agissant des commissions nettes, elles ont augmenté de 4,7 % à 1,3 milliard de dinars. Cette évolution témoigne du bon redéploiement de l'activité des banques cotées courant l'année 2022 malgré la conjoncture difficile.

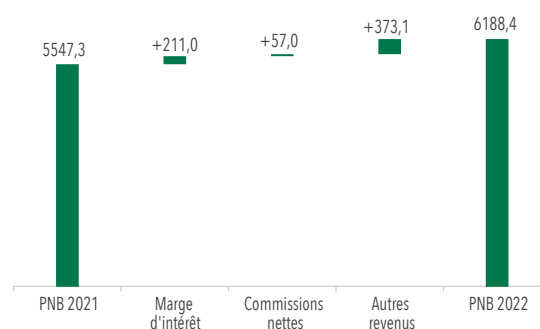
Ce sont les banques privées qui ont pu tirer le plus leur épingle du jeu en 2022. Elles ont profité de la bonne tenue de toutes leurs sources de revenus, affichant, in fine, une hausse moyenne de leur PNB agrégé de 14,8 % à 3,9 milliards de dinars. Impactées par la morosité ambiante, les banques publiques ont, en revanche, affiché un coup de frein du côté de la génération du PNB en 2022. Leurs revenus nets agrégés se sont, en effet, bonifiés de 6,6 %, seulement, à 2,2 milliards de dinars. La croissance du PNB agrégé des banques publiques a beau être propulsée par les autres revenus, elle a été freinée par l'atonie de la marge d'intérêt et la mauvaise orientation des commissions nettes (voir graphe ci-après).

Évolution du PNB et de ses composantes pour le secteur bancaire public* et le secteur bancaire privé* de la cote

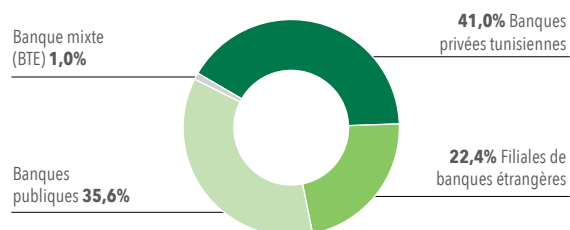


* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

Décomposition de la croissance du PNB agrégé du secteur bancaire coté (en MDt)



Répartition du Produit Net Bancaire du secteur bancaire coté en 2022



«En 2022, la croissance du PNB agrégé des banques publiques a beau être propulsée par les autres revenus, elle a été freinée par l'atonie de la marge d'intérêt et la mauvaise orientation des commissions nettes»

Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leur PNB, excepté la **BTE**. La banque mixte a vu ses revenus nets reculer de 4,2 % à 60,4 MDt se ressentant du décrochage de sa marge d'intérêt (-21,3 % à 20,1 MDt). En effet, malgré le relèvement à deux reprises du taux directeur de la BCT, en 2022, l'ancienne banque de développement a accusé une régression de cette source de revenus. Il semble que les efforts de collecte pour diluer le ratio de transformation réglementaire couplés à la concurrence acerbe des majors du secteur sur le marché sur les dépôts aient amené cette petite banque à sacrifier sa marge d'intérêt, en proposant

une rémunération plus attractive aux déposants. Ce constat est également illustré par l'effritement du spread de crédit sur l'année 2022 de 51 pbs à 2,7 %, soit le niveau le plus faible du secteur bancaire coté.

«En 2022, toutes les banques de la cote ont réussi à reporter des évolutions positives de leur PNB hormis la BTE. La banque mixte a été pénalisée par la baisse à deux chiffres de sa marge d'intérêt, malgré le contexte haussier des taux»

La **BIAT** continue à battre des records de PNB, s'offrant la meilleure performance du secteur coté. La banque n° 1 en Tunisie a réalisé une envolée de ses revenus de 24,8 % à 1,3 milliard de dinars, surperformant, ainsi, de 12,6 % les prévisions du business plan dévoilé dans le cadre de l'émission obligataire subordonnée avec recours à l'épargne publique de 200 MDt réalisée en 2022. Le leader du secteur a, en fait, profité d'une hausse soutenue au niveau de toutes ses sources de revenus. Ceci témoigne de la stratégie de croissance globale de la banque. Jouissant d'une structure des dépôts favorable à la hausse des taux, la BIAT a vu sa marge d'intérêt s'apprécier de 18,5 % à 559,8 MDt. À l'image du secteur, cette source de revenus continue à s'arroger la part du lion dans le PNB de la banque (une contribution de 44,2 % à fin 2022). Malgré le ralentissement de sa production en 2023 en raison du contexte économique peu propice à l'investissement, la BIAT a affiché des réalisations satisfaisantes du côté des commissions. Cette source de revenus, baromètre de la réactivité commerciale d'une banque universelle, s'est hissée de 11,4 % à 245,1 MDt; une performance louable qui est supérieure à la moyenne du secteur coté. Autre fait à l'honneur de la BIAT en 2022, le dynamisme remarquable

Chiffres en MDt	Marges d'intérêt 2022	Variation 2021-2022	Commissions nettes 2022	Variation 2021-2022	Autres revenus 2022	Variation 2021-2022	PNB 2022	Variation 2021-2022	Part du marché 2022	PNB 2023e	Variation 2022-2023e
BIAT	559,8	+18,5%	245,1	+11,4%	462,2	+43,1%	1 267,1	+24,8%	20,5%	1 448,7	+14,3%
BNA	455,6	-3,8%	143,3	-8,2%	290,9	+32,0%	889,8	+4,7%	14,4%	971,3	+9,2%
STB	367,6	+1,4%	126,7	+0,7%	195,1	+23,7%	689,4	+6,7%	11,1%	727,3	+5,5%
BH	344,5	+6,2%	112,8	+8,3%	165,6	+17,4%	622,9	+9,4%	10,1%	663,9	+6,6%
ATTIJARI BANK	288,6	+12,9%	124,7	+6,7%	162,0	+8,0%	575,3	+10,1%	9,3%	647,8	+12,6%
AMEN BANK	178,4	+9,0%	120,4	+3,6%	196,0	+12,4%	494,9	+8,9%	8,0%	546,3	+10,4%
UIB	276,3	+9,8%	149,6	+6,3%	64,9	+29,0%	490,9	+10,8%	7,9%	529,7	+7,9%
BT	230,5	+5,5%	69,2	+4,6%	124,1	+33,6%	423,9	+12,2%	6,8%	464,0	+9,5%
ATB	133,5	+16,1%	75,8	+3,0%	110,5	+8,4%	319,7	+10,1%	5,2%	340,5	+6,5%
UBCI	165,2	+8,1%	60,3	+7,0%	67,5	+19,0%	293,1	+10,2%	4,7%	307,5	+4,9%
WIB	39,7	+19,7%	17,7	+25,4%	3,6	+49,8%	61,0	+22,8%	1,0%	75,0	+22,9%
BTE	20,1	-21,3%	26,9	+5,6%	13,6	+11,2%	60,5	-4,2%	1,0%	65,1	+7,6%
Secteur bancaire coté	3 059,6	+7,4%	1 272,7	+4,7%	1 856,1	25,2%	6 188,4	+11,6%		6 786,9	+9,7%

des autres revenus. Cette catégorie de revenus a inscrit une augmentation notable de 43,1 % à 462,2 MDt; soit la meilleure performance du secteur bancaire coté après celle de la WIB. À noter que la croissance vigoureuse des autres revenus a été alimentée aussi bien par les gains de change (+60,7 % à 204,6 MDt) que par les produits de placement (+31,7 % à 257,7 MDt).

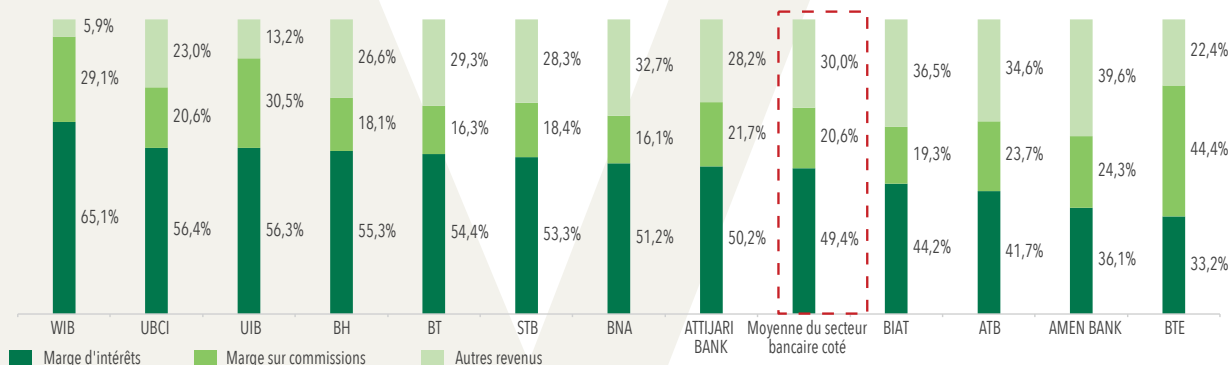
2022 a été un excellent cru pour **WIFAK BANK** sur le front du PNB. La banque islamique a vu ses revenus nets s'accroître de 22,8 % à 61 MDt; une performance en ligne avec les prévisions du document de référence «Wifak International Bank 2022». Le CMF a publié le 12 janvier 2023 un communiqué annonçant que M. Mohamed Hedi BEN AYED, détenant de concert avec les personnes physiques suivantes : Mme Ines BEN AYED, M. Malek BEN AYED, Mme Salma BEN AYED, M. Yassine BEN AYED, M. Ahmed CHARFI et M. Mohamed SAIDANE, et les personnes morales suivantes : PROSID, PROSID CENTRE, PROSID SUD, SNCI et SOTIC, une part de 39,51 % du capital de la banque (soit 39,64 % en droits de vote), a acquis en Bourse en date du 5 janvier 2023, 146 000 actions représentant 0,49 % du capital de la banque, franchissant, ainsi, de concert le seuil de 40 % du total des droits de vote de WIFAK BANK, sans qu'aucun autre actionnaire ne détienne seul ou de concert une proportion supérieure. En conséquence, le CMF, en application des dispositions de

l'article 7 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier, envisage de soumettre M. Mohamed Hedi BEN AYED, agissant de concert avec les actionnaires susmentionnés, de procéder à une Offre Publique d'Achat Obligatoire visant les actions WIFAK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 dinars l'action; prix déterminé conformément aux dispositions de l'article 163 bis du Règlement Général de la Bourse. Le déclenchement de la procédure de l'offre et la fixation des modalités et des conditions de sa mise en œuvre demeureront tributaires de l'obtention par l'initiateur de l'offre, de l'agrément de la BCT.

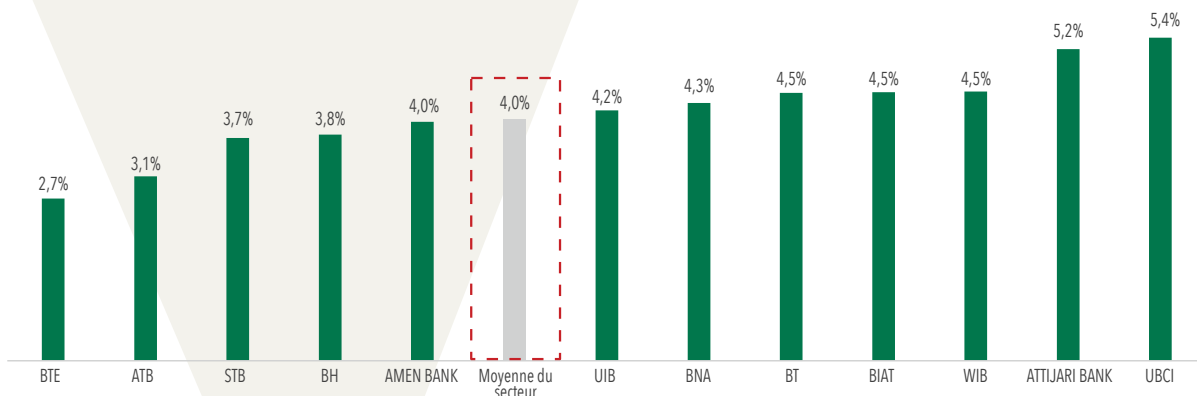
« Malgré le ralentissement de la production en 2022 en raison du contexte économique peu propice à l'investissement, la BIAT continue à battre des records de PNB, profitant du dynamisme remarquable de toutes ses sources de revenus »

L'année 2022 s'est avérée concluante pour la **BT** du côté de la génération du PNB. Les revenus nets de la banque privée ont repris du poil de la bête après la performance terne de 2021 (+12,2 % à 423,9 MDt en 2022). Toutes les sources de revenus de la banque ont été bien orientées sur l'année écoulée.

Structure du PNB du secteur bancaire coté (2022)



Spread d'intérêt apparent moyen du secteur bancaire coté (2022)



Cependant, il convient de préciser que la croissance du PNB a été substantiellement alimentée par les autres revenus (+33,6 % à 124,1 MDt). La marge d'intérêt a profité du contexte haussier des taux qui a prévalu en 2022, inscrivant une hausse de 5,5 % à 230,5 MDt. Quant aux commissions, elles ont continué à avoir le vent en poupe, s'engraissant de 4,6 % à 69,2 MDt. Nonobstant une activité bien portante au niveau des commissions en 2022, leur contribution dans le PNB reste faible (16,3 %). Cette source de revenus représente un levier de croissance potentiel pour la banque si elle ambitionne de s'aligner à ses consœurs cotées (une proportion moyenne de 20,9 % pour la concurrence cotée).

Le premier semestre de l'année 2023 a été porteur pour le secteur bancaire coté au rayon de la génération de revenus. Le PNB agrégé des banques de la cote s'est, en effet, apprécié de 11,2 % à 3,3 milliards de dinars, comparativement au 1er semestre de 2022. Cette croissance a été principalement attribuable à la marge d'intérêt (+9,8 % à 1,6 milliard de dinars) qui a profité du contexte haussier des taux (relèvement du taux directeur de 75 pbs à 8 % en janvier 2023) et aux autres revenus (+19,3 % à 1,1 milliard de dinars). Quant aux commissions nettes, elles ont reporté une modeste progression de 2,9 % à 647,3 MDt. Nous pensons que les tendances précitées devraient se prolonger sur l'année pleine 2023 et anticipons une hausse du PNB agrégé du secteur coté de 9,7 % à 6,8 milliards de dinars.

Stock des Bons de Trésors (BTA + BTC) en MDt	2021	2022	Variation 2021-2022	Poids dans le total bilan (2022)
BNA	2 252,5	3 474,1	+54,2 %	18,0 %
BIAT*	2 271,7	2 977,1	+31,0 %	14,1 %
ATB	969,5	918,9	-5,2 %	11,8 %
UBCI*	487,0	479,3	-1,6 %	11,5 %
AMEN BANK	1 256,4	1 124,0	-10,5 %	10,8 %
BH	1 282,2	1 456,5	+13,6 %	10,7 %
STB*	1 367,0	1 432,0	+4,8 %	9,6 %
BT	703,1	665,9	-5,3 %	9,2 %
ATTIJARI BANK	1 232,0	859,2	-30,3 %	7,9 %
BTE	80,6	78,1	-3,1 %	5,9 %
UIB	236,7	290,7	+22,8 %	4,0 %
WIB	0,0	0,0	-	0,0 %
Moyenne du secteur bancaire coté	12 138,7	13 755,6	13,3 %	11,6 %
Dont secteur public**	4 901,7	6 362,6	29,8 %	13,4 %
Dont secteur privé**	7 156,3	7 314,9	2,2 %	10,4 %

* Estimations de TUNISIE VALEURS en supposant que tous les titres d'investissement sont des BTA.

** La valeur des BTC est non communiquée.

*** Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

«Le premier semestre de l'année 2023 a été porteur pour le secteur bancaire coté sur le front de la génération du PNB. La croissance des revenus y a été substantiellement alimentée par la marge d'intérêt et les autres revenus »

3.4 La productivité

Grâce à la maîtrise des frais généraux (+5,8 % à 2,8 milliards de dinars) et à la forte génération du PNB, les banques cotées ont enregistré une amélioration globale de leur productivité en 2022. Le coefficient d'exploitation agrégé moyen du secteur s'est rétracté de 2,5 points de pourcentage à 45 %. Quant au ratio de couverture de la masse salariale par les commissions, il s'est amélioré de 0,6 point de pourcentage à 71,2 %.

À vrai dire, le secteur bancaire coté commence à digérer les augmentations salariales décidées en 2021 (application de l'accord de la place, signé le 26 juillet 2021, prévoyant l'augmentation salariale de 5,3 % au titre de l'exercice 2020 et de 6,7 % au titre de l'exercice 2021 ainsi que la modification de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite à 12 mois au lieu de 6 mois).

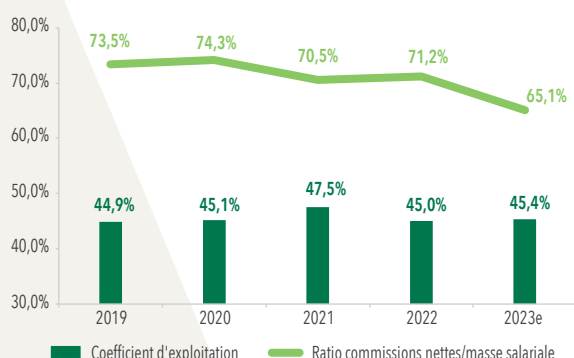
À noter que la masse salariale du secteur bancaire coté s'est élargie de 3,8 % seulement, en 2022, à 1,8 milliard de dinars. Les charges générales d'exploitation se sont, pour leur part, accrues de 10,4 % à 824,7 MDt sur l'année écoulée. Cette hausse trouve essentiellement son origine dans l'évolution des cotisations au fonds de garanties des dépôts bancaires.

	Secteur bancaire	
	public***	privé***
Coefficient d'exploitation	41,6 %	46,1 %
Commissions/salaires	62,3 %	76,0 %
PNB/nombre d'agences (en MDt)	4,6	3,6
Nombre total d'employés/nombre d'agences	12	9

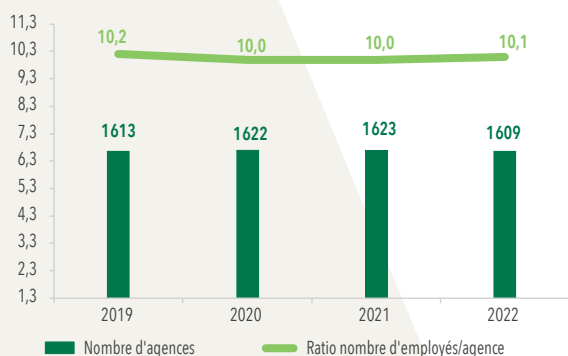
Certes, les banques publiques jouissent aujourd'hui d'un meilleur coefficient d'exploitation que leurs pairs privés, mais il leur reste encore du chemin à parcourir pour converger vers la norme sectorielle au niveau du ratio de couverture des salaires par les commissions et du ratio du nombre d'employés par agence (voir tableau ci-dessus).

BT (un coefficient d'exploitation de 34,2 %, fin 2022), **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 39,2 %, fin 2022) et **AMEN BANK** (un coefficient d'exploitation de 39,9 % au terme de 2022) forment le trio de tête des banques les plus productives de la place en matière de coefficient d'exploitation. Les trois banques privées font preuve de rigueur, malgré : 1) l'environnement inflationniste 2) le climat social tendu, 3) la politique de rémunération attractive de la BIAT et l'étendue

Évolution des principaux indicateurs de productivité du secteur bancaire coté



Évolution du nombre d'agences et du nombre moyen d'employés par agence du secteur bancaire coté



de son réseau (comptant 205 agences) et 4) l'adoption de la politique d'intéressement pour les salariés chez la BT. S'agissant d'AMEN BANK et après avoir atteint un pic de 41,5 % sur les cinq dernières années en 2020, le coefficient d'exploitation de la banque privée a affiché une inflexion de tendance à partir de 2021. Il semble qu'AMEN BANK ait commencé à récolter les fruits du programme de transformation NEXT prévoyant un maillage optimal du réseau commercial, une restructuration des zones et la poursuite du programme d'optimisation des agences.

L'amélioration de la productivité figure parmi les principaux faits à saluer de l'exercice 2022 pour l'**UIB** et **ATTIJARI BANK**. Récoltant les fruits de leur stratégie relative à l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, l'optimisation, l'automatisation et la digitalisation des processus et du parcours client, les deux banques privées ont réussi en 2022 à redresser sensiblement leurs indicateurs de productivité. Alors que l'UIB continue à se distinguer par sa forte capacité génératrice de commissions qui lui vaut d'afficher, aujourd'hui, le meilleur taux de couverture de la facture salariale par les commissions à l'échelle du secteur bancaire coté après la BIAT (un ratio de 86,3 % pour l'UIB contre un taux de 93,4 %, fin 2022, pour la BIAT), ATTIJARI BANK reste à la traîne du secteur coté au niveau cet indicateur de productivité. Bien qu'elle soit une véritable référence en matière de réactivité commerciale en Tunisie, il reste du chemin à parcourir pour la filiale du groupe ATTIJARIWAFABANK pour converger vers les normes du secteur privé coté en termes de ratio de couverture des salaires par les commissions (un ratio de 64,6 % pour ATTIJARI BANK contre une moyenne de 76 % pour le secteur bancaire privé fin 2022).

À l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les banques les moins productives de la place : **UBCI** (un coefficient d'exploitation de 65,3 % fin 2022), **ATB** (un coefficient d'exploitation de 67,6 % fin 2022), **WIB** (un coefficient d'exploitation de 69,3 %, fin 2022) et **BTE** (un coefficient d'exploitation de 98,9 %, fin 2022). Alors

Indicateurs de productivité	Coefficient d'exploitation				Ratio commissions nettes / masse salariale				Nombre d'agences 2022	Effectif 2022
	2021	2022	Variation 2021-2022	2023e	2021	2022	Variation 2021-2022	2023e		
BT	35,5 %	34,2 %	▼	34,9 %	71,4 %	69,6 %	▼	66,1 %	126	1 073
BIAT	44,3 %	39,2 %	▼	38,4 %	92,3 %	93,4 %	▲	85,8 %	205	1 966
AMEN BANK	40,7 %	39,9 %	▼	39,4 %	89,1 %	85,7 %	▼	82,9 %	157	1 156
BNA	41,1 %	40,2 %	▼	39,7 %	60,1 %	56,9 %	▼	48,9 %	180	2 132
BH	39,0 %	40,4 %	▲	42,7 %	69,8 %	67,2 %	▼	64,8 %	150	1 673
STB	43,7 %	44,6 %	▲	45,7 %	70,0 %	65,0 %	▼	56,4 %	149	1 909
UIB	53,9 %	48,9 %	▼	49,4 %	79,9 %	86,3 %	▲	79,3 %	147	1 457
ATTIJARI BANK	53,1 %	49,0 %	▼	49,3 %	62,1 %	64,6 %	▲	59,9 %	190	1 778
UBCI	75,9 %	65,3 %	▼	65,8 %	42,2 %	50,5 %	▲	46,0 %	102	1 146
ATB	70,8 %	67,6 %	▼	71,4 %	63,4 %	62,2 %	▼	52,0 %	130	1 325
WIB	75,3 %	69,3 %	▼	70,5 %	60,5 %	70,3 %	▲	84,8 %	42	330
BTE	83,1 %	98,9 %	▲	100,3 %	71,5 %	69,6 %	▼	54,8 %	31	300
Secteur bancaire coté	47,5%	45,0%	▼	45,4%	70,5%	71,2%	▲	65,1%	1 609	16 245

que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour WIFAK BANK du fait des investissements importants du démarrage et de l'ancrage commercial, la sous-productivité est une carence de longue date pour la BTE, l'UBCI et l'ATB. Elle devrait être au centre des préoccupations du nouveau management de la BTE et de l'ATB et du nouvel actionnaire de référence de l'UBCI. À noter que WIFAK BANK projette dans les prochaines années d'achever la transformation digitale de l'ensemble de ses process et services afin de se positionner en tant que leader en finance islamique en Tunisie. Le management de la banque vise à atteindre un coefficient d'exploitation de 38 % d'ici 2027.

Au 30 juin 2023, le secteur bancaire a enregistré une évolution contrastée au niveau de sa productivité. La croissance vigoureuse du PNB a permis aux banques cotées de faire face au contexte inflationniste (hausse moyenne agrégée des frais généraux de 10,4 % à 1,5 milliard de dinars, selon nos estimations par rapport au 30 juin 2022) et d'améliorer, ainsi, le coefficient d'exploitation moyen du secteur le ramenant de 45 % fin 2022 à 44,7 % au terme des six premiers mois de 2023. Cependant, la progression atone des commissions nettes n'a pas permis aux banques cotées d'absorber la hausse à deux chiffres des frais du personnel (+12 % à 969,8 MDt). Par conséquent, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes s'est détérioré, revenant de 71,2 % fin 2022 à 66,7 % au 30 juin 2023.

Pour 2023, nous anticipons une dégradation de la productivité du secteur bancaire coté avec un coefficient d'exploitation prévisionnel de 45,4 % et un ratio estimé de couverture de la facture salariale par les commissions de 65,1 %.

« Récoltant les fruits de leur stratégie relative à l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, l'optimisation, l'automatisation et la digitalisation des processus et du parcours client, l'UIB et ATTIJARI BANK ont réussi en 2022 à redresser sensiblement leurs indicateurs de productivité »

3.5 La qualité du portefeuille

En 2022, le secteur bancaire coté a reporté une évolution mitigée au niveau de sa qualité du portefeuille. Alors que le taux des créances classées a poursuivi son trend baissier (un repli du taux moyen des créances classées du secteur coté de 0,3 point de pourcentage à 11,2 % fin 2022), traduisant les efforts soutenus par le management des banques cotées pour assainir leur bilan et mieux gérer leurs risques, le taux de couverture des dites créances par les provisions s'est contracté de 3,1 points de pourcentage à 67,3 %.

Selon nous, la détérioration du taux de couverture des créances classées ne découle pas d'un relâchement des efforts de provisionnement des banques cotées. Elle est essentiellement due aux opérations de radiation des bilans des créances classées 4 depuis 5 ans et plus qui satisfont aux conditions de radiation fixées par la législation fiscale en vigueur.

Notons que selon l'autorité monétaire, le taux des créances classées du secteur bancaire tunisien (les banques résidentes

cotées et non cotées) s'est établi à 13,3 % à fin 2021, contre 13,6 % une année plus tôt. Quant au taux de couverture moyen, il est ressorti à 57,5 % à fin 2021, contre 55,4 % en 2020.

« La nouvelle circulaire BCT n° 2022-01 du 1er mars 2022, constitue une véritable révolution dans la gestion des créances classées du secteur ; un dossier lourd qui traîne depuis des années et qui a longtemps freiné son essor, son développement et son accès à de nouvelles ressources de financement »

Rappelons que la BCT a publié le 1er mars 2022, la circulaire n° 2022-01 aux banques et établissements financiers, portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes. Ladite circulaire prévoit, notamment, l'obligation pour les banques et les établissements financiers de :

1. Évaluer systématiquement et durant tout le cycle de vie de la créance, la viabilité de la situation des débiteurs à travers une analyse économique et financière se basant sur :
 - leurs états financiers certifiés des trois derniers exercices et sur les états financiers consolidés certifiés lorsqu'il s'agit de groupes d'affaires, et comporter au minimum l'analyse des deux indicateurs financiers suivants : le ratio de couverture des charges financières (EBITDA/ Charges financières) et le ratio de levier (Dettes/ EBITDA).
 - leurs plans d'affaires, les projections de cash-flows, le niveau d'endettement global courant et l'appréciation de la solvabilité. Les plans d'affaires et les plans de trésorerie doivent être revus par un Expert-comptable inscrit au tableau de l'Ordre pour les débiteurs ayant un engagement global auprès du système financier qui dépasse 25 MDt.
2. Exiger un rapport annuel sur la gouvernance, l'activité, les performances, la liquidité, la solvabilité du débiteur et, le cas échéant, les relations entre les entités du groupe d'affaires pour les débiteurs relevant du secteur public ou privé (grands risques) ayant un engagement global auprès du secteur financier qui dépasse 100 MDt. Ce rapport doit être revu par un Expert-Comptable inscrit au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Tunisie.
3. Réduire la part des engagements bruts non performants, dans un horizon ne dépassant pas 5 ans à partir de l'année 2022, à une part inférieure à 7 %, pour les engagements sur base individuelle, et 10 % compte tenu des engagements cédés à leurs filiales de recouvrement.
4. Radier de leurs bilans, les créances classées 4 depuis 5 ans et plus qui satisfont aux conditions de radiation fixées par la législation fiscale en vigueur.

Au même volet des risques, le secteur bancaire coté a enregistré une flambée de son coût net du risque. Les dotations aux provisions sur les créances constatées en 2022 se sont appréciées de 26,8 %, atteignant un record historique de 1,3 milliard de dinars. Ce constat est en lien avec l'impact

de l'entrée en vigueur de la circulaire BCT n° 2023-02 relative aux provisions collectives, ainsi qu'une persistance anticipée des impayés et des entrées en défaut impactée par la crise sanitaire de la COVID-19, les conséquences de la guerre en Ukraine et la dégradation de la conjoncture économique en général. Anticipant l'application des normes comptables IFRS, la circulaire BCT n° 2023-02 a apporté des changements à la méthode d'estimation des provisions collectives constituées pour couvrir les risques latents sur les engagements courants (classe 0) et les engagements nécessitant un suivi particulier (classe 1). Ce changement a été qualifié comme changement d'estimation comptable par les commissaires aux comptes des banques cotées et a été traité de manière prospective. Il a eu pour effet la comptabilisation d'une dotation agrégée, après prise en compte des nouveaux paramètres de calcul, de 393,6 MDt au titre de l'exercice 2022, amenant le stock total de ces provisions collectives pour le secteur bancaire coté à 1,4 milliard de dinars au 31 décembre 2022. Force est de constater que ce sont les provisions collectives qui ont tiré vers le haut le coût du risque du secteur coté (elles ont plus que doublé passant de 161 MDt à 393,6 MDt). Tandis que les provisions individuelles et additionnelles ont reporté une hausse modérée de 5,3 % à 925,2 MDt.

En 2022, les banques publiques se positionnent moins favorablement par rapport à leurs consœurs privées à la fois au rayon du taux des créances classées et du taux de couverture (voir tableau ci-après).

	Secteur bancaire	
	public*	privé*
Taux de créances classées moyens estimés	15,6 %	7,8 %
Taux de couverture des créances classées moyens estimés	64,5 %	71,7 %

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

L'**UBCI** continue à montrer l'exemple en matière de qualité du portefeuille avec un taux des créances classées inférieur à 7 % et un taux de couverture inégalé de 82,2 %. Elle confirme sa capacité à maîtriser ses risques.

ATTIJARI BANK a affiché une évolution mitigée au niveau de sa qualité du portefeuille, en 2022. Alors que le taux des créances classées a poursuivi son trend baissier, traduisant la bonne culture de gestion des risques ancrée dans la banque (une baisse de 1,2 point de pourcentage à 3,7 %, ne tenant pas compte des agios réservés), le taux de couverture des dites créances par les provisions s'est rétracté de 9,8 points de pourcentage à 62,5 % (ne tenant pas compte des agios réservés). Cette évolution contrastée est en lien avec la volonté du management de la banque de se conformer aux dispositions de la circulaire BCT n° 2022-01 du 1er mars 2022 portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes (un taux des créances classées cible inférieur à 7 % d'ici 2027). La filiale du groupe **ATTIJARIWAFABANK** a réalisé au cours de l'exercice 2022 une opération de radiation des créances dont la maturité dans la classe 4 est supérieure à 5 ans et qui respectent les conditions y relatives fixées par la

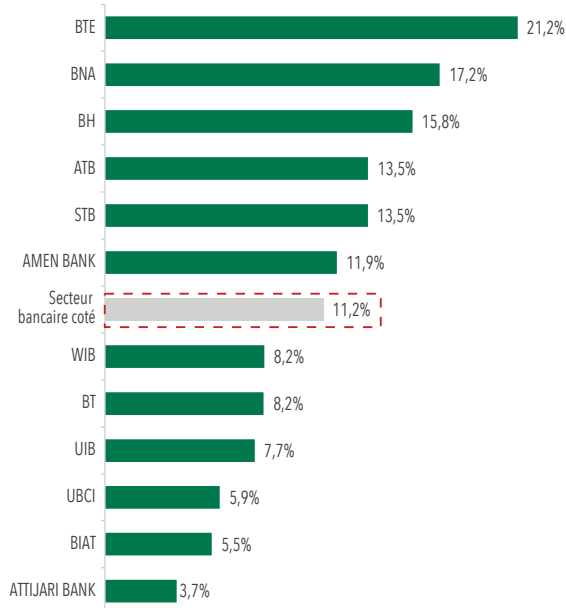
législation fiscale en vigueur. L'opération de radiation a porté sur un encours global de 128,5 MDt totalement couvert par des provisions individuelles et additionnelles à concurrence de 107,9 MDt et des agios réservés à concurrence de 20,6 MDt.

L'exercice 2022 s'est inscrit sous le signe de l'assainissement du bilan pour la **BIAT**. Le leader du secteur a poursuivi ses efforts de couverture de ses risques consacrant une enveloppe de 283 MDt de dotations aux provisions sur les créances, en augmentation de 48,3 % par rapport à 2021. Plus voulue que subie, la hausse du coût du risque est essentiellement attribuable à l'augmentation des provisions collectives. En application des dispositions de la circulaire de la BCT n° 2012-20 du 6 décembre 2012, la banque a constitué par prélèvement sur les résultats des provisions collectives additionnelles de l'ordre 37,5 MDt au titre de l'exercice 2022. Par ailleurs, et dans le cadre de la poursuite du renforcement de la couverture des risques latents par un matelas de fonds propres et en vue de se préparer aux exigences des standards bâlois et des normes IFRS, la banque a procédé à des ajustements des paramètres relatifs au calcul de la provision collective (facteur d'ajustement et taux de provisionnement). Ces ajustements ont eu pour effet la constitution des provisions collectives additionnelles de l'ordre de 162,5 MDt au titre de l'exercice 2022. Les provisions collectives complémentaires ont été calculées en ajustant les taux de migration moyens et les taux de provisionnement. Ainsi, le stock de provisions collectives constituées par la BIAT s'élève à 375,5 MDt au 31 décembre 2022. Également du côté des risques, la BIAT continue à récolter les fruits de sa politique de crédit rigoureuse. Le taux des créances classées a été maintenu stable à 5,5 %, à fin 2022 et reste parmi les plus bas du secteur coté. Le leader du secteur a, également, affiché une amélioration de son ratio de couverture des créances classées, augmentant de 2,1 points pourcentage à 71,5 %. La banque renoue, ainsi, avec le seuil de couverture des créances classées de 70 %, conformément aux promesses du management faites durant les Assemblées Générales Ordinaires des années précédentes.

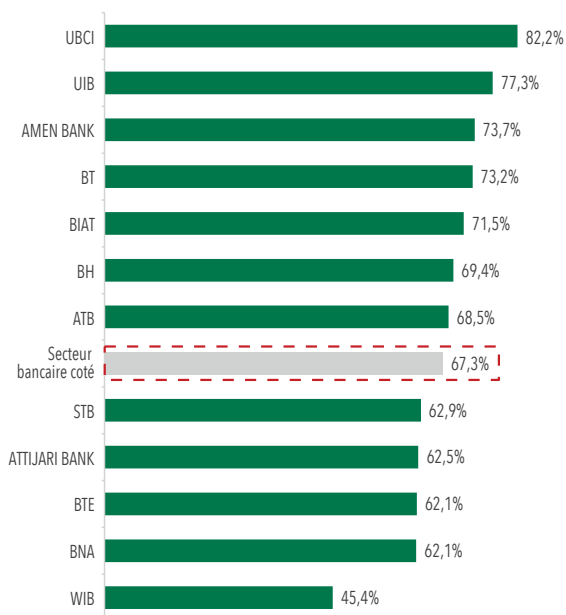
L'**UIB** a tant bien que mal sauvegardé sa qualité du portefeuille en 2022. Le taux des créances classées de la banque privée a légèrement régressé de 0,4 point de pourcentage à 7,7 % sur l'année. Tandis que le taux de couverture des dites créances par les provisions et les agios réservés a quasiment stagné à 77,3 %. La banque a développé au fil des années une diversification saine de son portefeuille des crédits. En effet, l'agriculture, le tourisme et la promotion immobilière ne représentent que 2,7 % des engagements globaux sains de la banque (y compris les engagements hors bilan), fin 2022. Aujourd'hui, 20 ans après sa privatisation, l'**UIB** entame une nouvelle page dans son histoire. Le groupe **SOCIÉTÉ GÉNÉRALE**, actionnaire de référence de la banque, a ouvert une réflexion stratégique sur sa participation au capital de l'**UIB**. Cette démarche s'inscrit dans le cadre de la revue permanente des activités du groupe **SOCIÉTÉ GÉNÉRALE** et de la préparation d'une nouvelle feuille stratégique. Le groupe **SOCIÉTÉ GÉNÉRALE** précise avoir engagé, dans ce cadre, une étude avec une banque-conseil en vue d'identifier des contreparties potentielles pour sa participation au capital de l'**UIB**.

La qualité du portefeuille de la **BT** a quasiment stagné sur l'année écoulée. Son taux des créances classées a

Taux des créances classées du secteur bancaire coté (2022)



Taux de couverture des créances classées du secteur bancaire coté



légèrement augmenté de 0,2 point de pourcentage à 8,2 %. Le taux de couverture desdites créances a, pour sa part, légèrement diminué de 0,8 point de pourcentage à 73,2 %. La normalisation du coût du risque a été l'événement marquant de l'année 2022 pour la doyenne des banques tunisiennes.

En effet, après une année 2021 qui a profité de la baisse des dotations aux provisions sur les créances sur fond d'une reprise sur provisions de 100 MDt sur la société CARTHAGE CEMENT, le coût du risque est reparti à la hausse. Ce dernier s'est établi à 40,5 MDt (contre une dotation nette de 13,7 MDt

en 2021). Ce montant comprend une dotation nette aux provisions individuelles de 25,7 MDt et une dotation nette aux provisions collectives de 12,8 MDt.

Nonobstant un environnement opérationnel ardu marqué par le grippage de l'activité économique et la détérioration de la qualité des créanciers, **AMEN BANK** a affiché une amélioration de sa qualité d'actifs en 2022. Récoltant les résultats du programme de transformation NEXT, la qualité du portefeuille du bras financier du groupe PGI continue à converger vers les standards du secteur privé. En 2022, le taux des créances classées de la banque privée s'est plié de 1,6 % à 11,9 % et le taux de couverture desdites créances par les provisions a signé une avancée de 2,5 % à 73,7 %.

La **BNA**, bras financier de l'État, a enregistré une quasi-stagnation de sa qualité du portefeuille, en 2022. Avec un taux de créances classées de 17,2 % et un taux de couverture de 62,1 %, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits produits sur les dernières années (5,4 milliards de dinars distribués sur la période 2018-2022) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour couvrir convenablement ses risques. Toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 3 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins 1,5 année de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de couverture de 70 %.

La qualité du portefeuille reste le talon d'Achille de la **BTE**. La banque à capitaux tuniso-émiratis affiche de loin le taux des créances classées le plus élevé du secteur coté (21,2 % fin 2022). Par ailleurs, la banque est moins positionnée par rapport à ses consœurs au niveau du taux de couverture (un taux de couverture de 62,1 % contre une moyenne de 67,4 % pour la concurrence cotée, fin 2022). C'est surtout la dégradation du profil payeur de la société publique TUNISIE SUCRE sur les dernières années (des provisions constituées de 20,3 MDt, fin 2021) qui a entraîné une flambée du taux des créances classées et des provisions sur les créances, plombant ainsi la rentabilité de la banque.

Sur le premier semestre 2023, le secteur bancaire coté continue à reporter une hausse à deux chiffres de son coût du risque. Ne tenant pas compte de la **STB**, qui n'a pas encore publié ses comptes semestriels à la date de rédaction de la présente étude (le 15 septembre 2023), les banques cotées ont enregistré une hausse agrégée de leurs dotations aux provisions sur les créances de 36,2 % à 533,1 MDt. À la lumière des chiffres semestriels et au regard de la conjoncture économique difficile, nous pensons que l'année 2023 devrait s'inscrire sous le signe de l'assainissement du bilan pour le secteur bancaire. Si l'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances pour un établissement de crédit est fixée en fin d'exercice par l'institut d'émission, nous n'écartons pas, d'ici la clôture des comptes de 2023, l'institution de nouvelles modifications des règles de calcul des provisions collectives pour lisser davantage l'impact du premier passage aux normes IFRS.

3.6 La rentabilité

En 2022, les banques cotées ont confirmé leur retour à la croissance profitable. Malgré la montée à deux chiffres du coût du risque et la hausse de la pression fiscale (relèvement

du taux de la contribution sociale de solidarité 1 % à 4 % en vertu de la Loi de Finances de 2023), la masse bénéficiaire du secteur coté s'est envolée de 17,9 % à 1,3 milliard de dinars, sans pour autant retrouver ses niveaux d'avant-COVID (précisément de 2019). Sur douze banques cotées, seulement 3 établissements ont reporté une involution de leur Bottom Line. Il s'agit du trio des banques publiques : la **STB** (-21,5 % à 81,6 MDt), la **BH BANK** (-11,9 % à 118,7 MDt) et la **BNA** (-2,4 % à 159,3 MDt). Ces trois banques ont cumulé une baisse de leur capacité bénéficiaire agrégée de -10,5 % à 359,5 MDt contre une envolée des bénéfices du secteur bancaire privé coté de 31,8 % à près de 1 milliard de dinars.

Outre la bonne orientation des résultats nets des banques mères, les bénéfices nets part du groupe des groupes bancaires cotés ont été tirés vers le haut par les bonnes performances des filiales dont l'activité a continué à panser les plaies de la crise de la COVID-19. Le résultat net part du groupe agrégé du secteur coté a augmenté à un rythme plus soutenu que celui des bénéfices individuels (+18,8 %) à 1,4 milliard de dinars. Cela étant dit, en 2022, le ROE consolidé du secteur s'est tassé de 2,6 points de pourcentage pour se situer à 11,8 %. Notons que selon la BCT, le ROE moyen des banques résidentes en Tunisie s'est élevé en 2021 à 9,1 %, contre 8,7 % en 2020.

Les banques privées continuent à surclasser leurs consœurs publiques en termes de rentabilité des capitaux propres, et ce, en dépit des bienfaits des programmes de restructuration et de relance commerciale suivis sur les dernières années dans les établissements étatiques. En 2022, le ROE consolidé moyen du secteur privé coté ressort à 13,8 % contre un taux moyen de 8,4 % pour le secteur public coté.

Après le faux pas de 2021 (des pertes de 68,5 MDt), l'**ATB** a renoué rapidement avec les bénéfices. La filiale du groupe ARAB BANK a profité de l'effet ciseaux positif de la hausse du PNB (+10,1 % à 319,7 MDt) et de la régression prononcée des dotations aux provisions sur les créances (-35,2 % à 70 MDt) pour réaliser un bénéfice net individuel de 11,4 MDt en 2022. Le groupe ATB continue à bénéficier de l'activité bien portante de ses filiales et de leurs bonnes performances financières pour bonifier son résultat net part du groupe. Ce dernier s'est monté à 29,6 MDt fin 2022. La filiale spécialisée dans le métier du leasing, ATL, a amplement contribué à la réalisation de cette performance. Elle a, en effet, réalisé un résultat net part du groupe de 16,3 MDt en 2022 contre 11,1 MDt en 2021. Nonobstant cela, la rentabilité consolidée des capitaux propres de l'ATB reste très faible (0,01 %, fin 2022).

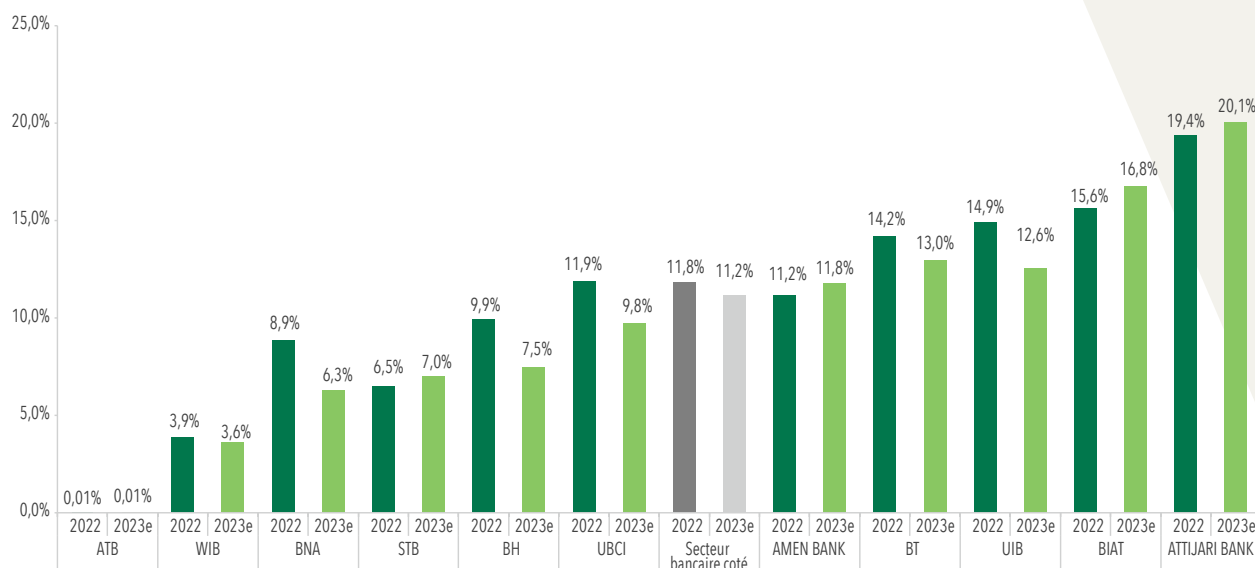
ATTIJARI BANK et la **BIAT** restent les références du secteur en matière de rentabilité. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité, de rigueur et de discipline prudentielle leur valent d'afficher un ROE respectif de 19,4 % et de 15,6 %.

« Les banques privées continuent à surclasser leurs consœurs publiques sur le plan de la rentabilité des capitaux propres, et ce, en dépit des bienfaits des programmes de restructuration et de relance commerciale suivis sur les dernières années dans les établissements étatiques »

Chiffres en MDt	Résultats net individuel					Résultats net part du groupe				
	2021	2022	Variation 2021-2022	2023e	Variation 2022-2023e	2021	2022	Variation 2021-2022	2023e	Variation 2022-2023e
AMEN BANK	129,7	154,9	+19,5 %	179,0	+15,6 %	136,1	152,6	+12,1 %	175,3	+14,9 %
ATB	-68,5	11,4	-	7,2	-36,4 %	-61,4	29,6	-	28,0	-5,4 %
ATTIJARI BANK	160,0	186,1	+16,3 %	201,9	+8,5 %	166,3	196,3	+18,0 %	213,2	+8,6 %
BH	134,7	118,7	-11,9 %	91,0	-23,3 %	137,8	125,1	-9,2 %	98,7	-21,2 %
BIAT	266,8	299,7	+12,3 %	347,0	+15,8 %	283,4	312,4	+10,2 %	361,8	+15,8 %
BNA	163,1	159,3	-2,4 %	114,5	-28,1 %	173,4	169,9	-2,0 %	125,8	-26,0 %
BT	161,4	166,3	+3,1 %	163,6	-1,6 %	152,1	168,6	+10,8 %	166,0	-1,5 %
BTE	-31,7	-30,0	-	-41,9	-	-32,4	-30,3	-	-42,2	-
STB	104,0	81,6	-21,5 %	87,7	+7,5 %	117,0	87,9	-24,9 %	102,4	+16,5 %
UBCI	37,6	59,2	+57,5 %	51,0	-13,8 %	30,5	59,7	+95,8 %	51,6	-13,6 %
UIB	81,4	132,2	+62,4 %	123,7	-6,4 %	82,8	132,5	+60,1 %	124,1	-6,4 %
WIB	1,8	5,3	+192,4 %	4,6	-12,4 %	1,8	6,3	+249,5 %	6,1	-4,1 %
Secteur bancaire coté	1 140,3	1 344,5	+17,9 %	1 329,4	-1,1 %	1 187,5	1 410,7	+18,8 %	1 410,7	+0,0 %
<i>Dont secteur public*</i>	401,8	359,5	-10,5 %	293,2	-18,5 %	428,2	382,9	-10,6 %	326,8	-14,7 %
<i>Dont secteur privé*</i>	770,2	1 015,0	+31,8 %	1 078,1	+6,2 %	791,7	1 058,0	+33,6 %	1 126,0	+6,4 %

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

ROE consolidé par banque (2022-2023e)*



* Hormis BTE dont le ROE est négatif en 2022 et en 2023 (selon nos estimations).

La bonne surprise est venue du côté de la **UIB** qui a significativement amélioré son classement en ce qui concerne la rentabilité financière par rapport à l'année 2021, occupant, désormais, la troisième marche du podium. La résilience de l'activité d'exploitation chez la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE et la baisse du coût du risque (-18,7 % à 37,4 MDt, en 2022) ont libéré un important potentiel de croissance bénéficiaire pour l'UIB en 2022. En conséquence, le Bottom Line de la banque s'est remarquablement redressé (+62,4 % à 132,2 MDt), dépassant son niveau d'avant-COVID. 2022 s'est avérée tout aussi porteuse au niveau consolidé pour la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. L'UIB a vu son résultat net part du groupe croître de 60,1 % à 132,5 MDt. Le ROE consolidé de la banque privée s'est, subséquemment, engraisé de 3,1 points de pourcentage à 14,9 %, en 2022.

WIFAK BANK confirme la trajectoire ascendante de ses résultats, reportant, en 2022, les bénéfices les plus élevés depuis sa transformation en banque islamique (un bénéfice net individuel de 5,3 MDt). Cependant, l'ex-loueur reste à la traîne du secteur bancaire coté en matière de rentabilité financière avec un ROE consolidé de 3,9 %. Pour développer la BANCATAKAFUL, WIB s'est offert, en 2022, la compagnie d'assurance AT-TAKAFULIA pour plus de 15 MDt, devenant l'actionnaire majoritaire de l'assureur à hauteur de 95,9 %. Ce rapprochement entre la banque islamique et l'assurance TAKAFUL en quête d'expansion ne fera que renforcer le positionnement d'une niche de services financiers islamiques basés sur la plateforme commerciale des services et produits dans le but d'élargir l'offre existante et de répondre aux besoins des clients.

Sur le premier semestre de 2023 et ne tenant pas compte de la **STB** (qui n'a pas encore publié ses comptes semestriels à la date de rédaction de ces lignes), le secteur bancaire coté a réalisé un bénéfice net individuel agrégé de 750,8 MDt, soit une hausse timide de 1,7 % par rapport à la première moitié de 2022. L'élargissement des charges opératoires à un rythme

presque aussi soutenu que le PNB et la flambée du coût du risque expliquent ce constat. À notre avis, l'atterrissage de 2023 sera sous le signe de la quasi-stagnation de la capacité bénéficiaire du secteur bancaire coté tant au niveau individuel que consolidé. Ainsi, à l'échelle individuelle, la masse bénéficiaire du secteur bancaire coté devrait marquer le pas à 1,3 milliard de dinars (-1,1 % par rapport à 2022). Quant au résultat net part du groupe agrégé des banques cotées, il devrait, selon nos estimations, se maintenir inchangé à 1,4 milliard de dinars.

«À notre avis, l'atterrissage de 2023 sera sous le signe de la quasi-stagnation de la capacité bénéficiaire du secteur bancaire coté tant au niveau individuel que consolidé. Ainsi, à l'échelle individuelle, la masse bénéficiaire du secteur bancaire coté devrait marquer le pas à 1,3 milliard de dinars (-1,1 % par rapport à 2022). Quant au résultat net part du groupe agrégé des banques cotées, il devrait, selon nos estimations, se maintenir inchangé à 1,4 milliard de dinars»

3.7 La solvabilité

Le secteur bancaire a affiché une consolidation générale de sa solvabilité en 2022 et ce, malgré l'accélération de la cadence de la production induisant une hausse des actifs pondérés par les risques. En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables :

- Le renforcement de la capacité bénéficiaire,
- Les conditions de distribution des dividendes au titre des bénéfices de l'exercice 2021 imposées par la BCT pour renforcer la capacité de résilience du système bancaire face

à la crise de la COVID-19 et aux conséquences de la guerre en Ukraine et ce, conformément à la note BCT n° 2022-11 du 25 mars 2022⁷,

- Le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées,
- Le renforcement des ressources stables du secteur, en 2022, en raison de la réalisation de six émissions obligataires subordonnées pour une enveloppe globale de 620 MDt (dont 420 MDt émis sans appel public à l'épargne).

La consolidation de l'assise financière du secteur est également attestée par le ratio du levier financier (fonds propres/total actifs) qui a quasiment, en 2022, marqué le pas à 10,1 %.

Le renforcement de la solvabilité affiché sur les dernières années a valu au secteur de confirmer sa capacité à distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2022 et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la note BCT n° 2023 - 10⁸.

7 Considérant que les banques et les établissements financiers doivent adopter des politiques de distribution de dividendes suffisamment prudentes et adaptées au contexte national et international permettant de maintenir des niveaux de fonds propres supérieurs aux minimums réglementaires en vigueur pour couvrir les pertes inattendues en rapport avec :

- i/ la persistance d'un niveau d'incertitude élevé quant à l'étendue de l'impact de la pandémie de la COVID-19 sur le secteur réel et le secteur bancaire en particulier;*
- ii/ les effets négatifs de la crise sanitaire qui ne se sont pas encore totalement matérialisés; et*
- iii/ les retombées éventuelles de la crise russo-ukrainienne sur les équilibres économiques et financiers de la Tunisie.*

Et considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS, l'autorité monétaire définit les conditions suivantes pour la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 pour les banques et les établissements financiers :

- a. Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 de 2021 après distribution de dividendes est supérieur à 10,5 % (minimum réglementaire de 7 % plus une marge de sécurité de 3,5 %) : il n'y a pas de limite de distribution des dividendes,*
- b. Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité de 2021 après distribution de dividendes est respectivement supérieur à 9,5 % (minimum réglementaire de 7 % plus une marge de sécurité de 2,5 % tout en étant inférieur à 10,5 %) et à 12,5 % (minimum réglementaire de 10 % plus une marge de sécurité de 2,5 %) : ils peuvent distribuer des dividendes dans la limite de 35 % des bénéfices de l'exercice,*
- c. Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 et/ou le ratio de solvabilité de 2021 après distribution de dividendes est respectivement inférieur ou égal à 9,5 % et à 12,5 % : ils ne peuvent pas distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2021.*

8 Considérant :

- a. la situation économique globale du pays et la poursuite de l'incertitude sur les plans économique et financier,*
- b. l'exacerbation des tensions sur les entreprises et les particuliers provenant des chocs internes et externes (persistance des tensions inflationnistes, avènement du risque hydrique et crise russo-ukrainienne),*
- c. les impératifs du processus de convergence vers les standards bâlois et les normes IFRS d'ici fin 2023,*

« Le renforcement affiché de la solvabilité sur les dernières années a valu au secteur de confirmer sa capacité à distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2022 et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la note BCT n° 2023-10 »

Au titre de l'exercice 2022, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe généreuse de dividendes de 646,5 MDt, en hausse de 17,3 % par rapport à l'exercice 2021 et un payout agrégé moyen appréciable de 48,1 %.

En 2022, toutes les banques cotées affichent un ratio de solvabilité globale supérieur à l'exigence réglementaire de 10 %, à l'exception de la **BTE**. Les fonds propres de l'ancienne banque de développement ont été plombés par les lourdes pertes des dernières années (un déficit cumulé de 78,8 MDt sur la période 2020-2022). La banque affiche au 31 décembre 2022 un ratio de solvabilité globale de 8,2 % (contre un minimum réglementaire de 10 %) et un ratio de solvabilité Tier 1 de 4,6 % (contre un minimum réglementaire de 7 %).

Notons que pour l'ensemble du secteur bancaire (les banques résidentes cotées et non cotées), le ratio de solvabilité globale et de celui du Tier 1 se sont accrus, en 2021, pour se situer à 13,6 % et 10,6 % contre 12,9 % et 10,1 % à fin 2020.

L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 (pour un montant de 338 MDt dont une levée de 167 MDt) et le renforcement de la capacité bénéficiaire dû à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et aux plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT (des plus-values de 331,8 MDt réalisées sur la période 2015-2019) ont sensiblement consolidé la solvabilité de la **BNA**. Les ratios de solvabilité globale et Tier 1 ressortent, en 2022, respectivement à 19,8 % et à 15,6 %, soit des niveaux historiquement élevés pour la

les banques et les établissements financiers doivent poursuivre des politiques de distribution de dividendes prudentes afin de conserver et consolider les coussins de fonds propres au-dessus des niveaux minimums réglementaires.

La distribution des dividendes, par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2022, s'effectue dans les conditions suivantes :

- dans la limite de 35 % du bénéfice de l'exercice 2022 et après accord préalable de la BCT pour les banques et les établissements financiers présentant des ratios de solvabilité globale et Tier 1 arrêtés à fin 2022, après déduction des dividendes à verser, dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5 % au moins;

- sans limite et après accord préalable de la BCT, pour les banques et les établissements financiers présentant des ratios de solvabilité globale et Tier 1 arrêtés à fin 2022, après déduction des dividendes à verser, dépassent les niveaux minimums réglementaires respectivement de 2,5 % et 3,5 % au moins.

Pour rappel, les minimums réglementaires sont précisés par la circulaire aux banques et aux établissements financiers n° 2018-06 relative aux normes d'adéquation des fonds propres, comme suit :

- 10 % pour le ratio de solvabilité globale.*
- 7 % pour le Tier 1.*

Ratio de solvabilité globale

Ratio de solvabilité globale	2021	2022	Variation 2021-2022	Chiffres individuels en MDt	Fonds propres avec affectation			Levier financier (Fonds propres/ Total actifs)		
					2021	2022	Variation	2021	2022	Variation
BNA	19,9 %	19,8 %	≈	AMEN BANK	1 186,2	1 302,2	+9,8 %	12,4 %	12,5 %	≈
BT	17,1 %	16,9 %	▼	ATB	555,5	566,8	+2,1 %	7,3 %	7,3 %	≈
AMEN BANK	16,6 %	16,3 %	▼	ATTIJARI BANK	902,3	960,2	+6,4 %	8,8 %	8,8 %	≈
BIAT	14,2 %	15,7 %	▲	BH	1 161,4	1 235,5	+6,4 %	9,4 %	9,1 %	▼
BH	14,1 %	14,3 %	▲	BIAT	1 842,8	1 957,3	+6,2 %	9,6 %	9,3 %	▼
STB	13,3 %	13,8 %	▲	BNA	1 758,4	1 864,0	+6,0 %	10,4 %	9,7 %	▼
UIB	13,0 %	13,7 %	▲	BT	1 103,3	1 206,6	+9,4 %	16,6 %	16,7 %	≈
UBCI	12,9 %	13,0 %	≈	BTE	88,2	89,9	+2,0 %	6,9 %	6,8 %	≈
ATTIJARI BANK	12,5 %	12,7 %	▲	STB	1 203,8	1 296,4	+7,7 %	8,9 %	8,8 %	≈
ATB	12,3 %	11,8 %	▼	UBCI	447,2	491,4	+9,9 %	11,3 %	11,8 %	▲
BTE	11,1 %	8,2 %	▼	UIB	742,5	850,6	+14,6 %	11,0 %	11,8 %	▲
WIB	15,3 %	NC	-	WIB	154,9	160,2	+3,4 %	15,6 %	12,8 %	▼
				Secteur bancaire coté	11 146,5	11 981,1	+7,5 %	10,2 %	10,1 %	≈
				<i>Dont secteur public*</i>	4 123,6	4 395,9	+6,6 %	9,6 %	9,2 %	▼
				<i>Dont secteur privé*</i>	6 934,7	7 495,2	+8,1 %	10,7 %	10,7 %	≈

	Dividendes distribués au titre de l'exercice 2021			Dividendes distribués au titre de l'exercice 2022			Variation du payout 2021-2022
	En MDt	Dividende par action en Dt	Payout (2021)	En MDt	Dividende par action en Dt	Payout (2022)	
AMEN BANK	38,4	1,450	29,6 %	54,2	2,047	35,0 %	▲
ATB	-	-	0,0 %	-	-	0,0 %	-
ATTIJARI BANK	128,3	3,150	80,2 %	163,0	4,000	87,6 %	▲
BH	45,2	0,950	33,6 %	42,8	0,900	36,1 %	▲
BIAT	185,6	5,200	69,6 %	207,1	5,800	69,1 %	▼
BNA	51,2	0,800	31,4 %	51,2	0,800	32,2 %	▲
BT	63,0	0,280	39,0 %	75,6	0,280	45,5 %	▲
BTE	-	-	0,0 %	-	-	0,0 %	-
STB	-	-	0,0 %	-	-	0,0 %	-
UBCI	15,0	0,750	39,9 %	25,0	1,250	42,2 %	▲
UIB	24,2	0,700	29,7 %	27,6	0,800	20,9 %	▼
WIB	-	-	0,0 %	-	-	0,0 %	-
Secteur bancaire coté	551,0	-	47,8 %	646,5	-	48,1 %	▲
Secteur public*	96,4	-	23,3 %	94,0	-	26,2 %	▼
Secteur privé*	454,6	-	59,0 %	552,5	-	54,4 %	▲

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

banque, qui correspondent approximativement au double de l'exigence réglementaire. La BNA dispose, ainsi, d'une bonne marge de manœuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête des parts de marché dans les prochaines années.

La **BT** continue à se démarquer de ses pairs privés sur le front de la solvabilité. Vu le renforcement de la capacité bénéficiaire, le niveau appréciable des provisions constituées et l'efficacité de la politique de maîtrise des risques, le ratio de solvabilité globale de la banque a atteint au 31 décembre 2022 un niveau de 16,9 %, contre 17,1 % au 31 décembre 2021. La solidité des fonds propres de la doyenne des banques tunisiennes est, également, attestée par le niveau hors pair du levier financier (16,7 % fin 2022 contre une moyenne de 10,7 % pour le secteur bancaire privé).

Les résultats de 2022 et la politique prudente de sélection des risques se sont fait ressentir sur la solvabilité d'**AMEN BANK** qui reste dans les standards les plus élevés du secteur coté. Le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité globale se sont respectivement établis à 12 % et à 16,3 % à fin 2022. Les niveaux de solvabilité confortables ont permis à AMEN BANK de se conformer aux dispositions de la note de la BCT n° 2023 - 10 du 7 mars 2023, régissant la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2022 par les banques et les établissements financiers, et de distribuer un dividende par action de 2,047 Dt au titre de l'exercice 2022 (soit un payout de 35 %).

« En 2022, toutes les banques cotées affichent un ratio de solvabilité globale supérieur à l'exigence réglementaire de 10 %, à l'exception de la BTE.

Les fonds propres de l'ancienne banque de développement ont été plombés par les lourdes pertes des dernières années»

La **BIAT** a pu consolider ses niveaux de solvabilité en 2022. Le ratio de solvabilité globale du leader du secteur a augmenté de 1,5 point de pourcentage à 15,7 %. Nonobstant la politique généreuse de distribution des dividendes adoptée sur les dernières années, la banque a maintenu son ratio de solvabilité Tier 1 stable à 10,6 %, fin 2022. L'assise financière robuste de la BIAT reflétée au niveau de ses ratios de solvabilité confortables a permis à la banque de se conformer aux dispositions de la note aux banques et aux établissements financiers n° 2023 - 10 du 7 mars 2023, régissant la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2022 et de distribuer un dividende de 5,800 Dt par action au titre de l'exercice 2022 (soit un payout attractif de 69,1 %), contre un montant 5,200 Dt par action, au titre de l'exercice 2021 et un montant de 5,400 Dt par action proposé initialement par le Conseil d'Administration de la banque.

Malgré sa politique généreuse de dividende (un payout de 87,6 %, soit le taux le plus élevé à l'échelle du secteur bancaire coté), **ATTIJARI BANK** est parvenue à améliorer son ratio de solvabilité globale en 2022. Grâce à la solide croissance bénéficiaire de 2022 et au pilotage optimal des risques, ce dernier a augmenté de 0,2 point de pourcentage à 12,7 % (ratio calculé après distribution des dividendes).

En 2023, et malgré la quasi-stagnation anticipée des bénéfices, nous nous attendons à ce que les banques maintiennent leur

solvabilité à ses niveaux de 2022 et ce, pour deux principales raisons :

- La nette décélération attendue de la production impliquant un ralentissement de la croissance des actifs pondérés par les risques.
- La poursuite du retour de l'épargne vers le marché obligataire permettant aux banques de lever des quasi-fonds propres en cas de besoin.

Par ailleurs, pour renforcer la capacité de résilience des banques face au ralentissement économique que traverse la Tunisie, et considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS, nous n'écartons pas la possibilité que l'autorité monétaire pourrait imposer de nouvelles restrictions sur la distribution des dividendes du secteur au titre de l'exercice 2023.

4. MODÈLE DE SCORING

Étant donné les fondamentaux et les profils de risque différents, nous utilisons la méthode de notation multicritères : méthode de Scoring dans notre benchmarking bancaire. Cette approche repose sur plusieurs critères fondamentaux, inhérents à l'activité bancaire :

4.1 La dynamique commerciale

Nous privilégions les banques qui occupent une position concurrentielle forte et qui adoptent une politique de collecte et de crédit active sans pénaliser leur ratio de transformation réglementaire.

Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

- La part de marché « dépôts » à fin décembre 2022,
- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2021-2022,
- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2022.

4.2 Le Produit Net Bancaire (2022)

Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB la plus favorable à la hausse des taux et la structure de la collecte la plus avantageuse. Ces indicateurs sont appréciés par :

- L'exposition à la marge d'intérêt,
- Le coût moyen apparent des ressources,
- Le spread d'intérêt moyen apparent,
- La part des dépôts à vue dans le total « dépôts ».

Nous préférons, également, les banques avec la plus forte exposition aux commissions ; un levier de croissance « sans risque » indispensable pour les banques en cette période de ralentissement économique.

4.3 La productivité (2022)

Ce critère est mesuré par le coefficient d'exploitation et par le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions.

4.4 La qualité du portefeuille (2022)

Elle est évaluée par le taux des créances classées et le taux de couverture de ces créances par les provisions.

4.5 La rentabilité des fonds propres

(estimations de 2023)

Elle est mesurée par le ROE consolidé pour chaque banque.

4.6 La solvabilité (2022)

Cet indicateur reflète la solidité financière d'une banque. En l'absence d'une information exhaustive sur le ratio Tier 1 (qui apprécie la solidité de la partie stable des fonds propres), notre analyse se limitera au ratio de solvabilité globale; un indicateur qui tient compte des fonds propres complémentaires.

4.7 Le ratio du levier (2022)

Le ratio du levier représente une mesure non pondérée de la solvabilité bancaire. Bien qu'aucune exigence réglementaire n'ait été encore imposée en matière de levier financier en Tunisie, l'utilisation du critère du levier fournit une appréciation supplémentaire sur le degré d'adéquation des fonds propres aux emplois d'une banque.

Le numérateur du ratio est constitué par les fonds propres nets. Son dénominateur est le total des actifs.

4.8 Les ratios de valorisation boursière

(estimés pour 2023)

Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividendes. Pour neutraliser l'impact de la politique de provisionnement sur les fonds propres et remettre les banques sur le même pied d'égalité au niveau de la couverture des créances classées par les provisions, nous avons déterminé un P/B ajusté. Ce dernier se base sur des fonds propres retraités qui sont calculés par référence à un taux de couverture uniforme de 70 % pour tout le secteur. Les retraitements incluent, de surcroît, la dotation de l'État à la **STB** (117 MDt).

4.9 La liquidité boursière (sur la période 2022 - 15/09/2023)

Elle est jaugée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le flottant du capital social). Nous ne tenons pas en compte, dans le calcul de ce ratio, des opérations portant sur les participations stratégiques.

5. VALORISATION ET OPINIONS DE TUNISIE VALEURS

Les résultats donnés par l'analyse Scoring nous permettent de classer les valeurs bancaires comme suit :

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31.12.2022 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Arbitrage Activité du crédit/Activité du placement (Encours de crédits / Bons d'Etat)	Produit Net Bancaire										
	Part de marché dépôts		Croissance moyenne des crédits sur la période 2021-2022		Ratio de transformation réglementaire			Exposition à la marge d'intérêt		Coût moyen apparent des ressources		Spread d'intérêt moyen apparent		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts		Capacité génératrice de commissions: part des commissions dans le PNB		
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang		Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur
1 BIAT	20,2 %	1	4,1 %	11	89,0 %	1	4,1	11	44,2 %	9	3,4 %	2	4,5 %	4	51,7 %	2	19,3 %	8
2 UIB	6,9 %	8	4,6 %	9	115,5 %	6	21,9	2	56,3 %	3	4,4 %	4	4,2 %	7	27,5 %	8	30,5 %	2
3 ATTIJARI BANK	11,0 %	4	5,4 %	6	NC*	9	7,7	5	50,2 %	8	3,4 %	3	5,2 %	2	46,0 %	3	21,7 %	6
4 UBCI	3,7 %	10	6,9 %	5	113,1 %	4	5,9	10	56,4 %	2	3,2 %	1	5,4 %	1	56,2 %	1	20,6 %	7
5 BT	6,2 %	9	4,8 %	8	104,5 %	2	8,0	4	54,4 %	5	4,7 %	5	4,5 %	5	29,3 %	7	16,3 %	11
6 AMEN BANK	8,2 %	6	7,1 %	4	105,4 %	3	6,1	8	36,1 %	11	5,6 %	10	4,0 %	8	27,3 %	9	24,3 %	4
7 BH	10,0 %	5	4,3 %	10	117,8 %	7	7,3	7	55,3 %	4	4,8 %	7	3,8 %	9	32,0 %	6	18,1 %	10
8 WIB	0,9 %	12	29,3 %	1	NC*	9	NS**	1	65,1 %	1	4,8 %	8	4,5 %	3	36,9 %	4	29,1 %	3
9 STB	11,6 %	3	9,4 %	2	121,3 %	8	7,6	6	53,3 %	6	5,1 %	9	3,7 %	10	26,9 %	10	18,4 %	9
10 BNA	12,9 %	2	7,7 %	3	NC*	9	4,0	12	51,2 %	7	5,8 %	11	4,3 %	6	26,5 %	11	16,1 %	12
11 ATB	7,3 %	7	3,1 %	12	NC*	9	5,9	9	41,7 %	10	4,7 %	6	3,1 %	11	33,0 %	5	23,7 %	5
12 BTE	1,0 %	11	5,3 %	7	113,3 %	5	11,3	3	33,2 %	12	6,0 %	12	2,7 %	12	19,5 %	12	44,4 %	1
Moyenne sectorielle	-	-	6,0 %	-	-	-	6,0	-	49,4 %	-	4,8 %	-	4,0 %	-	36,2 %	-	20,6 %	-

* Non communiqué.

** Non significatif.

Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31.12.2022 (sauf indication contraire)	Productivité		Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2023e	Ratio de solvabilité globale	Ratio du levier	Ratios de valorisation*						Liquidité boursière: taux de rotation sur la période 2022 - 15/09/2023	Score final						
	Coefficient d'exploitation	Ratio commissions/masse salariale	Taux de créances classées		Taux de couverture					P/B ajusté 2023e	P/E 2023e		Dividend yield 2023e										
			Valeur & Rang	Valeur & Rang	Valeur & Rang	Valeur & Rang					Valeur & Rang	Valeur & Rang	Valeur & Rang	Valeur & Rang									
1 BIAT	39,2 %	2	93,4 %	1	5,5 %	2	71,5 %	5	16,8 %	2	15,7 %	4	9,3 %	7	1,5	10	9,2	9	6,2 %	2	32,5 %	6	160
2 UIB	48,9 %	7	86,3 %	2	7,7 %	4	77,3 %	2	12,6 %	4	13,7 %	7	11,8 %	4	0,9	8	7,2	5	3,1 %	8	142,0 %	2	157
3 ATTIJARI BANK	49,0 %	8	64,6 %	9	3,7 %	1	62,5 %	9	20,1 %	1	12,7 %	9	8,8 %	10	1,8	12	8,7	7	8,8 %	1	47,0 %	4	151
4 UBCI	65,3 %	9	50,5 %	12	5,9 %	3	82,2 %	1	9,8 %	6	13,0 %	8	11,8 %	5	0,8	7	8,9	8	5,5 %	3	17,4 %	10	149
5 BT	34,2 %	1	69,6 %	6	8,2 %	5	73,2 %	4	13,0 %	3	16,9 %	2	16,7 %	1	1,1	9	8,5	6	5,3 %	4	11,3 %	12	147
6 AMEN BANK	39,9 %	3	85,7 %	3	11,9 %	7	73,7 %	3	11,8 %	5	16,3 %	3	12,5 %	3	0,7	5	5,9	3	5,2 %	6	100,3 %	3	139
7 BH	40,4 %	5	67,2 %	7	15,8 %	10	69,4 %	6	7,5 %	7	14,3 %	5	9,1 %	8	0,5	3	6,0	4	3,6 %	7	36,8 %	5	133
8 WIB	69,3 %	11	70,3 %	4	8,2 %	6	45,4 %	12	3,6 %	10	NC**	12	12,8 %	2	1,7	11	41,8	11	0,0 %	9	207,5 %	1	121
9 STB	44,6 %	6	65,0 %	8	13,5 %	8	62,9 %	8	7,0 %	8	13,8 %	6	8,8 %	9	0,5	4	5,5	2	0,0 %	9	22,7 %	9	115
10 BNA	40,2 %	4	56,9 %	11	17,2 %	11	62,1 %	11	6,3 %	9	19,8 %	1	9,7 %	6	0,3	2	3,8	1	5,3 %	5	30,3 %	8	114
11 ATB	67,6 %	10	62,2 %	10	13,5 %	9	68,5 %	7	0,0 %	11	11,8 %	10	7,3 %	11	0,8	6	15,2	10	0,0 %	9	31,5 %	7	78
12 BTE	98,9 %	12	69,6 %	5	21,2 %	12	62,1 %	10	Négatif	12	8,2 %	11	6,8 %	12	0,2	1	N.S***	12	0,0 %	9	13,4 %	11	73
Moyenne sectorielle	45,0 %		- 71,2 %		- 11,2 %		- 67,3 %		- 11,6 %				- 10,1 %		0,9		- 7,8		- 5,3 %		- 26,7 %		128

* Chiffres au 15 septembre 2023.

** Non communiqué.

*** Non significatif.

1. Les Blue Chips

Les banques les plus réactives de la place qui ont maintenu une politique de crédits dynamique sur les dernières années et qui affichent une collecte bon marché et les ratios prudentiels les plus solides. Ces dernières sont le plus à même de résister aux retentissements de la crise, à un éventuel assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre réglementaire. Ces banques sont aussi les plus outillées pour la transition vers les normes de Bâle III et la migration vers les normes IFRS. Avec des fondamentaux qui se distinguent nettement de la concurrence, **BIAT**, **UIB** et **ATTIJARI BANK** devraient continuer à profiter d'un mouvement de «Flight To Quality».

2. Les bonnes valeurs

Les banques qui affichent des leviers de rentabilité partiellement exploités et des valorisations qui reflètent leurs fondamentaux actuels et les risques conjoncturels à court terme. Cette catégorie de banques inclut l'**UBCI**, la **BT** et **AMEN BANK**.

3. Les valeurs sous surveillance

Nous suivons de plus près les titres **BH BANK** et **WIB**. Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'un ajustement technique que nous pensons légitime compte tenu de la valorisation abordable de la BH et du décollage commercial de la WIB.

4. Les valeurs à alléger

Les banques qui présentent un profil de risque plus élevé que la concurrence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs. Cette catégorie de valeurs regroupe les actions **STB**, **BNA**, **ATB** et **BTE**.

«**AMEN BANK** a réussi à améliorer son classement dans notre benchmarking bancaire par rapport à l'année dernière. Nous passons ainsi de "Conserver" à "Conserver avec des perspectives positives"»

«Le classement de la **BH** et **BNA** dans notre benchmarking s'est détérioré comparativement à l'année dernière. Nous passons de "Conserver avec des perspectives positives" à "Conserver" sur la BH. Par ailleurs, nous passons de "Conserver" à "Alléger" sur la **BNA**»

VALEUR : BIAT

Capitalisation*	3 336 MDt
P/E 2023e*	9,2x
P/B ajusté 2023e*	1,5x
Dividend Yield 2023e*	6,2%
Performance 2023*	+12,8 %

Points forts/Opportunités

- Une capacité inégalée à collecter les ressources « bon marché » qui vaut à la banque d'afficher un coût des ressources et un spread d'intérêt parmi les plus appréciables du secteur.
- Une position dominante qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes.
- Une bonne diversification du portefeuille de crédits avec une faible présence sur le secteur du tourisme (moins de 5 % des engagements).
- Un portefeuille de créances parmi les plus sains du secteur coté avec un taux des créances classées parmi les plus faibles à l'échelle du secteur.
- Avec une marge de flexibilité de 31 points de pourcentage au niveau du ratio de transformation (Crédits/Dépôts), par rapport à l'exigence réglementaire (de 120 %), la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années.

Points faibles/Menaces

- Avec un taux de couverture des créances classées par les provisions de 71,5 %, proche du seuil recommandé par la BCT (70 %), la banque pourrait poursuivre ses efforts de couverture des créances classées dans les prochaines années si la conjoncture économique et le profil payeur de ses clients se dégradent davantage. Ce constat conditionnera la rentabilité future de la banque.

Recommandation

- Fortement attendus, les résultats de 2022 de la BIAT nous réconfortent une nouvelle fois 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 contexte économique ardu. Malgré l'approche prudente adoptée par le management pour couvrir convenablement les risques et qui a induit une augmentation sensible du coût du risque dopé par les provisions collectives, la banque a maintenu le cap sur la croissance atteignant des jalons très importants et réalisant des performances records.
 - Sur le premier semestre de l'année 2023, le leader du secteur a affiché des réalisations réconfortantes. La croissance vigoureuse du PNB a permis à la banque de contrebalancer la hausse des frais généraux et la progression soutenue du coût du risque, dégageant, ainsi, des bénéfices nets de 222,9 MDt, en progression de 6,8 % par rapport au S1 2022. Un record historique pour la banque privée.
 - Le leadership de la banque sur les dépôts à vue et sa marge de manœuvre confortable sur le ratio de transformation réglementaire sont les armes de la BIAT face aux contraintes conjoncturelles en Tunisie profondément marquées par la stagflation.
 - Première capitalisation du marché actions, détrônant même la SFBT, la BIAT n'a pas 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 2022. Et pour cause, la banque n° 1 en Tunisie jouit d'une assise financière solide lui permettant de distribuer un dividende de 5,800 Dt par action au titre de l'exercice 2022 (en hausse de 11,5 % par rapport au dividende versé au titre de l'exercice 2021), soit un payout exceptionnel de 69,1 %, parmi les plus élevés de la cote.
 - Malgré son parcours en bourse, 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 morosité ambiante, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement 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.**

* Chiffres au 15 septembre 2023.

VALEUR : UIB

Capitalisation*	843,3 MDt
P/E 2023e*	7,2x
P/B ajusté 2023e*	0,9x
Dividend Yield 2023e*	3,1%
Performance 2023*	+11,3 %

Points forts/Opportunités

- Une dynamique commerciale confirmée et une forte capacité génératrice de commissions avec la 2e plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur après celle de la BTE (de 30,5 % à fin 2022 contre une contribution moyenne de 20,6 % pour l'ensemble du secteur).
- Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt (56,3 %, fin 2022) et un coût des ressources parmi les plus faibles du secteur : meilleure posture pour profiter du contexte de taux haussiers.
- Une diversification saine du portefeuille de crédits : le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours des crédits de la banque (2,7 % des engagements, en 2022).
- Une bonne qualité d'actifs, parmi les plus saines du secteur et une productivité historiquement en ligne avec le secteur privé.

Points faibles/Menaces

- Une banque de taille moyenne (8e position en matière de dépôts et 7e position sur le plan des crédits dans le secteur bancaire coté).
- Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements et qui fournit 80 % des ressources collectées par la banque en 2022)
- Un ratio de transformation réglementaire et un ratio de solvabilité globale à améliorer.
- Un payout faible (20,9 % en 2022 comparativement à la moyenne du secteur bancaire coté (48,1 % en 2022).

Recommandation

- L'UIB a publié au titre de l'exercice 2022 des résultats d'excellente facture, alliant croissance, rentabilité et discipline prudentielle. Le bilan de 2022 a profité d'une activité d'exploitation qui continue à avoir le vent en poupe et d'une baisse notable du coût du risque, malgré le contexte économique morose et la dégradation du climat des affaires.
- 2023 s'annonce comme un « accident de parcours » pour l'UIB au niveau de la rentabilité. Ce constat est attesté par les comptes semestriels de la banque privée qui font état d'une croissance du PNB inférieure à celle des charges opératoires et d'un doublement du coût du risque à 28,8 MDt. La banque a affiché, in fine, une baisse de son Bottom Line de 14 % à 57,8 MDt.
- 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.
- Aujourd'hui, 20 ans après sa privatisation, l'UIB entame une nouvelle page dans son histoire. Le groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, actionnaire de référence de la banque, a ouvert une réflexion stratégique sur sa participation au capital de l'UIB. Nul doute que l'annonce de l'éventuelle cession majoritaire de l'UIB constitue un catalyseur pour le titre en Bourse. Cependant, le processus de cession de la participation de la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE devrait prendre le temps nécessaire. Entre-temps, les spéculations sur l'identité du futur repreneur tiendront le marché en haleine dans les prochains mois.
- Au vu de ses multiples actuels et malgré un premier semestre en deçà des attentes, l'UIB est bien outillée pour poursuivre son mouvement de redressement boursier en 2023. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes bâloises de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise économique actuelle.

- Nous continuons à recommander un positionnement à l'«Achat» sur la valeur.

* Chiffres au 15 septembre 2023.

UIB : la cession de 52% du capital de la banque suscite l'intérêt de plusieurs investisseurs

Le groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE a porté à la connaissance du Conseil d'Administration de l'UIB qu'à la suite du communiqué de l'UIB en date du 7 juin 2023 faisant état de l'ouverture d'une réflexion stratégique concernant sa participation de 52,34% du capital de l'UIB, plusieurs marques d'intérêt lui ont été exprimées de façon préliminaire par des investisseurs. L'attention que la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE leur accordera se fera selon un calendrier à déterminer en harmonie avec les attentes des autorités tunisiennes et avec le soutien de l'UIB. Le groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE tient à préciser qu'il ne marquera pas de porter à la connaissance du Conseil d'Administration de l'UIB et des marchés, au moment opportun où elles seront connues et déterminées, toute information utile et pertinente concernant notamment les modalités de l'opération.

VALEUR : ATTIJARI BANK

Capitalisation*	1 845 MDt
P/E 2023e*	8,7x
P/B ajusté 2023e*	1,8x
Dividend Yield 2023e*	8,8 %
Performance 2023*	+33,2 %

Points forts/Opportunités

- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité.
- Une référence en matière de réactivité commerciale : une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place.
- Une capacité de résilience prouvée : la banque la plus rentable en termes de ROE et deuxième banque la plus liquide du secteur après la BIAT (selon le ratio de transformation global avec un taux de 70,3 % à fin 2022).
- Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur.

Points faibles/Menaces

- Un coefficient d'exploitation (49 %, à fin 2022) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions (de 64,6 % en 2021) qui se comparent défavorablement à la moyenne du secteur coté.

Recommandation

- 2022 a été un bon millésime 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. 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.
- Le bilan du premier semestre 2023 s'est avéré concluant pour la filiale du groupe ATTIJARIWafa Bank. Malgré l'atonie de l'activité du crédit (un encours des crédits en hausse de 1 % seulement à 6,7 milliards de dinars par rapport au 31 décembre 2022), l'activité de collecte a maintenu son élan de croissance (un encours des dépôts en progression de 4,6 % à 9,8 milliards de dinars par rapport au 31 décembre 2022) et le PNB a été bien orienté, se renforçant de 14,2 % à 323,7 MDt. La rentabilité a, également, été au rendez-vous avec un Bottom Line en hausse de 14,7 % à 109,1 MDt.
- En 2024, ATTIJARI devrait composer avec un environnement 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.
- En Bourse, l'action n'a pas réagi aux conditions de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2022 telles que définies par la BCT (conformément à la note de la BCT n° 2023- 10 du 7 mars 2023). Et pour cause, ATTIJARI dispose d'un matelas confortable de fonds propres, lui permettant d'annoncer un dividende de 4,000 Dt par action, ce qui correspond à un payout exceptionnel de 87,6 %. Malgré son évolution en 2023, l'action traite à une valorisation décotée qui sous-estime les qualités fondamentales d'ATTIJARI (une bonne qualité du portefeuille et un ratio de transformation global parmi les plus faibles du secteur) et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés. Prisé par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, ATTIJARI BANK est un bon véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté.

- Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.

* Chiffres au 15 septembre 2023.

ATTIJARI BANK : augmentation du capital social réservée au personnel actif et permanent du groupe

L'Assemblée Générale Extraordinaire du 28 novembre 2023 d'ATTIJARI BANK a décidé d'une augmentation du capital social de la banque réservée intégralement à son personnel actif et permanent et à celui de ses filiales. Il s'agit d'une augmentation en numéraire d'un montant global de 6 290 015 Dt, portant le capital de 203 709 985 Dt à 210 000 000 Dt, et ce par la création de 1 258 003 actions nouvelles de valeur nominale cinq (5) Dt chacune, majorée d'une prime d'émission de 34,100 Dt par action, soit un prix d'émission de 39,100 Dt par action. Ces nouvelles actions seront libérées intégralement à la souscription et porteront jouissance à partir du 1er janvier 2024

VALEUR : UBCI

Capitalisation*	458 MDt
P/E 2023e*	8,9x
P/B ajusté 2023e*	0,8x
Dividend Yield 2023e*	5,5 %
Performance 2023*	+9,8 %

Points forts/Opportunités

- La banque a réussi, au fil des années à imposer sa rigueur comme exemple : un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux des créances classées de 5,9 % et « zéro » exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 82,2 %, le plus élevé du secteur bancaire coté).
- Une structure des dépôts avantageuse : 56,2 % des ressources sont constituées par des dépôts faiblement rémunérés, les dépôts à vue, et le spread d'intérêt le plus élevé du secteur coté (5,4 %, selon nos estimations, contre une moyenne sectorielle de 4 %) d'où une meilleure posture pour profiter du cycle haussier des taux.

Points faibles/Menaces

- Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est longtemps restée timide au niveau de sa croissance : un réseau commercial qui s'est réduit à une centaine d'agences depuis 2010 et des parts de marché qui stagnent.
- Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis sur les dernières années, l'UBCI figure parmi les banques les moins productives du secteur bancaire coté : un coefficient d'exploitation de 65,3 % contre une moyenne sectorielle de 45 % et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions de 50,5 % (le plus faible du secteur bancaire coté) fin 2022, **contre une moyenne sectorielle de 71,2 %**.
- Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing).

Recommandation

- 2022 a été une année performante pour l'UBCI tant sur le plan de la croissance des revenus et de la rentabilité qu'au niveau de la consolidation et la maîtrise des fondamentaux et des ratios réglementaires. La banque a, également, progressé dans le déploiement de ses projets stratégiques, notamment la transformation de son système d'information et la réorganisation de son dispositif commercial dans le cadre d'une croissance plus efficiente.
- La refonte du système d'information sera achevée en 2024. Ce nouveau Core Banking permettra notamment de digitaliser la majorité de services bancaires afin d'améliorer l'expérience client et continuer à répondre plus efficacement à ses besoins les plus pointus avec une maîtrise optimale des délais. Ce système donnera la possibilité de saisir de nouvelles opportunités pour un nouveau modèle bancaire.
- L'atterrissage du premier semestre de 2023 a été décevant pour l'UBCI. Malgré la résilience de l'activité d'intermédiation (+3,5 % à 2,9 milliards de dinars au niveau de l'encours des crédits et +6,9 % à 3,4 milliards de dinars au niveau de l'encours des dépôts par rapport au 31 décembre 2022), la croissance du PNB (+5,9 % à 151,8 MDt) s'est avérée insuffisante pour faire face à la flambée du coût du risque et des frais de personnel (+9,2 % à 63,9 MDt). Résultat des courses, la banque a accusé une baisse de son résultat net de 9,4 % à 25,2 MDt.
- Sur le long terme, l'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse avec des leviers de croissance présentement sous-exploités : 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau 3) un portefeuille de crédit sain qui permet d'asseoir une politique commerciale plus dynamique et 4) développement des synergies autour de la bancassurance avec le groupe CARTE, le nouvel actionnaire de référence. En Bourse, le titre affiche des niveaux de valorisation globalement en ligne avec le secteur coté.
- **Au vu des résultats du S1 2023 et de notre benchmarking bancaire nous passons d'« Acheter » à « Conserver avec des perspectives positives » sur l'UBCI.**

* Chiffres au 15 septembre 2023.

VALEUR : BT

Capitalisation*	1 415 MDt
P/E 2023e*	8,5x
P/B ajusté 2023e*	1,1x
Dividend Yield 2023e*	5,3%
Performance 2023*	+6,6 %

Points forts/Opportunités

- Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché (adoption de la politique d'intéressement), la BT demeure une véritable référence sur le plan de la productivité.
- Une stratégie de développement qui a de tout temps joué la carte de la prudence, privilégiant la qualité aux volumes. La BT a engagé une réflexion sur la stratégie de développement à adopter dans les prochaines années pour assurer sa croissance et atteindre une part de marché plus significative. Cette réflexion est en cours et la banque se fait assister par son actionnaire de référence (le groupe CIC) et un cabinet d'expertise externe. L'aboutissement de cette réflexion devrait se faire ressentir sur le positionnement commercial de la banque et ses parts de marché à l'avenir.
- Une exposition élevée à la marge d'intérêt (54,4 % fin 2022) favorable en périodes de taux haussiers.
- Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité globale de 16,9 %).
- Un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) appréciable (104,5 % fin 2022) laissant une marge de manœuvre pour la banque pour revigorer sa production sans céder à la surenchère tarifaire.

Points faibles/Menaces

- Une banque de taille moyenne, classée 9e dans le palmarès des dépôts et des crédits du secteur bancaire coté.
- Un réseau d'agences nettement moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT vs. 147 pour l'UIB et 157 pour AMEN BANK).
- Une faible contribution des commissions dans la génération du PNB (une proportion de 16,3 % fin 2022) comparativement aux standards du secteur bancaire coté (une contribution moyenne de 20,6 % fin 2022).

Recommandation

- Dans un contexte marqué par une économie fragilisée par les répercussions de la crise COVID-19 et du conflit en Ukraine, le ralentissement de la croissance mondiale, les incertitudes économiques et politiques et les difficultés des finances publiques tunisiennes, la BT a continué d'accompagner ses clients et de contribuer au financement de l'économie tunisienne, tout en maintenant un système rigoureux de pilotage des risques. La banque a publié au titre de l'exercice 2022 des résultats de bonne facture, gardant le cap sur la croissance et sur la solidité bilancielle.
 - Tous les clignotants sont au vert au terme du premier semestre de 2023 pour la BT. La doyenne des banques tunisiennes a confirmé la résilience de son modèle économique face à la conjoncture reportant une croissance des crédits de 2,1 % à 5,4 milliards de dinars, une hausse des dépôts de 4,4 % à 5,5 milliards de dinars, par rapport au 31 décembre 2022, et une progression du PNB de 11 % à 227 MDt. La rentabilité de la banque s'est, également, bien défendue face à des niveaux de coût du risque qui restent élevés. La BT a dégagé, au final, un bénéfice semestriel net de 76,4 MDt (+16,1 % par rapport au 1er semestre de 2022).
 - En 2023, le titre a poursuivi son trend haussier saluant la croissance des bénéfices et l'annonce d'un dividende par action de 0,280 Dt, malgré les restrictions imposées par la BCT sur la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2022.
 - La BT est une banque suffisamment armée pour s'accommoder avec les contraintes de son environnement opérationnel. La banque devrait, dans les prochaines années, capitaliser sur ses atouts pour surmonter la morosité ambiante : une assise financière solide et un niveau de solvabilité parmi les plus confortables du secteur, une productivité à la pointe de la place, une politique de crédit historiquement sélective et une bonne discipline prudentielle.
- Nous recommandons de conserver la valeur avec des perspectives positives.**

* Chiffres au 15 septembre 2023.

VALEUR : AMEN BANK

Capitalisation*	1 035 MDt
P/E 2023e*	5,9x
P/B ajusté 2023e*	0,7x
Dividend Yield 2023e*	5,2 %
Performance 2023*	+57,1 %

Points forts/Opportunités

- Après des années de course aux parts de marché, la banque change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan : rationalisation des octrois de crédits et désengagement des ressources chères. D'ailleurs, le programme de transformation NEXT, a permis à la banque de réaliser un rééquilibrage de l'activité commerciale entre le Corporate et le Retail, qui place le client au centre des préoccupations à travers des dispositifs de prise en charge et offres différenciées et des canaux de distribution adaptés aux différents segments de la clientèle.
- Les bienfaits de la stratégie de rationalisation des octrois des crédits suivie sur les dernières années sont perceptibles au niveau de la structure des engagements de la banque. AMEN BANK continue à faire pression à la baisse sur ses expositions aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière.
- La banque jouit d'une structure du PNB parmi les plus équilibrées du secteur.
- La productivité reste l'atout majeur d'AMEN BANK. La banque affiche un coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (39,9 %, fin 2022) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions appréciable (85,7 %, fin 2022).
- Avec un ratio de solvabilité confortable (un ratio de solvabilité globale de 16,3 %), AMEN BANK est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur.
- Un ratio de transformation (Crédits/Dépôts) confortable qui affiche une marge de flexibilité de 14,6 points de pourcentage par rapport à la limite réglementaire.
- L'appartenance de la banque au groupe PGI, un groupe solide et diversifié, lui permet d'alimenter sa croissance.

Points faibles/Menaces

- Une exposition élevée aux ressources onéreuses, les dépôts à terme (40,6 %, fin 2022) qui pénalise le coût des ressources de la banque. Ce dernier se monte à 5,6 %, selon nos estimations (fin 2022) contre une moyenne sectorielle de 4,8 %.
- Malgré les efforts d'assainissement du bilan entrepris sur les dernières années, la qualité du portefeuille se compare défavorablement au secteur bancaire coté privé.

Recommandation

- L'année 2022 s'est avérée un bon millésime à tous les niveaux pour AMEN BANK. Le bras financier du groupe PGI y a pu confirmer son dynamisme et sa résilience face à un contexte économique difficile profondément marqué par les répercussions de la guerre en Ukraine. En 2022, l'activité d'exploitation a été bien orientée et la rentabilité a été sensiblement consolidée. Malgré les pressions inflationnistes et les exigences supplémentaires en fonds propres, la banque continue à montrer l'exemple en matière de productivité et de solvabilité.
 - En 2023, le tournant vers une croissance plus équilibrée se confirme avec la poursuite de la rationalisation de l'appareil d'octroi des crédits et la qualité du portefeuille continue à converger vers les standards du secteur privé. Dans le cadre du programme de transformation NEXT, lancé en 2019, AMEN BANK devrait, dans les prochaines années, continuer à rééquilibrer son business model entre le Corporate et le Retail, diversifier les revenus et renforcer la maîtrise des risques et des charges.
 - Sur le premier semestre de 2023, l'activité d'exploitation reste dynamique et la rentabilité poursuit sa trajectoire ascendante. AMEN BANK a bouclé la première moitié de 2023 sur une croissance du Bottom Line de 33,9 % à 112,6 MDt; un record historique pour la banque privée.
 - Globalement, le bilan de l'exercice 2022 et du S1 2023 nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la crise actuelle. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit AMEN BANK sera l'atout majeur de la banque en cette passe difficile. Il lui permettrait d'absorber le « choc » de la crise et de répartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique.
- Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives.**

* Chiffres au 15 septembre 2023.

VALEUR : BH BANK

Capitalisation*	592 MDt
P/E 2023e*	6,0x
P/B ajusté 2023e*	0,5x
Dividend Yield 2023e*	3,6 %
Performance 2023*	-1,6 %

Points forts/Opportunités

- Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines).
- Un coefficient d'exploitation à la pointe du secteur.
- Des leviers de rentabilité potentiels : montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits.

Points faibles/Menaces

- La banque continue à subir les « effets secondaires » de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015 : un ratio de transformation réglementaire parmi les plus élevés du secteur, et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence (de 3,8 %, selon nos estimations contre une moyenne de 4,1 % pour la concurrence cotée).
- Une exposition élevée au secteur de la promotion immobilière (11,6 % de l'encours des crédits de la banque, fin 2022) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée par la crise. Notons, également, que la banque a subi une dégradation de sa qualité d'actifs depuis l'éclatement de la crise sanitaire de la COVID-19.

Recommandation

- L'année 2022 s'est soldée par des résultats mitigés pour la BH. Le leader des crédits logement a maintenu le cap sur la croissance au niveau de son activité d'exploitation malgré un contexte économique ardu. Cependant, la morosité ambiante a fini par impacter le coût du risque de la banque étatique et sa qualité du portefeuille.
- L'année 2023 s'annonce éprouvante pour la banque publique. C'est ce que confirment les réalisations du premier semestre. La banque a accusé la plus forte baisse de Bottom Line (-26,5 % à 59,1 MDt) à l'échelle du secteur bancaire coté. En cause, la hausse soutenue des charges opératoires et la flambée du coût du risque qui est quasiment passé du simple au double à près de 87 MDt.
- 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 courant l'année 2023 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.
- Première capitalisation du secteur bancaire public, la BH affiche une valorisation attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le « Flight to Quality » qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux (exposition encore élevée au secteur immobilier, une liquidité sous pression et une qualité du portefeuille sous les clignotants consommatrice en coût du risque), il y a encore du chemin à parcourir par la BH.

- Nous recommandons de « conserver » le titre BH Bank.

* Chiffres au 15 septembre 2023.

VALEUR : WIFAK BANK

Capitalisation*	254 MDt
P/E 2023e*	41,8x
P/B ajusté 2023e*	1,7x
Dividend Yield 2023e*	0,0 %
Performance 2023*	+14,3 %

Points forts/Opportunités

- Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté.
- WIFAK 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 (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.
- Une structure équilibrée des dépôts permettant à la banque d'afficher un coût des ressources en ligne avec la moyenne du secteur bancaire coté (4,8 %, selon nos estimations en 2022) et un spread de crédit appréciable (un spread apparent moyen de 4,5 %, fin 2022, contre une moyenne sectorielle de 4 %).

Points faibles/Menaces

- Un environnement opérationnel difficile et un contexte pénalisant pour une banque en phase de décollage et de déploiement commercial 1) une économie mal en point, 2) une rareté des financements islamiques 3) la concurrence potentielle des banques conventionnelles autorisées par la loi bancaire de 2016 à créer des fenêtres islamiques. Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité.
- Un réseau d'agences en développement (comptant 42 agences au terme de 2022), nécessitant des ressources importantes.
- Une productivité en deçà de la moyenne sectorielle et qui n'a pas encore atteint son niveau de croisière.
- Une qualité du portefeuille qui fait, présentement, tâche. Avec un taux des créances classées de 8,2 %, fin 2022, et un taux de couverture de 45,4 % seulement, la banque devrait consentir des efforts de provisionnement supplémentaires dans les prochaines années pour couvrir convenablement ses risques.
- En l'absence de Sukuk souverains pour le moment, la banque se trouve privée du levier des revenus de placement dans les emprunts d'État pour doper son PNB. Ce constat ne place pas WIFAK BANK sur le même pied d'égalité que les autres banques conventionnelles de la cote.

Recommandation

- L'ex-leaseur commence à récolter les fruits de sa transformation en banque islamique. La mutation organisationnelle et commerciale touche à sa fin. 2022 a été l'année de la confirmation du retour à la croissance bénéficiaire pour la banque islamique. WIFAK BANK y est parvenue à réaliser une croissance à deux chiffres au niveau de ses principaux indicateurs d'activité et à atteindre un nouveau palier de résultat net (un résultat net de 5,3 MDt et un résultat net part du groupe de 6,3 MDt). Cependant, ce constat ne devrait pas occulter une qualité du portefeuille moindre que la concurrence cotée précisément en matière de taux de couverture des créances classées. Les efforts supplémentaires à déployer par la WIB pour couvrir convenablement ses risques conditionneront la rentabilité future de la banque.
- Le bilan du premier semestre de 2023 est ressorti mitigé pour la banque islamique. L'activité d'intermédiation poursuit son élan de croissance. La banque améliore sereinement sa productivité. Cependant, la hausse soutenue du coût du risque a grevé la rentabilité nette (des bénéfices en baisse de 7,2 % à 3 MDt).
- À fin août 2023, M. Mohamed Hédi BEN AYED détient, de concert avec des personnes physiques et morales, 40,5 % du capital de WIFAK BANK devenant, ainsi, le premier actionnaire de la banque islamique devant la SID, la filiale de la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT, qui en détient 30 %. Rappelons que le CMF avait annoncé, début 2023, qu'il envisage de soumettre M. BEN AYED à une OPA Obligatoire visant les actions de WIFAK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 Dt l'action. Le déclenchement de la procédure attend toujours l'obtention du nouvel actionnaire de référence de l'agrément de la BCT.
- Le potentiel de croissance de la banque est certain. Néanmoins, au vu de ses niveaux de valorisation plus élevés que la moyenne du marché bancaire, nous ne recommandons pas le titre à l'achat en ce moment.
- **Nous recommandons de «Conserver» le titre en attendant une croissance plus équilibrée et l'amélioration éventuelle du classement de la banque islamique dans nos prochains benchmarking bancaires.**

* Chiffres au 15 septembre 2023.

VALEUR : STB

Capitalisation*	567 MDt
P/E 2023e*	5,5x
P/B ajusté 2023e*	0,5x
Dividend Yield 2023e*	0,0 %
Performance 2023*	-4,0 %

Points forts/Opportunités

- La STB continue à récolter les fruits de son programme de restructuration et à rompre progressivement avec son image contre-productive héritée du passé. Elle affiche, désormais, une productivité appréciable et une meilleure maîtrise de ses ratios prudentiels.
- Troisième banque de la place en matière de dépôts avec une part de marché de 11,6 %, à fin 2022, la STB profite d'un bon positionnement sur les dépôts d'épargne et affiche la plus grande contribution de cette catégorie de ressources dans la collecte, à l'échelle du secteur coté, ce qui lui permet de soulager son coût de ressources, d'autoalimenter sa croissance et de se protéger contre la surenchère tarifaire.

Points faibles/Menaces

- Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise économique :
 - 1) une exposition élevée au secteur du tourisme,
 - 2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur : un taux des créances classées de 13,5 % couvertes à hauteur de 62,9 % par les provisions.
 - 3) une situation critique de certaines filiales comme la TFB qui continue à cumuler les déficits.
- Un ratio de transformation réglementaire non conforme à l'exigence réglementaire (de 121,3 % au terme de 2022).
- Un spread de crédit sous pression (de 3,7 % en 2022, selon nos estimations) inférieur à la moyenne du secteur bancaire coté (4 % fin 2022).
- Une faible capacité génératrice de commissions avec une contribution des commissions au PNB (18,4 % fin 2022) moindre que la moyenne sectorielle (20,6 % fin 2022).

Recommandation

- 2022 a été une année difficile pour la STB. Malgré une collecte bien portante et une activité du crédit bien orientée, la banque a succombé à la flambée des provisions sur les créances (+56,6 % à 216,5 MDt) et à la hausse soutenue de ses charges opératoires (+8,9 % à 307,2 MDt au niveau des frais généraux contre +6,7 % à 689,4 MDt au niveau du PNB) pour afficher, in fine, un résultat net en baisse de 21,5 % à 81,6 MDt. Il semble que l'instabilité managériale qui a marqué les dernières années et le contexte économique en berne aient rejailli sur la rentabilité de la banque.
- Sur le papier, la valorisation de la STB est tentante, le groupe traitant à la moitié de ses fonds propres comptables ajustés de 2023, selon nos estimations. Néanmoins, l'exposition élevée au secteur du tourisme constitue un point de vigilance particulier pour nous à l'aune de la crise actuelle. Les retombées de cette crise devraient retarder le chantier de la restructuration. Elles constituent une menace pour l'élan de la banque et pour les priorités de son management actuel (M. Lassaad ZNATI JOUINI étant nommé Directeur Général par intérim par le Conseil d'Administration du 7/10/2022 en remplacement de M. Mohamed CHOUIKHA).

- Notre recommandation est «Alléger».

* Chiffres au 15 septembre 2023.

STB : états financiers individuels au 30 juin 2023

La STB a publié des résultats de bonne facture au terme du premier semestre de 2023. L'activité d'intermédiation s'est bien comportée avec une progression des dépôts de 2,1 % à 9,7 milliards de dinars et une hausse de l'encours des crédits de 2,3 % à 10,8 milliards de dinars. Le PNB de la banque publique a affiché une croissance modérée de 3,2% à 336,4 MDt. C'est la baisse notable du coût du risque qui a été l'événement le plus marquant du premier semestre. Ce dernier s'est rétracté de 18% à 98 MDt. Cet événement a permis de libérer un important potentiel de croissance bénéficiaire pour la banque. L'établissement a en effet dégagé un bénéfice net semestriel de 37,3 MDt, soit une envolée de 30,5% par rapport à la même période de 2022.

VALEUR : BNA

Capitalisation*	483 MDt
P/E 2023e*	3,8x
P/B ajusté 2023e*	0,3x
Dividend Yield 2023e*	5,3 %
Performance 2023*	-5,1 %

Points forts/Opportunités

- Un niveau de solvabilité dans les standards les plus élevés du secteur.
- Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une exposition inférieure à 15 % au secteur agricole.
- Une physionomie du PNB dominée par la marge d'intérêt favorable en période de taux haussiers (une proportion de 51,2 % du PNB, fin 2022, est constituée par la marge d'intérêt).

Points faibles/Menaces

- Avec un taux de créances classées de 17,2 % et un taux de couverture de 62 %, à fin 2022, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède, que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture.
- Une exposition élevée aux organismes et entreprises publiques dont des entités en difficulté (comme l'OFFICE DES CÉRÉALES, l'ETAP, la TRANSTU, l'OTD, l'ONH et EL FOULEDH). L'exposition de la banque à ces entités publiques a augmenté de 14,9 % en 2022, ressortant à 5,9 milliards de dinars, soit 34 % des créances brutes de la banque et 3,2x ses fonds propres).

Recommandation

- Le cru de l'année 2022 s'est avéré contrasté pour la BNA. La première banque du secteur public a beau préserver son élan de croissance au niveau de son activité d'exploitation, elle a subi une dégradation de sa rentabilité. Et pour cause, une augmentation substantielle du coût du risque principalement liée à des provisionnements prudentiels.
- L'année 2023 s'annonce difficile pour la BNA. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes de la première moitié de l'année : une hausse timide des crédits de 1,3 % à 14 milliards de dinars, une baisse des dépôts de 2,2 % à 10,8 milliards de dinars. Par ailleurs, malgré la progression soutenue du PNB (+10,8 % à 496,3 MDt), la flambée des dotations aux provisions sur les créances (atteignant un record historique de 195,6 MDt sur un semestre) a fini par plomber la rentabilité. Ainsi, la BNA a bouclé les six premiers mois de 2023 sur une régression du résultat net de 18,2 % à 90,2 MDt.
- Le renforcement de la capacité bénéficiaire au fil des années, les plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement consolidé l'assise financière de la banque. Le bras financier de l'État jouit, aujourd'hui, de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui correspondent quasiment au double des minima réglementaires. Cependant, la BNA affiche deux carences de taille dans ses comptes : une qualité du portefeuille qui reste à surveiller particulièrement dans la conjoncture actuelle et un ratio de transformation global tendu.
- 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. Toutefois, la fragilité de la qualité du portefeuille et l'exposition élevée aussi bien directe qu'indirecte au risque souverain à l'aune du stress budgétaire ne devraient pas favoriser un retour pérenne des investisseurs au titre.

- Nous recommandons d'alléger l'exposition à la valeur.

* Chiffres au 15 septembre 2023.

VALEUR : ATB

Capitalisation*	333 MDt
P/E 2023e*	15,2x
P/B ajusté 2023e*	0,8x
Dividend Yield 2023e*	0,0 %
Performance 2023*	+15,2 %

Points forts/Opportunités

- Une orientation vers une activité bancaire plus classique qui permettrait à la banque de diversifier ses sources de revenus et de modérer son exposition aux activités du portefeuille. La banque affiche, en effet, la troisième plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur bancaire coté (34,6 % du PNB, fin 2022).
- Un ratio de transformation global confortable (de 82,2 % fin 2022) et parmi les plus faibles à l'échelle du secteur bancaire coté.
- Une augmentation de capital, portant sur une levée de 70 MDt, réalisée en 2021. Elle devrait permettre à la banque de financer son programme de restructuration organisationnelle et commerciale, de renflouer sa solvabilité, de restaurer ses ratios prudentiels et de redoubler en agressivité commerciale.

Points faibles/Menaces

- Une banque positionnée en milieu de tableau (7e position sur le plan des dépôts et 8e rang en matière de crédits).
- Une forte dégradation de la rentabilité depuis 2015 avec un déficit historique en 2021 (des pertes de 68,5 MDt) et une productivité en deçà des standards du secteur privé.
- Une détérioration de la qualité du portefeuille depuis 2014.

Recommandation

- Après avoir essuyé une perte de 68,5 MDt portant la marque de la flambée des provisions sur les créances, l'ATB a réussi à renouer avec les bénéfices en 2022. En effet, la bonne orientation du PNB (+10,1 % à 320 MDt) et la baisse du coût du risque (-35,2 % à 70 MDt) ont libéré le potentiel de la croissance profitable pour la filiale du groupe ARAB BANK.
 - Le bilan du premier semestre a été contrasté pour l'ATB. Alors que l'activité d'intermédiation a été mal orientée (baisse de l'encours des crédits et des dépôts par rapport au 31 décembre 2022) et que la productivité s'est globalement dégradée, la filiale du groupe ARAB BANK est parvenue à garder le cap sur la croissance bénéficiaire. Et pour cause, une régression du coût du risque (-5,3 % à 33,8 MDt). L'ATB a clôturé la première moitié de 2023 avec un résultat net de 10,4 MDt (soit une croissance de 22,2 % par rapport à la même période de 2022).
 - L'ATB a affiché depuis le début de l'année 2023 un bon parcours boursier, malgré l'absence de distribution de dividendes, et ce, depuis l'exercice 2018. Théoriquement, la valorisation mérite le détour, mais la dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années, le niveau élevé du coût du risque et la faible rentabilité des capitaux propres, nous incitent à la prudence.
- Notre recommandation est «Alléger» dans une optique de prise de bénéfices.**

* Chiffres au 15 septembre 2023.

VALEUR : BTE (ADP)

Capitalisation*	5 MDt
P/E 2023e*	N.S**
P/B ajusté 2023e*	0,2x
Dividend Yield 2023e*	0,0 %
Performance 2023*	-18,1 %

Points forts/Opportunités

- La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence.
- La BTE affiche de loin la plus forte contribution de commissions dans le PNB à l'échelle du secteur bancaire coté (44,4 % pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 20,6 %, en 2022).

Points faibles/Menaces

- Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché dépôts d'à peine 1 %.
- Une taille qui reste réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 89,9 MDt) d'autant plus altérée par les déficits importants des trois dernières années (un déficit cumulé de 78,8 MDt sur l'année 2020-2022).
- Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation hors norme de 98,9 %, fin 2022).
- La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 21,2 % couvertes à hauteur de 62,1 % par les provisions en 2022). Le coût du risque (31,3 MDt, soit 51,7 % du PNB en 2022), absorbe une majeure partie de la rentabilité.
- Un niveau de solvabilité non conforme aux exigences de la BCT (un ratio Tier 1 de 4,6 % et un ratio de solvabilité globale de 8,2 % au terme de 2022 contre un minimum réglementaire de 7 % et de 10 % respectivement) qui constitue un frein pour une stratégie de croissance plus dynamique.
- Un coût des ressources et un spread d'intérêt qui se comparent défavorablement par rapport à la concurrence cotée.
- Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing).

Recommandation

- La BTE poursuit sa déroute en Bourse. Le retour aux bénéfices en 2019 n'aura pas duré longtemps pour la banque à capitaux tuniso-émiratis. La BTE a dégagé des pertes en 2020, en 2021 et en 2022.
- Sur le premier semestre 2023, la banque s'est enfoncée dans le rouge (un déficit de près de 16 MDt contre des pertes de 12,8 MDt au terme de la première moitié de 2022) en dépit de la baisse du coût du risque (-12,1 % à 14,3 MDt).
- Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs. Cependant, la nomination d'un nouveau management depuis novembre 2022 (nomination de Mme Feriel CHABRAK) est de nature à rassurer les investisseurs sur la mise en place d'une nouvelle stratégie pour la banque pour redresser ses comptes.

- Nous recommandons d'alléger l'exposition au titre en attendant le retour aux bénéfices.

* Chiffres au 15 septembre 2023.

Secteur bancaire coté

Capitalisation*	11 166 MDt
P/E 2023e*	7,8x
P/B ajusté 2023e*	0,9x
Dividend Yield 2023e*	5,3 %
Performance 2023*	+12,6 %

* Chiffres au 15 septembre 2023.

** Non significatif.

Information post-rédaction de l'étude :
Publication des états financiers au 30 juin 2023 de la STB.
Augmentation de capital réservée au personnel actif et permanent du groupe ATTIJARI BANK.

SECTEUR DE L'ASSURANCE

Face à des défis d'ampleur

Points clés

- La reprise de l'activité du secteur de l'assurance se confirme pour la deuxième année consécutive, témoignant d'un retour à la normale de l'activité post COVID-19 et de la solidité du business modèle des assureurs de la place. Toutefois, le contexte opérationnel des assureurs demeure difficile, encore affecté par les retombées de la crise sanitaire et de la guerre russo-ukrainienne sur la croissance économique et le coût de la vie.
- Face à une inflation galopante renchérissant le coût des indemnisations et à une sinistralité qui ne perd pas de sa vigueur, la majorité des assureurs cotés (à l'exception d'ASTRÉE) a témoigné d'un Bottom Line en amélioration, grâce à une activité financière bien portante et une activité vie en redressement compte tenu de la non-reconduction de la sinistralité COVID-19 de 2021.
- L'environnement réglementaire est marqué par des projets de réformes encore en attente. Le nouveau cadre réglementaire portant l'adoption des normes de solvabilité basées sur les risques des compagnies d'assurances n'est toujours pas entré en vigueur. L'application des normes IFRS a été reportée au 1er janvier 2025.
- Le modèle d'évaluation détaillé dans la présente étude nous permet d'évaluer le risque global inhérent à chaque société dans un but d'identifier les bonnes opportunités d'investissement.

2. ÉTAT DES LIEUX DU SECTEUR DE L'ASSURANCE EN TUNISIE

2.1 Un secteur atomisé à faible pénétration dans l'économie

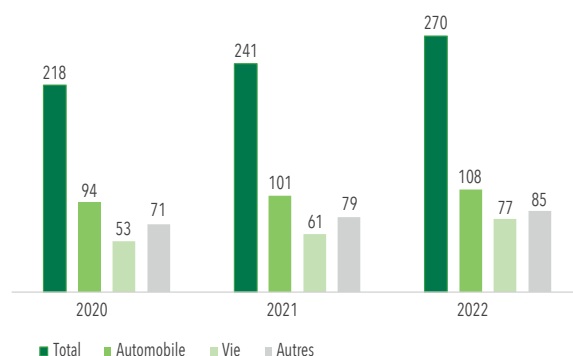
Atomisé, le marché des assurances, en Tunisie, compte, aujourd'hui, 24 entreprises résidentes. Il a été renforcé, en 2022, par l'entrée d'une nouvelle compagnie, adossée à une banque, spécialisée en assurance vie. Il s'agit d'ASSURANCES UIB dont l'activité a démarré durant le quatrième trimestre de 2022.

Le secteur compte désormais : 12 compagnies qui opèrent en multibranches, 7 compagnies spécialisées en assurance vie et capitalisation, 3 compagnies spécialisées en assurance islamique TAKAFUL, une compagnie spécialisée en assurance des crédits et une compagnie spécialisée en réassurance. 8 compagnies off-shore se trouvent actuellement installées en Tunisie, soit 5 succursales et 3 bureaux de représentation des sociétés d'assurance et de réassurance non-résidents.

Toutefois, le taux de pénétration de l'assurance tunisienne dans l'économie nationale demeure modeste (total des primes émises par rapport au Produit Intérieur Brut) passant de 2,3 % en 2020 et 2,5 % en 2021 à 2,4 % en 2022.

Le secteur de l'assurance en Tunisie affiche également une faible densité (Primes émises/Habitant), même si en amélioration. En effet, la prime d'assurance moyenne par habitant est passée de 218 Dt en 2020 (165 Dt en assurance non-vie et 53 Dt en assurance vie) à 270 Dt en 2022 (193 Dt en assurance non-vie et 77 Dt en assurance vie).

Évolution des primes par habitant entre 2020-2022 (en Dt)



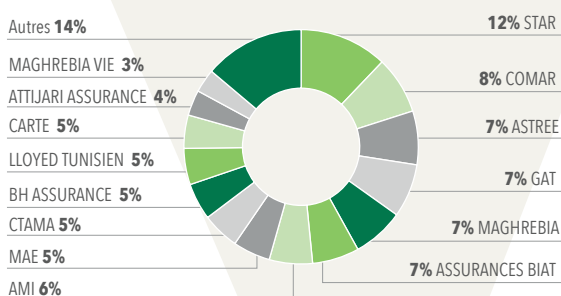
Source : FTUSA



2.2 La reprise de l'activité se confirme pour la deuxième année consécutive

Selon le rapport annuel de la Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances (FTUSA), la croissance du secteur a repris son rythme normal avant COVID-19. Les primes émises du secteur ont affiché, au titre de 2022, une évolution, toutes branches confondues, de l'ordre de 10,5 % pour s'établir à 3185 MDt contre 2833 MDt en 2021.

La part de marché en matière de primes émises des principaux assureurs en 2022



La STAR préserve son positionnement de leader avec une part de marché dépassant les 12 %, suivie par COMAR (une PDM de 8 %) et ASTRÉE (une PDM de 7 %). Dans ce secteur atomisé, les trois leaders du marché ne détiennent que 27,5 % de part de marché. ASSURANCES MAGHREBIA se situerait en deuxième position avec une PDM de 10,3 % si l'on tient compte de ses activités vie et non-vie. BH ASSURANCES vient en 10^e position avec une PDM de 5 %.

Locomotive du marché, la branche automobile continue de dominer les produits d'assurance, accaparant, à elle seule, 42,4 % du total des primes émises du secteur en 2021. En amélioration continue, la branche vie a ramené sa part de marché à 28,4 % en 2022 contre 25,5 % en 2021 et 17,6 % en 2014.

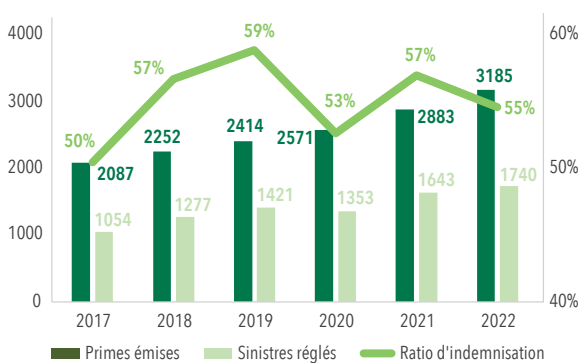
« La reprise de l'activité du secteur de l'assurance se confirme pour la 2^e année consécutive, témoignant d'un retour à la normale post COVID-19 et de la solidité du business modèle des assureurs de la place »

2.3 Une deuxième année exceptionnelle en termes de sinistralité

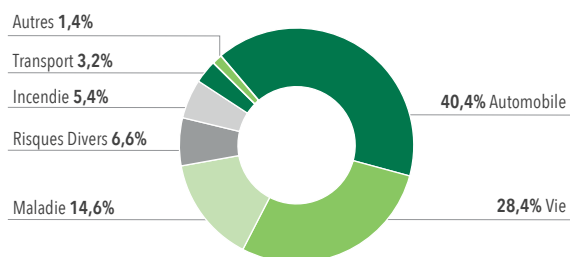
Le contexte opérationnel des assureurs demeure difficile, affecté encore par les retombées de la crise sanitaire et de la

guerre russo-ukrainienne sur la croissance économique et le coût de la vie. Les compagnies d'assurance font face à une inflation galopante renchérissant le coût des indemnités et à une sinistralité exceptionnelle qui ne perd pas de sa vigueur. En effet, l'aggravation de la sinistralité s'est poursuivie au niveau des branches automobile, santé (hausse des règlements santé collective), incendie et risques agricoles, affectant l'ensemble des opérateurs. Les indemnités du secteur se sont accrues de 5,9 % pour s'établir à 11 740 MDt. Néanmoins, le ratio d'indemnisation (Sinistres réglés/Primes émises) s'est allégé de 2 points de pourcentage pour s'établir à 55 %.

Évolution des primes émises, des sinistres réglés et du ratio d'indemnisation (en MDt)



Structure des primes émises par branche en 2022 du secteur de l'assurance



2.4 Une solide activité financière et une poursuite des efforts de provisionnement supplémentaires dans l'activité vie

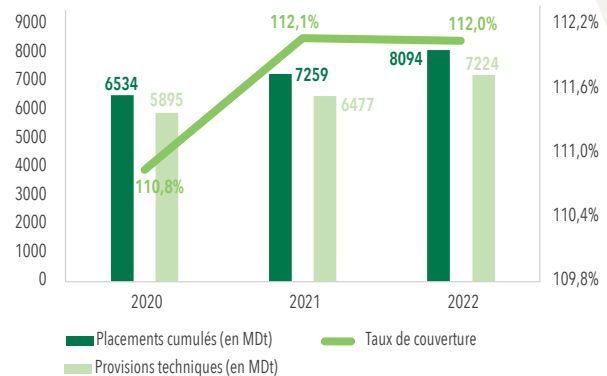
L'activité financière, bien portante, continue d'être un centre de profit pour les assureurs. La révision à la hausse des taux d'intérêt est certainement une aubaine pour assureurs. Même si opérée en fin d'année, les assureurs ont vu leurs placements financiers enregistrer des croissances à deux chiffres en 2022.

À titre de rappel, durant 2022, la Banque Centrale de Tunisie a relevé à trois reprises son taux directeur, en l'augmentant de 75 pbs à 7 % en mai 2022, de 25 pbs en octobre 2022 à 7,25 % et de 75 pbs le 30 décembre 2022 pour le porter à 8 %, et ce, afin de juguler l'inflation galopante.

À fin 2022, les placements financiers agrégés du secteur ont enregistré une croissance à deux chiffres (+11,5 %) pour atteindre 8094 MDt, contre 7259 MDt une année auparavant.

Les provisions techniques, constituées par les entreprises d'assurances et de réassurance pour faire face à leurs engagements envers leurs assurés, ont totalisé en 2022 un montant de 7224 MDt contre 6477 MDt en 2021, soit une augmentation de 11,5 %, contre une croissance de 9,9 % en 2021 et une hausse de 8,7 % en 2020. La part des provisions constituées au titre de l'assurance vie et capitalisation par rapport au total provisions a poursuivi son augmentation pour atteindre 45,6 % (contre 42,6 % en 2021 et 41 % en 2020), et ce au détriment de la part totale des branches non-vie.

Évolution des placements, des provisions techniques et du taux de couverture



Le taux de couverture des provisions techniques par les actifs placés en représentation s'est maintenu stable à 112 %.

2.5 Les mutations réglementaires en stand-by

L'année 2022 a été caractérisée par la poursuite, sous l'égide du Comité Général des Assurances (CGA) et en partenariat avec la Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances (FTUSA), d'un ensemble de projets structurants afin de faciliter les transitions réglementaires du secteur. Toutefois, tous les projets de réformes demeurent en attente.

Le nouveau cadre réglementaire (décision n° 72/2020 du CGA du 19/06/2020 adopté par le CGA), portant l'adoption des normes de solvabilité basées sur les risques des compagnies d'assurances, n'est toujours pas entré en vigueur. Les travaux réalisés en 2021 et en 2022 ont abouti à l'élaboration d'une feuille de route sectorielle à horizon 2027.

L'application des normes IFRS a été reportée au 1er janvier 2025 à la suite de la décision du Conseil National de la Comptabilité.

Les pouvoirs publics ont temporisé la libération des tarifs de la branche automobile au vu du niveau d'inflation élevé.

L'année 2022 a été marquée par l'adoption d'une nouvelle décision fixant la base et la méthode de calcul des provisions pour dépréciation des créances sur les assurés et les intermédiaires.

Un cadre réglementaire portant sur quelques aspects de la gestion financière et comptable des sociétés d'assurances TAKAFUL a été mis en place courant 2022.

3. MODÈLE D'ÉVALUATION : UN SECTEUR RÉILIENT

3.1 Présentation du modèle d'évaluation

Afin d'évaluer la «solidité» des assureurs cotés, mieux appréhender la résilience de leur business modèle et évaluer leur assise financière et décisions stratégiques à savoir (investissement, stratégie de placement et rémunération des actionnaires), nous avons établi un modèle de Stock Picking qui repose sur cinq critères clés. Le modèle nous permet d'évaluer le risque global inhérent à chaque assureur dans un but ultime qui consiste à identifier les opportunités d'investissement dans ce contexte opérationnel délicat, marqué par un ralentissement économique accru et une forte inflation.

Les critères du modèle sont les suivants :

- 1. La résilience du business model** : Il s'agit d'évaluer la récurrence des primes émises des compagnies cotées et de détecter leur dépendance envers certains produits et branches. La résilience est mieux estimée en comparaison avec le secteur.

Résilience du business model

En MDt	Primes émises nettes						TCAM 2017-2022	Var 2021	Var 2022
	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
STAR	331,7	322,5	340,2	326,0	329,2	344,7	0,8%	1,0%	4,7%
ASTRÉE	122,9	121,2	131,2	137,3	146,3	194,0	9,6%	6,6%	32,7%
BH ASSURANCE	62,0	72,0	84,8	93,0	110,7	121,5	14,4%	19,1%	9,7%
ASSURANCES MAGHREBIA*	189,9	212,2	237,8	260,0	291,8	324,7	11,3%	12,2%	11,3%
ASSURANCE MAGHREBIA VIE	48,2	51,8	58,8	70,8	82,8	93,7	14,2%	16,8%	13,2%
Primes agrégées du secteur coté	706,5	727,9	794,0	816,3	878,0	984,9	6,9%	7,6%	12,2%
Evolution des primes agrégées		3,0%	9,1%	2,8%	7,6%	12,2%			

* Il s'agit des chiffres consolidés du groupe ASSURANCES MAGHREBIA

- 2. La volatilité de la profitabilité** : Il s'agit d'évaluer les ratios de profitabilité suivants : le ratio combiné, résultat net, marge nette, ROE, rentabilité des placements), en comparaison avec les ratios du secteur.
- 3. La solidité bilanciaire** : essentiellement estimée par le taux de couverture des provisions techniques par les placements financiers et par le ratio de solvabilité (Marge de solvabilité réelle/Marge de solvabilité réglementaire).
- 4. Le rendement des titres** : mesuré par le P/E, le P/B et le rendement en dividendes de 2022 et estimés pour 2023.
- 5. La liquidité des titres** : jaugée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le flottant).

3.2 Application du modèle d'évaluation

3.2.1 La résilience du business model des assureurs cotés

La reprise de l'activité des assureurs de la cote s'est poursuivie, en 2022, à un rythme encore plus accéléré que celui de l'année dernière, confirmant ainsi la résilience et de la solidité des business modèles des assureurs. En effet, en 2022, une

accélération du rythme de la collecte des primes émises a été constatée par rapport à l'année précédente. Une reprise qui se confirme à la suite de la forte décélération de l'activité du secteur en 2020, après le ralentissement économique provoqué par la crise sanitaire COVID-19.

a. La poursuite de la reprise de l'activité témoigne d'un business modèle solide

Le total des primes émises nettes du secteur de l'assurance coté (STAR, ASTRÉE, BH ASSURANCE et groupe ASSURANCES MAGHREBIA) a atteint 984,9 MDt à fin 2022, soit une progression annuelle de 12,2 %, contre une croissance de 7,6 % en 2021 et une molle croissance de 2,8 % en 2020. Le taux de croissance annuel moyen a été de 6,4 % sur la période 2017-2022.

La **STAR**, le leader incontesté du secteur, continue de freiner le rythme de la croissance des primes collectées du secteur, avec des primes émises en progression de 4,7 % en glissement annuel, à fin 2022 à 345 MDt. Une croissance contenue pour la troisième année consécutive en raison de la poursuite des

efforts d'assainissement de l'assureur afin de réduire son l'exposition à la branche auto sous l'effet du nettoyage du portefeuille des particuliers et de la sortie du parc automobile de l'État.

ASTRÉE s'est distinguée, par rapport à ses pairs, en enregistrant une ascension de 32,7 % de ses primes émises nettes, grâce à la réalisation d'un contrat important en Vie-Capitalisation d'une valeur de 36 MDt. Les autres assureurs cotés ont réussi à maintenir le rythme habituel de croissance sur la période 2017-2022. **ASSURANCES MAGHREBIA** et **BH ASSURANCE** ont vu leurs primes émises croître respectivement de 11,3 % et 9,7 % en 2022.

b. Une répartition des primes assez différente entre assureurs cotés

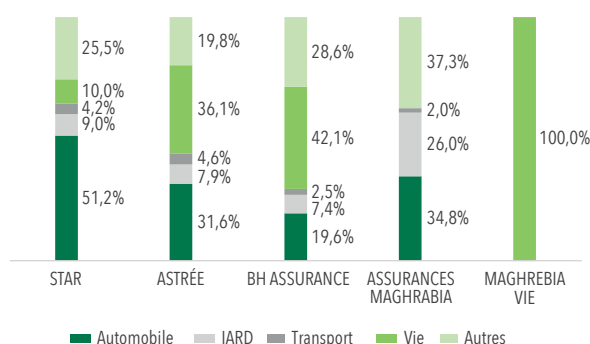
La **STAR** continue d'être l'assureur le plus exposé à la branche automobile, représentant plus de la moitié de ses primes émises. La branche automobile est généralement la branche la plus sinistrée en raison du renchérissement des pièces de rechange. **ASSURANCES MAGHREBIA**, **ASTRÉE** et **BH**

ASSURANCE sont exposés à cette branche, respectivement à hauteur de 34,8 %, 31,6 % et 19,6 %.

BH ASSURANCE est l'assureur le plus exposé à la branche vie, généralement la plus profitable (ce qui n'a pas été le cas en 2021 à la suite d'une hausse des prestations décès COVID-19), représentant 42,1 % du total de ses primes émises.

La branche Vie demeure faiblement développée chez la STAR, représentant uniquement 10 % de ses primes émises.

Structure des primes émises des assureurs cotés en 2022



et ce, en dépit d'une sinistralité élevée. **BH ASSURANCE** est l'unique assureur qui a su améliorer notablement son ratio combiné de 5 points de pourcentage à 81 %, affichant ainsi le meilleur ratio du secteur en 2022, un ratio attractif, nettement en dessous de la norme réglementaire de 100 %. Le ratio combiné d'**ASTRÉE** s'est maintenu à un niveau élevé, s'établissant à 102,5 % contre 84 % en 2020. La **STAR** présente le ratio le moins attractif de la cote, dépassant largement la norme de 100 % et s'établissant à 119 %. Le ratio combiné des activités vie et non-vie d'**ASSURANCES MAGHREBIA**, se maintient à 82,4 %, en dessous de la norme requise.

Sans exception, tous les assureurs de la place ont connu une hausse de leurs sinistres réglés. Fin 2022, la compagnie **ASTRÉE**, a été la plus touchée, témoignant d'une progression de 16,7 % de ses charges de sinistres à 113,6 MDt. Néanmoins, l'assureur a réussi à réduire considérablement son ratio d'indemnisation (Sinistres réglés/Primes émises) de 8 points de pourcentage à 58,5 %. Il s'agit du ratio le moins élevé du secteur coté.

En 2022, la **STAR** et **ASSURANCES MAGHREBIA** ont réussi à contenir la croissance de leurs charges de sinistres à 6 % et 7,8 % respectivement, grâce à un effort de provisionnement moindre que celui engagé l'année précédente. Le ratio d'indemnisation de la STAR demeure le plus élevé (88,4 %), suivi par celui d'**ASSURANCES MAGHREBIA** (84,9 %).

Volatilité de la profitabilité	Ratio Combiné			Résultat Net			ROE			Rendement net des placements	
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2021	2022
STAR	115,0 %	116,8 %	119,0 %	16,4	21,1	29,3	4,8 %	5,7 %	8,2 %	7,9 %	9,8 %
ASTRÉE	84,0 %	102,8 %	102,5 %	29,1	21,1	17,1	19,0 %	15,4 %	11,5 %	7,9 %	6,8 %
BH ASSURANCE	80,0 %	86,0 %	81,0 %	9,7	13,1	13,3	15,6 %	19,5 %	17,1 %	6,8 %	8,2 %
ASSURANCES MAGHREBIA	89,0 %	82,8 %	82,4 %	23,1	29,1	29,6	19,8 %	23,1 %	22,3 %	7,6 %	9,7 %
ASSURANCE MAGHREBIA VIE	51,9 %	60,6 %	64,7 %	9,3	12,6	16,2	14,8 %	17,3 %	14,0 %	8,1 %	8,2 %
Moyenne du secteur	86,5 %	94,4 %	92,4 %	78,3	84,5	89,3	17,3 %	17,4 %	14,3 %	7,9 %	8,2 %

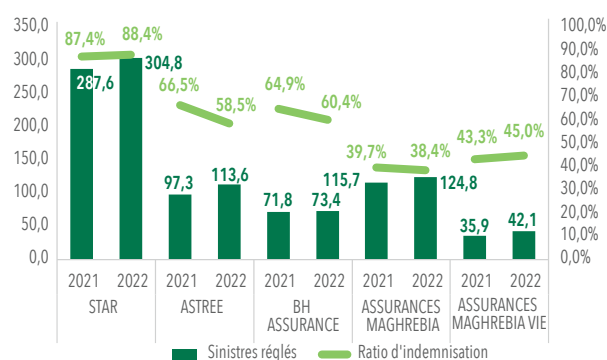
3.2.2. La volatilité de la profitabilité des assureurs cotés : une modeste amélioration de la profitabilité

En 2022, la sinistralité a poursuivi son trend haussier, témoignant d'un retour à la normale après les restrictions connues pendant la période de la pandémie. L'inflation galopante a lourdement pesé sur les coûts d'indemnisation, mettant la profitabilité du secteur sous pression. Pourtant, la majorité des assureurs cotés (à l'exception d'**ASTRÉE**) a témoigné d'une capacité bénéficiaire en amélioration grâce à une activité financière bien portante et à un résultat technique vie meilleur, en raison de la sursinistralité COVID-19 connue en 2021.

a. Un ratio combiné plutôt maîtrisé en dépit d'une sinistralité élevée

Le ratio combiné moyen du secteur (le rapport des prestations versées pour sinistres, des dotations et des frais généraux sur le chiffre d'affaires total), la composante essentielle pour appréhender la rentabilité technique des activités d'assurance, s'est légèrement amélioré, en 2022, pour s'établir à 92,4 %,

Évolution des sinistres réglés (en MDt) et du ratio d'indemnisation



b. Une capacité bénéficiaire en légère amélioration

La capacité bénéficiaire agrégée du secteur a connu, en 2022, une légère hausse de 6 % à 84,4 MDt. À l'exception d'**ASTRÉE**, qui a affiché un résultat net en retrait de 19,1 % à 17,1 MDt, tous les assureurs ont affiché une croissance de leur Bottom Line.

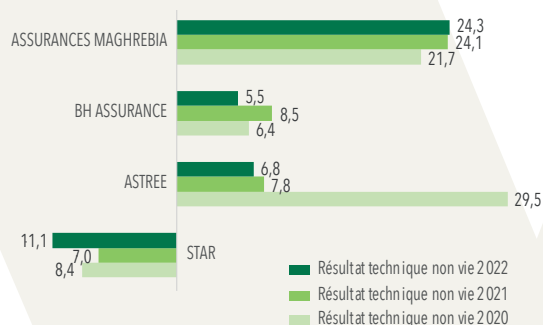
Le résultat net de la **STAR** s'est hissé de 39,4 % à 29,3 MDt. En effet, l'aggravation de la sinistralité, tirant vers le bas le résultat technique non-vie (un déficit de -11,1 MDt) a été largement compensée par : la hausse des produits financiers, l'amélioration du résultat technique Vie (+327 % à 14 MDt), l'absence d'éléments exceptionnels (rechargement de provision de gestion et coût du plan de départs à la retraite), l'effet de l'impôt (imputation sur les reports déficitaires) et l'impact du plan de départs volontaires sur les frais généraux.

BH ASSURANCE a vu son résultat net se maintenir stable à 13,3 MDt. En effet, la baisse du résultat technique non-vie (-35,4 % à 5,5 MDt) a été totalement couverte par l'amélioration du résultat technique vie (+58,8 % à 8,4 MDt)

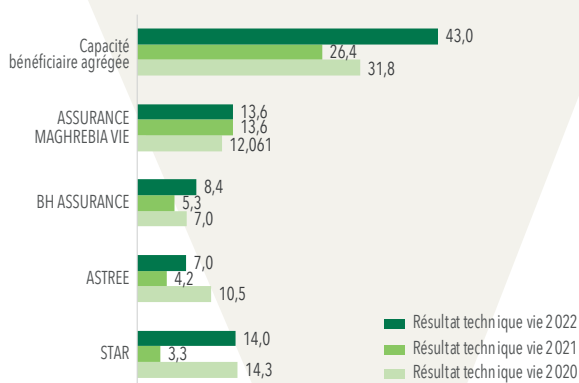
ASSURANCES MAGHREBIA a affiché également un résultat net part du groupe stable à 29,6 MDt. Le résultat technique non-vie s'est maintenu stable à 24,3 MDt. Le résultat technique de la branche vie s'est maintenu inchangé à 15,6 MDt.

En termes de rentabilité des capitaux propres, la **STAR** opère en dessous de son potentiel, comparée à ses pairs tunisiens, avec un ROE en 2022 de 8,2 % contre un ROE moyen de 14,3 % pour le secteur coté. **ASSURANCES MAGHREBIA** affiche le meilleur ROE du secteur (22,3 %), suivie par **BH ASSURANCE** (17,1 %) et **ASTRÉE** (11,5 %). **ASSURANCE MAGHREBIA VIE** affiche un ROE 2022 de 14 %.

Évolution des résultats techniques non-vie (en MDt)



Évolution des résultats techniques vie (en MDt)



c. Une activité financière solide

L'activité financière des assureurs cotés a été bien résiliente en 2022. Les assureurs cotés ont affiché des produits financiers nets stables ou en amélioration.

En effet, en 2022, l'activité financière des assureurs a profité de l'abandon de la retenue à la source définitive et libératoire de 35 % et sa fixation à 20 % pour l'ensemble des produits de taux. Elle a également bénéficié, depuis 2021, de la levée graduelle des restrictions sur les distributions de dividendes. Ces limitations avaient pesé sur le rendement des portefeuilles de placement et leurs valorisations, notamment celles de certaines valeurs financières, en 2019 et 2020.

L'assureur qui jouit du portefeuille d'actifs le plus conséquent est sans conteste la **STAR**. Le portefeuille de placements du leader a été d'une valeur dépassant 1 milliard de dinars à fin 2022. Les produits nets de placement se sont légèrement améliorés de 1,4 % à 79,9 MDt. La rentabilité des placements nets de la STAR s'est légèrement dégradée pour s'établir à 7,6 %. Il s'agit du deuxième meilleur rendement du secteur.

Il convient, par ailleurs, de rappeler qu'au-delà de la valeur comptable nette de ces placements, les participations historiques dans des sociétés cotées dégagent des plus-values latentes de 195 MDt au 31.12.2022.

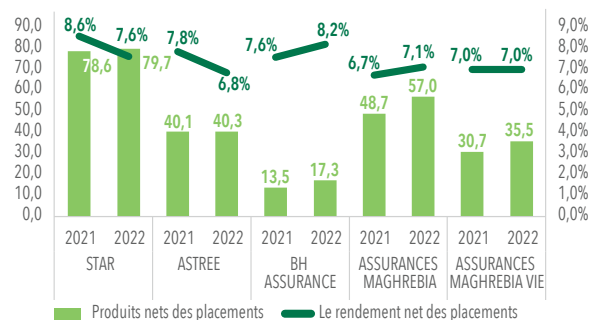
Le portefeuille de placements représente une valeur marchande de plus de 1,3 milliard de dinars à fin 2022. Le passage aux normes IFRS serait particulièrement bénéfique à l'assureur qui verrait ses actifs et ses fonds propres se renforcer davantage.

ASTRÉE qui a vu ses produits financiers se maintenir stables à 40,3 MDt, a connu une dégradation de 1 point de pourcentage de son taux de rendement à 6,8 %. L'assureur jouit d'un portefeuille de placements d'une valeur de 590 MDt à fin 2022, tout en présentant la structure de placements la plus équilibrée en termes de titres à revenu variable et à revenu fixe.

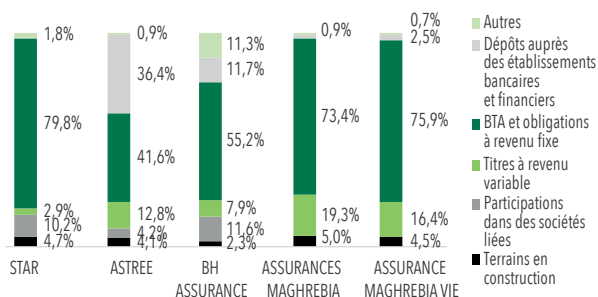
Le **groupe ASSURANCES MAGHREBIA** bénéficie également d'un large portefeuille de placements d'une valeur de 803 MDt. Le rendement de ce portefeuille s'est établi à 7,1 %. L'assureur est exposé à hauteur de 73,4 % à des BTA et obligations.

BH ASSURANCE a affiché le meilleur rendement des placements (8,2 %) pour une valeur de portefeuille de placements nets d'une valeur de 211 MDt.

Produits financiers nets et rendement des placements des assureurs cotés (en MDt)



Structure des placements financiers des assureurs cotés



ASSURANCE MAGHREBIA VIE affiche un taux de rendement de 7,1 % pour un portefeuille net de 501 MDt. L'assureur vie est exposé à hauteur de 76 % à des BTA et titres à revenu fixe.

L'activité financière en 2023 devrait profiter du relèvement du taux directeur de la BCT et du taux Minimum de Rémunération de l'Épargne. Avec le passage aux normes internationales, les placements financiers seront revalorisés.

3.3 La solidité bilancielle des assureurs cotés

Nous avons essayé de mesurer la solidité bilancielle des assureurs par le ratio de solvabilité (Marge de solvabilité réelle/ Marge de solvabilité réglementaire) et le taux de couverture (Placements/Provisions) servant de proxy pour l'évaluation de la gestion actifs/passifs des assureurs. Dans le cadre de l'alignement du secteur aux exigences prudentielles avec les standards internationaux, un nouveau cadre réglementaire a été adopté par le CGA portant sur le projet de mise en place

Solidité bilancielle

Chiffres en MDt	Taux de couverture (Placements/Provisions)		Ratio de solvabilité	
	2021	2022	2021	2022
STAR	110,9%	107,6%	440%	430%
ASTRÉE	125,1%	117,7%	n.c	n.c
BH ASSURANCE	105,0%	105,0%	n.c	n.c
ASSURANCES MAGHREBIA	111,2%	114,1%	n.c	n.c
ASSURANCE MAGHREBIA VIE	107,7%	109,4%	392%	431%
Moyenne du secteur	111,0%	110,8%		

d'un référentiel de solvabilité basée sur les risques. Ce cadre n'est toujours pas entré en vigueur.

Uniquement la **STAR** et **ASSURANCE MAGHREBIA VIE** communiquent leur ratio de solvabilité. Les deux assureurs affichent des marges réglementaires confortables, de plus de 4x la norme réglementaire requise.

En termes de taux de couverture des provisions par les placements financiers, le ratio est bien au-dessus de la norme de 100 % pour l'ensemble du secteur coté.

3.4 Le rendement des titres des assureurs cotés

Le tableau des multiples de valorisation montre que tous les assureurs présentent des niveaux de valorisations acceptables. Toutefois, leurs rémunérations en dividendes nous semblent peu généreuses. La **STAR** présente la valorisation la plus attractive en termes de P/B. Le leader traite à un niveau en ligne avec la moyenne du secteur coté en termes de P/E estimé de 2023 à 9,0 x. La compagnie présente un rendement en dividende 2023e de 3,9 %, en ligne avec la moyenne du secteur coté, qui s'établit à 3,9 %.

ASTRÉE est l'assureur qui présente les niveaux de valorisation les plus chers en termes de P/B (1,7x le P/B 2023e). La compagnie présente un PE 2023e et un rendement en dividendes en ligne avec la moyenne du secteur.

BH ASSURANCE traite en ligne avec la moyenne du secteur coté en termes de PE et de P/B, mais elle affiche le plus faible rendement en dividende.

ASSURANCES MAGHREBIA présente des ratios de valorisation attractifs, soient un PE 2023e de 8,3x et un P/B 2023e de 1x, inférieurs à la moyenne du secteur. La compagnie affiche un rendement en dividende estimé en 2023 de 4,2 %.

ASSURANCE MAGHREBIA VIE traite à des multiples de valorisation attractifs, affichant un PE 2023e de 9,2x et P/B 2023e en ligne avec la moyenne du secteur. L'assureur affiche le meilleur rendement en dividende du secteur coté (4,6 %).

3.5 La liquidité des titres des assureurs cotés

La liquidité est jaugée par le taux de rotation moyen des titres. Les titres échangés sont ajustés des transactions de bloc. Sans exception, tous les assureurs de la place sont faiblement échangés, affichant un taux de rotation inférieur à 30 %. Le secteur ne semble pas attirer les investisseurs, vraisemblablement, en raison de la stagflation pesante et des

Société	Pays	P/E		P/B		Rendement en Div	
		2022	2023e	2022	2023e	2022	2023e
STAR	Tunisie	12,6	9,6	0,9	0,9	3,9 %	3,9 %
ASSURANCES MAGHREBIA	Tunisie	8,5	8,3	1,1	1,0	4,2 %	4,2 %
BH ASSURANCE	Tunisie	9,7	8,7	1,5	1,3	2,6 %	2,6 %
ASTRÉE	Tunisie	16,6	9,3	2,0	1,7	4,2 %	4,2 %
ASSURANCE MAGHREBIA VIE	Tunisie	10,0	9,5	1,4	1,3	4,5 %	4,5 %
Moyenne du secteur coté		11,5	9,1	1,4	1,2	3,9 %	3,9 %

mutations réglementaires, notamment le passage aux normes internationales dont l'impact commence à être explicité par certains assureurs.

4. PERSPECTIVES ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

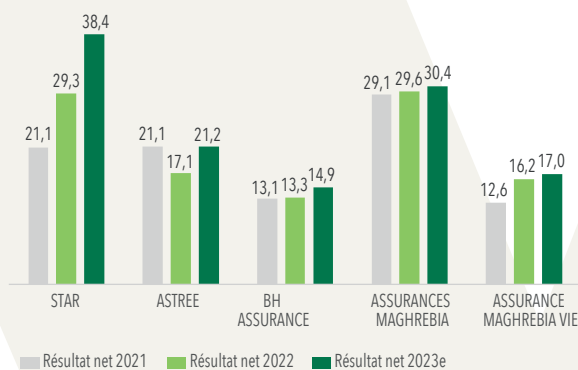
Au diapason des changements réglementaires (nouvelle norme prudentielle et implémentation prochaine de la norme IFRS 17) et de l'évolution des comportements des consommateurs, les assureurs tunisiens doivent allier : compétences techniques, innovation, digitalisation des données et transparence, afin de performer et d'envoyer des signaux positifs aux marchés financiers.

En 2023, le contexte opérationnel des assureurs demeure difficile avec une inflation élevée renchérissant le coût des indemnisations et une sinistralité qui ne perd pas de sa vigueur. L'activité financière des assureurs devrait profiter, néanmoins, du contexte haussier des taux.

Les réalisations des assureurs au 30 juin 2023, nous ont réconfortés quant aux prévisions pour l'exercice 2023. En effet, en dépit de la hausse de la sinistralité pour la majorité des assureurs, ces derniers ont réussi à améliorer leurs résultats nets au 30 juin 2023.

L'activité financière continue d'alimenter les performances des compagnies cotées et de bonifier leurs résultats nets.

Évolution de la capacité bénéficiaire des assureurs cotés



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 bilancielle. Un critère très important dans ce contexte de changement réglementaire et de passage aux normes IFRS dès le début de 2025. En effet, la compagnie jouit de larges fonds propres, lui permettant d'afficher une marge de solvabilité confortable, s'établissant 4,3x la marge réglementaire requise. L'assureur jouit, également, du portefeuille d'actifs le plus conséquent.

Au 30 juin 2023, la compagnie a publié un résultat net en forte ascension de 31 % à 16,8 MDt porté essentiellement par l'amélioration du résultat technique vie, qui s'est établi à 11,5 MDt contre 4,8 MDt une année auparavant.

L'amélioration de l'offre, couplée à la maîtrise des charges d'exploitation et à l'assainissement des niches non onéreuses, permettrait à l'assureur de poursuivre pleinement ses ambi-

tions de croissance pérenne. En effet, le management table sur un ratio combiné en ligne avec les objectifs de baisse de la sinistralité et de maîtrise des frais généraux, en amélioration de 9 pbs à un ratio cible de 110 % au terme de 2024. Le ROE est attendu à 10 % vers 2024 contre un ROE de 8,2 % en 2022 et de 5,7 % à fin 2021.

Le titre **STAR** se maintient à des niveaux de valorisation attractifs. Au vu des bons fondamentaux de la compagnie, nous réitérons notre opinion «**Achat**» sur la valeur. Le positionnement sur l'action est parfaitement approprié pour un profil d'investisseur «Buy and Hold», à la recherche de valeurs de fonds de portefeuille aux fondamentaux solides et dont l'horizon de placement est à moyen et long terme.

ASSURANCES MAGHREBIA : L'assureur figure parmi nos «Best Picks» du secteur. Le titre se distingue par la résilience de son business modèle et par la meilleure rentabilité technique (un ratio combiné de 82,4 % en 2022 contre une moyenne du secteur coté de 92,4 %). L'assureur affiche également le meilleur ROE 2022 (22,3 %) contre un ROE 2022 moyen du secteur de 14,3 %. Au 30 juin 2023, le résultat net part du groupe de l'assureur s'est établi à 18,3 MDt, soit une croissance de 5,2 % par rapport à la même période en 2022. Nous recommandons le titre à «**Achat**».

ASTRÉE : L'assureur affiche un business modèle résilient, mais une profitabilité en déclin (un ratio combiné de 102,5 % en 2022 contre un ratio de 84 % en 2020). Malgré un premier semestre difficile marqué par une activité vie en recul en raison d'une opération exceptionnelle de transfert d'un contrat important en vie capitalisation et par une sinistralité en hausse, l'assureur a réussi à améliorer son résultat net à fin juin 2023 de 8,8 % à 16,7 MDt, et ce, grâce à un effort de provisionnement moindre. Nous recommandons de «**Conserver**» le titre.

BH ASSURANCE : La compagnie se distingue par un business modèle résilient et par une rentabilité technique attractive (le meilleur ratio combiné du secteur de 81 %). Le titre **BH ASSURANCE** traite à des niveaux de valorisation attractifs, mais il affiche le plus faible rendement en dividendes. Au terme du premier semestre de 2023, le résultat net de l'assureur adossé à la **BH BANK** a progressé de 25 % pour atteindre 5 MDt. 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. Nous recommandons de «**Conserver**» le titre.

ASSURANCES MAGHREBIA VIE : L'assureur Vie figure parmi nos Best Picks du secteur. Le titre se distingue par son business model solide, sa solidité bilancielle (une marge de solvabilité confortable, s'établissant 4,3x la marge réglementaire requise) et sa rentabilité technique (un ratio combiné de 64,7 % en 2022). Au 30 juin 2023, le résultat net de l'assureur vie s'est hissé de 39,5 % à 9,3 MDt grâce notamment à l'amélioration des produits de placements et à la baisse de l'IS. Le titre traite à des niveaux de valorisation corrects, en ligne avec la moyenne du secteur, tout en présentant le meilleur rendement en dividendes (4,5 %). Nous recommandons le titre à «**Achat**».



SFBT

Une valeur de fonds de portefeuille

Points clés

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p
Chiffre d'affaires	1 131,4	1 202,9	1 198,6	1 197,1	1 329,9	1 396,4	1 438,3
<i>Progression</i>	-	6,3 %	-0,4 %	-0,1 %	11,1 %	5,0 %	3,0 %
Marge brute	509,3	556,2	610,8	626,7	642,1	677,3	700,5
<i>Progression</i>	-	9,2 %	9,8 %	2,6 %	2,5 %	5,5 %	3,4 %
Taux de marge brute	45,0 %	46,2 %	51,0 %	52,3 %	48,3 %	48,5 %	48,7 %
EBITDA	304,5	343,9	396,2	395,1	406,5	427,0	436,6
<i>Progression</i>	-	12,9 %	15,2 %	-0,3 %	2,9 %	5,0 %	2,2 %
Marge d'EBITDA	26,9 %	28,6 %	33,1 %	33,0 %	30,6 %	30,6 %	30,4 %
Résultat net part du groupe	177,3	210,9	210,6	251,0	257,0	270,6	274,1
<i>Progression</i>	-	19,0 %	-0,1 %	19,2 %	2,4 %	5,3 %	1,3 %
Marge nette	15,7 %	17,5 %	17,6 %	21,0 %	19,3 %	19,4 %	19,1 %

Sources : états financiers consolidés de la SFBT et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Prix* : 12,250 Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

Groupe CASTEL : 63,0 %

Groupe POULINA : 10,5 %

STAR : 5,0 %

Autres actionnaires : 21,5 %

Capitalisation boursière* : 3 031,9 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2023e : 11,2x

EV/EBITDA 2023x : 6,6x

Dividend yield 2023e : 6,0%

Performance 2023 : -3,7 %

ROE 2022 : 22,5%

* Données au 30 novembre 2023.

** Au 16 mai 2023.

L'année 2022 s'est inscrite sous le signe de la résistance pour la SFBT. Le groupe n° 1 des boissons en Tunisie a affiché une excellente performance Top Line grâce à la réouverture des restaurants, bars et hôtels et à la reprise de l'activité touristique qui a marqué la période post-COVID. La rentabilité a tant bien que mal résisté favorisée par la hausse conséquente des revenus, par la montée des taux et par une activité de cash management toujours dynamique. Cependant, le constat est moins reluisant du côté des marges. Ces dernières ont subi de plein fouet les conséquences de la guerre en Ukraine qui a généré une forte augmentation des prix des matières premières. À cela s'ajoutent la dépréciation du dinar tunisien face au dollar américain et la très forte augmentation du coût du fret maritime. Par ailleurs, la SFBT a souffert au cours de l'année écoulée de la pénurie du sucre, notamment, pendant la haute saison et de la rupture de livraison de CO² alimentaire en raison de la décision de l'ETAP de fermer, à partir du 1er octobre 2022, le seul puit de CO² en Tunisie pour des problèmes de maintenance et de sécurité.

Selon le management, le manque de visibilité pèsera sur 2023. Les difficultés économiques que traverse la Tunisie, aggravées par la guerre en Ukraine et les incertitudes sur le prix du sucre et sa disponibilité, rendent très difficiles et aléatoires toute prévision. En revanche, l'équipe de direction a précisé, durant l'AGO du 16 mai 2023, que les prix des matières premières sur les marchés mondiaux affichent, désormais, une tendance baissière.

«Malgré de multiples vents contraires, l'activité du groupe SFBT a affiché une résistance salubre en 2022»

Produisant majoritairement son propre CO² grâce à la technique de la quadri génération, l'activité «Boissons gazeuses» du groupe (33,8 % du chiffre d'affaires consolidé en 2022) ne sera pas très touchée, selon nos estimations, par l'arrêt de l'approvisionnement en CO² annoncé en juillet 2023. Par ailleurs, la reprise de la production du champ de gaz situé à Utique à la mi-septembre de l'année en cours devrait permettre à l'activité «Boissons gazeuses» du groupe de retrouver ses niveaux d'activité habituels.

Selon nous, l'atterrissage de 2023 devrait être marqué par une poursuite de la croissance pour la SFBT. La sortie de la COVID est de nature à favoriser la normalisation des habitudes de consommation des ménages et de l'activité du secteur de l'hôtellerie, de la restauration et des cafés. Par ailleurs, le retour des touristes grands consommateurs de bières locales devrait doper les revenus du groupe. Les marges devraient, également, s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix de la résine, du malt et de l'aluminium. Outre la bonne orientation attendue de l'activité d'exploitation, les réalisations de 2023 de la SFBT devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère

régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette.

Avec une capitalisation de 3 milliards de dinars, la SFBT est sans doute la fierté du marché actions tunisien. Le groupe devrait solliciter l'attention des investisseurs dans une conjoncture post-COVID dégradée où l'incertitude règne. La position de dominance de la SFBT, son business model défensif, sa solidité financière et la bonne qualité de son management en font l'investissement incontournable pour des investisseurs.

2. PRÉSENTATION DU GROUPE SFBT

Fondé en 1925 sous le protectorat français, le groupe SFBT se classe parmi les premiers groupes privés tunisiens. Le groupe est détenu majoritairement par le géant français CASTEL et est le leader incontestable des boissons en Tunisie.

Le groupe opérait initialement dans la bière et les boissons gazeuses. Ce n'est que sur les deux dernières décennies qu'il s'est lancé dans l'eau, le jus et le vin.

Comptant une vingtaine de sociétés, le groupe SFBT est aujourd'hui l'acteur n° 1 sur les segments de la bière, des boissons gazeuses et de l'eau.

Activité bières

Le groupe SFBT continue de dominer le marché malgré l'entrée du concurrent HEINEKEN en Tunisie en 2007. Leader du marché, le groupe se trouve bien à l'abri de la concurrence grâce à sa politique de diversification (3 marques locales – Celtia, Stella et Celestia – et trois étrangères – 33, Löwenbräu et Beck's) et d'innovation (nouvelles déclinaisons de la marque Stella «Black» et Stella «Gold Brune» et nouveaux packagings).

Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté sur les dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence de l'été avec le mois du ramadan. Par ailleurs, les augmentations successives des prix de la bière n'ont pas eu d'impact sur la consommation de bière du Tunisien et ont même permis à ce pôle d'améliorer considérablement ses marges.

Cette activité est devenue la locomotive du groupe et son premier centre de profit depuis 2017 (une contribution de 43 % dans les revenus consolidés en 2022).

Activité boissons gazeuses

Le groupe est leader sur ce segment. Ce positionnement résulte non seulement du fait que la SFBT est l'unique embouteilleur des marques Coca-Cola, mais aussi parce qu'elle jouit du bon positionnement de sa marque locale Boga dont la gamme s'est élargie avec succès au fil des années.

Alors que cette branche d'activité est importante au niveau du chiffre d'affaires (une proportion de 33,8 % fin 2022), la réalité est toute autre au niveau de la rentabilité. Génératrice de faibles marges et consommatrice d'investissements récurrents de maintenance en raison de la vétusté de l'outil de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du groupe. À ces problèmes se sont greffées les taxes élevées pour les boissons gazeuses en Tunisie², la suppression des subventions sur le sucre et l'instabilité du marché libyen sur les dernières années.

Activité eaux

L'intérêt pour cette activité a commencé depuis les années 2000, avec le rachat des sociétés MARWA et SOSTEM qui exploitent les marques (Marwa, Safia, Garci et Oktor) et l'introduction des marques Cristalline et Melliti quelques années plus tard.

En l'espace de 5 ans, le groupe a doublé son chiffre d'affaires «eaux», devançant de loin ses concurrents (Groupe MZABI et HEINEKEN qui commercialisent respectivement les marques Sabrina/Jannet et Fourat).

Malgré son jeune âge, cette branche est, désormais, le deuxième contributeur dans les résultats du groupe, après la bière.

Les perspectives de croissance de cette filière restent solides avec le changement des habitudes de consommation, la dégradation de l'eau du robinet en Tunisie et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau).

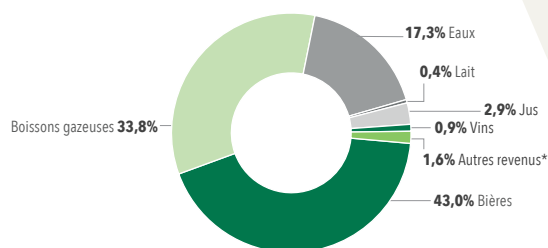
² Les boissons gazeuses sont soumises en Tunisie à une TVA et un droit de consommation, atteignant 48,75 % du chiffre d'affaires.

Activité jus

L'activité jus affiche une faible contribution aux revenus du groupe. Elle a connu une accélération de la croissance sur les dernières années. Le groupe a décidé de capitaliser sur la marque *Stil* pour compléter sa gamme de produits.

La croissance de la nouvelle marque locale des jus *Stil* a été boostée par le lancement, depuis 2018, d'une gamme de jus sans conservateurs conditionnés dans des bouteilles en plastique aseptique.

Structure des revenus du groupe par pôle d'activité (2022)



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

Portefeuille de marques nationales et importées du Groupe SFBT

Activité bières : Celtia • Stella • Celestia • Becks • 33 export • Löwenbräu

Activité boissons gazeuses : Boga • Fanta • Sprite • Hawaii • Apla • Coca-Cola • Orangina • Schweppes • Burn

Activité eau : Safia • Marwa • Garsi • Cristalline • Melliti

Activité jus : Stil

3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2022

Après avoir marqué le pas en 2021 sur fond de crise de la COVID-19, les revenus du groupe SFBT ont affiché une croissance vigoureuse en 2022. Grâce à la réouverture des restaurants, bars et hôtels et à la reprise de l'activité touristique, le chiffre d'affaires consolidé de la SFBT a ainsi augmenté de 11,1 % atteignant un niveau record de 1,3 milliard de dinars.

N'eût été la pénurie du sucre, notamment pendant la haute saison et la rupture d'approvisionnement de CO² alimentaire pendant environ un mois, en raison de la décision de l'ETAP de fermer le seul puits de CO² en Tunisie pour des problèmes de maintenance et de sécurité, la croissance des revenus du groupe aurait été bien plus élevée.

Tous les pôles d'activité du groupe ont affiché des évolutions positives de leur chiffre d'affaires hormis le pôle lait (-20,7 % à 6 MDt). Plus voulu que subi, le décrochage des ventes du pôle «Lait» s'explique par la stratégie du groupe de se retirer de cette activité.

La dégradation des marges est le principal fait marquant de l'année 2022 pour la SFBT. Plombé par la flambée des prix des matières premières, essentiellement du sucre, de la résine (+61 %) et du malt, la dépréciation du dinar tunisien face au dollar américain (une baisse de 7,2 %) et par la hausse

des coûts du fret maritime, le taux de marge brute a cédé 4,1 points de pourcentage à 48,3 %. Le groupe a beau relever ses prix sur l'année écoulée, ces augmentations de prix n'ont pas pu répercuter intégralement la montée des coûts des intrants sur les prix de vente.

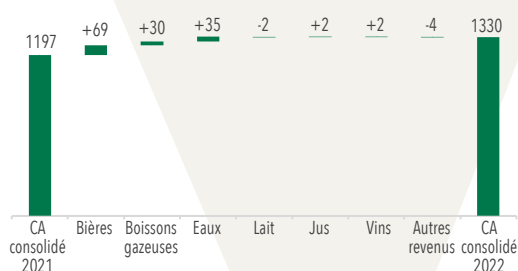
En 2022, la SFBT a tant bien que mal réussi à s'adapter aux contraintes de son environnement. Malgré la reprise de la demande qui a marqué la période post-COVID, l'inflation des matières premières, la pénurie du sucre et du CO² alimentaire générant une sous-activité principalement pour le pôle boissons gazeuses, le groupe a réussi à optimiser sa structure de coûts et à maîtriser ses charges opérationnelles. Nonobstant la hausse soutenue des revenus, la facture salariale a été maintenue quasiment stable à 144,4 MDt. Quant aux autres charges d'exploitation, elles ont évolué de 2,3 %, seulement, à 98,6 MDt. La bonne maîtrise des frais généraux a valu à la SFBT d'amortir l'impact de la flambée des prix des matières premières sur sa marge d'EBITDA. Cette dernière s'est effritée de 2,4 points de pourcentage à 30,6 %. Cependant, elle demeure supérieure à son niveau d'avant-COVID.

La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de 450,3 MDt sur la période 2018-2022), la SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -24,8 %, à fin 2022). Fort de cash-flows stables et d'une trésorerie abondante, le groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers qui bonifie la rentabilité. En 2022, la SFBT a engrangé des produits de placement nets (solde entre les produits de placement et les charges financières) de 22,3 MDt (contre des produits de placement nets de 14,1 MDt en 2021 soit une envolée de 58,5 %). En sus de l'amélioration des cash-flows d'exploitation (une hausse de 18,9 % à 367,1 MDt en 2022), les produits de placement ont amplement profité du contexte haussier des taux qui a prévalu en 2022.

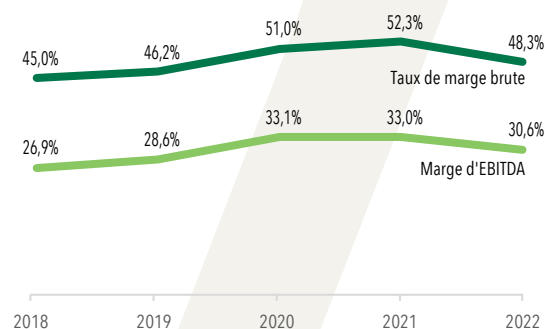
Avec une activité d'exploitation bien portante, une progression maîtrisée des dotations aux amortissements et aux provisions (+3 % à 99,3 MDt) et une activité de cash management toujours dynamique, le groupe a tiré son épingle du jeu au niveau de la rentabilité nette. Le résultat net part du groupe de la SFBT a gardé le cap sur la croissance (+2,4 %) se montant à 257 MDt.

Avec un ROE de 22,5 %, SFBT figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote. Notons que depuis 2021, le groupe SFBT est parvenu à intégrer le club restreint des sociétés cotées ayant des fonds propres consolidés supérieurs à 1 milliard de dinars.

Décomposition de la croissance des revenus consolidés en 2022 (en MDt)



Évolution des marges consolidées



Le groupe SFBT, qui a formalisé son engagement pour le développement durable par son adhésion en 2010 au Pacte mondial des Nations Unies, aborde la RSE comme source d'opportunités qui vise à transformer les pratiques et les activités vers une performance globale : économique, sociale et environnementale.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash Flow d'exploitation	230,4	276,5	361,7	308,7	367,1
Investissements	130,6	114,4	94,6	38,8	71,9
Free Cash Flow	99,8	162,1	267,2	269,9	295,1
Dette Nette	-23,8	-55,6	-142,3	-219	-315,2
Gearing	-2,5 %	-5,4 %	-13,0 %	-18,6 %	-24,8 %
ROE	20,6 %	22,4 %	21,5 %	23,6 %	22,5 %
ROCE	22,1 %	24,7 %	25,2 %	29,1 %	29,4 %

Sa démarche RSE s'articule autour de cinq grands axes qui guident et structurent ses pratiques et ses interactions avec ses parties prenantes :

- Bonne Gouvernance
- Responsabilité Économique
- Responsabilité Environnementale
- Responsabilité Sociale
- Responsabilité Sociétale.

Ces cinq axes se déclinent en enjeux clés, identifiés prioritaires à la fois pour les parties prenantes du groupe et pour le développement de ses activités :

1. Renforcer la sécurité au travail,
2. Accompagner la montée en compétence des collaborateurs,
3. Renforcer le dialogue social,
4. Utilisation durable de la ressource hydrique et traitement des eaux usées,
5. Gestion des déchets et éco-conception,
6. Consommation d'énergies et changements climatiques,
7. Conformité sur toute la chaîne de valeur,
8. Dialogue avec les parties prenantes,
9. Ancrage auprès des communautés locales,
10. Consommation responsable,
11. Qualité des produits et protection des consommateurs.

Pour chaque enjeu, des programmes et actions sont mis en œuvre, visant à concilier l'optimisation des impacts de l'activité et la performance économique du groupe.

L'efficacité de ces actions et programmes est mesurée au travers d'indicateurs de performances RSE qui sont suivis régulièrement afin d'estimer aussi la progression de la démarche RSE : exemple d'indicateurs Ratio d'eau, Ratio énergétique, Bilan carbone, Déchets générés, nombre d'heures de formation par collaborateur.

Par ailleurs, l'installation de la cogénération de l'usine Bab Saâdoun a permis à la société mère d'alimenter, également, les usines de La Charguia, Mahdia et Sfax et de réaliser ainsi une économie de 3,4 MDt sur la consommation énergétique pour 2022.

Afin d'encourager le verre retournable, la SFBT a mis en place un budget de 658 mille dinars pour les marques Boga et un budget de 1,3 MDt pour les produits THE COCA-COLA CIE. Outre les publicités radio, télévision et affichage encourageant l'utilisation du verre consigné, la SFBT a injecté des emballages dans les réseaux et chez les particuliers.

Le projet d'irrigation du parc du Belvédère, à partir des eaux de rejets de l'usine de Bab Saâdoun après traitement, est en train de prendre forme. L'avant-projet sommaire que la SFBT a élaboré a été validé par le COPIL (Mairie, SFBT, ONAS et ministère de l'Environnement), ce qui a permis de choisir un bureau d'études chargé de faire des études de détail.

Ceci va permettre à la SFBT de lancer un appel d'offres international pour la réalisation de ce projet en mode « Design and Build » et d'établir le dossier de levée de fonds nécessaires.

4. FAITS SAILLANTS DE 2023 ET PERSPECTIVES

L'Assemblée Générale Ordinaire de la SFBT du 16 mai 2023 a été présidée par le nouveau Président du Conseil d'Administration de la société, M. Gilles MARTIGNAC, qui a succédé à feu Hamadi BOUSBIA décédé le 2 décembre 2022. Durant l'AGO, le management a exprimé l'attachement du groupe CASTEL à sa filiale tunisienne, la SFBT, affirmant que la rupture des relations commerciales entre le groupe CASTEL et le géant américain THE COCA-COLA CIE ne concerne pas la SFBT, le contrat de l'emballage étant signé directement entre la SFBT et THE COCA-COLA CIE. L'accord entre la SFBT et THE COCA-COLA CIE dure depuis plus de 70 ans et est bien antérieur à l'entrée du groupe CASTEL dans le capital de la SFBT.

M. MARTIGNAC a, également, précisé que la SFBT est une exception dans la stratégie du groupe CASTEL de se désengager de la filière « eaux minérales » en Afrique. Et d'ajouter que le groupe CASTEL s'est désengagé du secteur de l'eau minérale dans plusieurs pays en Afrique, car les marges de ses filiales se sont dégradées et qu'il y a eu une multiplication de la concurrence dans les marchés concernés.

Lors de l'AGO, le management s'est attardé sur l'impact de l'adoption des normes comptables internationales IFRS qui se fera à partir de l'exercice comptable 2023. Il a expliqué que la migration vers le nouveau référentiel comptable n'aura pas un impact significatif sur les états financiers consolidés à compter de 2023.

Selon le management, les prochaines années devraient être marquées par une baisse des efforts d'investissement, après une période capitalistique sur la dernière décennie, ce qui devrait conforter la capacité de génération de cash-flows pour la SFBT.

Selon l'équipe de direction, le manque de visibilité entache le cru de 2023. Les difficultés économiques que traverse la Tunisie, aggravées par la guerre en Ukraine et les incertitudes sur le prix du sucre et sa disponibilité, rendent très difficile et aléatoire toute prévision. Mais cela n'empêche pas le management d'être confiant sur l'évolution de l'activité. Il a annoncé que les prix des matières premières sur les marchés mondiaux (résine, malt, aluminium) affichent, désormais, une inflexion de tendance.

Sur le premier semestre de l'année 2023, la société mère du groupe a publié des résultats mitigés. Le chiffre d'affaires a maintenu le cap sur la croissance (+5 % à 357,5 MDt). Malgré la baisse du résultat d'exploitation (-7,1 % à 81,6 MDt) et le tassement des marges, la brasserie est parvenue à afficher une croissance bénéficiaire de +2,3 % à 150,2 MDt grâce à son activité financière dynamique.

Produisant majoritairement son propre CO² grâce à la technique de la quadrigénération, l'activité « Boissons gazeuses » du groupe (33,8 % du chiffre d'affaires consolidé en 2022) ne sera pas très touchée, selon nos estimations, par l'arrêt de l'approvisionnement en CO² annoncé en juillet 2023. Par ailleurs, la reprise de la production du champ de gaz situé à Utique à la mi-septembre de l'année 2023 devrait permettre à l'activité « Boissons gazeuses » du groupe de retrouver ses niveaux d'activité habituels.

Selon nous, l'atterrissage de 2023 devrait être marqué par une poursuite de la croissance pour la SFBT.

La sortie de la COVID est de nature à favoriser la normalisation des habitudes de consommation des ménages et de l'activité du secteur HORECA³. Par ailleurs, le retour des touristes grands consommateurs de bières locales devrait doper les revenus du groupe. Les marges devraient, également, s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix des matières premières. Outre la bonne orientation attendue de l'activité d'exploitation, les réalisations de 2023 de la SFBT devraient bénéficier de sa manne de cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette.

La profitabilité tirera, de surcroît, parti d'une reprise sur provisions de 2,6 MDt à réaliser en 2023 en raison de l'abandon du redressement fiscal de 2022 par le ministère des Finances, a déclaré le management.

La SFBT a publié, fin septembre 2023, un communiqué annonçant la nomination de M. Elyes FAKHFAKH en tant que nouveau Directeur Général (en remplacement de M. Mustapha ABDELMOULA) et la nomination de M. Mustapha ABDELMOULA en tant que nouveau Président du Conseil d'Administration (en remplacement de M. Gilles MARTIGNAC). Nous pensons que ce changement managérial ne manquera pas de donner un nouveau départ à la stratégie de développement du groupe dans les prochaines années.

³ Hôtels, restaurants, cafés

Pour les chiffres, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 5 % à 1,4 milliard de dinars et sur une progression du résultat net part du groupe de 5,3 % à 270,6 MDt sur l'année pleine de 2023.

5. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

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.

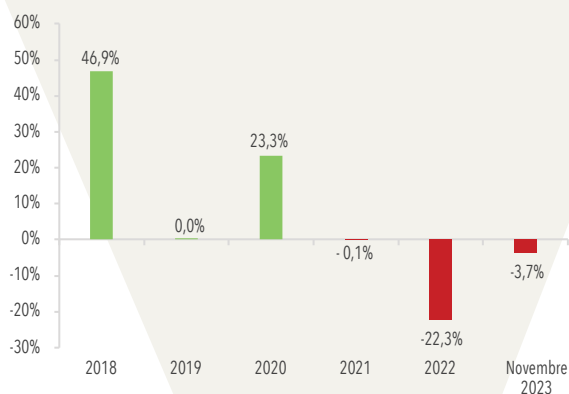
Et pour cause, la SFBT a arrêté, depuis 2021, les opérations d'augmentation de capital par incorporation des réserves auxquelles sont habitués les petits porteurs depuis de nombreuses années, et ce, en raison de la suppression du dégrèvement physique des dépenses d'investissement. La pénurie des matières premières (sucre et CO²) ayant perturbé la production et le décès de l'ancien Président Directeur Général feu Hamadi BOUSBIA, figure tutélaire de la SFBT, ont davantage pesé sur le comportement boursier de la société.

Depuis le début de l'année en cours, la brasserie affiche un parcours boursier fade avec une contre-performance de -3,7 %.

Au coude à coude avec la BIAT pour la première place sur le marché actions en termes de capitalisation boursière, la SFBT traite actuellement à 11,2x ses bénéfices et à 6,6x son EBITDA estimés pour 2023. Sur le papier, ces niveaux de valorisation sont intéressants eu égard aux fondamentaux solides du groupe qui se caractérisent par :

- un positionnement quasi monopolistique sur les deux branches « boissons gazeuses et alcoolisées » ;
- des marges confortables sur les activités « bières et eaux » ;
- d'un outil d'exploitation substantiellement amorti, constituant une barrière à l'entrée de la concurrence et lui permettant de préserver ses marges ;
- et de cash-flows stables et d'une situation financière solide, ménageant le recours à la dette et favorisant une politique généreuse de dividende.

Performances boursières annuelles du titre SFBT



Tous ces facteurs nous amènent à considérer la SFBT comme la Blue Chip du marché actions, la valeur défensive par excellence dans une conjoncture malmenée par la crise, où l'incertitude règne en maître.

Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur la SFBT.

Échantillon de comparables régionaux

Société	Pays	VE/CA 2023 (x)	VE/EBITDA 2023e (x)	P/E 2023e (x)
Société des Boissons du Maroc	Maroc	1,9	7,0	11,8
East African Breweries Ltd	Kenya	1,4	4,7	NA
Guinness Nigeria Plc	Nigeria	0,6	4,0	14,7
International Breweries Plc	Nigeria	1,5	45,1	NM
Nestlé Nigeria Plc	Nigeria	2,1	8,6	NM
Nigerian Breweries Plc	Nigeria	1,1	7,1	NM
Tanzania Breweries Public Ltd Co.	Tanzanie	3,0	8,3	22,2
Moyenne régionale		1,7	12,1	16,2
SFBT	Tunisie	2,0	6,6	11,2

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



SAH LILAS

Une valeur de croissance

Points clés

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p
Chiffre d'affaires	440,4	560,1	624,6	670,5	868,8	947,0	1 132,2
Progression	-	27,2 %	11,5 %	7,4 %	29,6 %	9, %	19,6%
Marge brute	113,6	208,2	261,4	272,7	331,8	369,4	445,0
Taux de marge brute	25,8 %	37,2 %	41,8 %	40,7 %	38,2 %	39,0 %	39,3 %
EBITDA	62,1	81,3	110,3	102,4	134,9	150,4	175,3
Progression	-	30,9 %	35,7 %	-7,2 %	31,8 %	11,5 %	16,6 %
Marge d'EBITDA	14,1 %	14,5 %	17,7 %	15,3 %	15,5 %	15,9 %	15,5 %
Résultat net part du groupe	22,8	23	30,6	16,2	35,3	39,1	45,1
Progression	-	0,8 %	33,4 %	-47,0 %	117,8 %	10,6 %	15,3 %
Marge nette	5,2 %	4,1 %	4,9 %	2,4 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %

Sources : états financiers consolidés de SAH LILAS et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Prix* : 8,030 Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

JM HOLDING*** : 64,7%

EQUITY CAPITAL : 7,3%

ECP : 5,5%

Autres actionnaires : 22,5%

Capitalisation boursière* : 674,7 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2023e : 17,3x

VE/EBITDA 2023e : 7,9x

Dividend Yield 2023e : 4,1 %

Performance 2023 : -5,4 %

ROE 2022 : 10,7 %

* Données au 30 novembre 2023.

** Au 22 juin 2023.

*** Holding codétenu par Mme Jalila MEZNI et le fonds d'investissement RMBV.

«Le groupe SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2023. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, 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»

Tous les clignotants sont au vert pour le groupe SAH LILAS. Le champion national des produits d'hygiène a publié au titre de l'exercice 2022 des résultats d'excellente facture, alliant croissance et rentabilité. Le management a réussi à dépasser les prévisions de son business plan dévoilé lors de l'AGO du 20 juillet 2022.

SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2023. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, 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. La consolidation du niveau



d'activité de la filiale AZUR PAPIER à la suite de la confirmation de sa deuxième ligne de production d'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 2023 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 cesserait de s'améliorer année après année.

La stratégie de croissance du groupe sur les prochaines années devrait être basée sur la diversification de son mix produits afin d'assurer un équilibre optimal en termes de marges. L'importance des volumes de production et les gains en productivité que le groupe devrait réaliser sur ses filiales AZUR PAPIER et AZUR DÉTERGENT joueraient un rôle très important dans la réalisation des prévisions de croissance organique sur les quatre prochaines années.

Dans une économie malmenée par la crise, le titre SAH LILAS 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-flows, et de désendettement et qu'il est sur le point de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années. Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur la valeur.

2. PRÉSENTATION DU GROUPE SAH LILAS

Créée en 1994 par Mme Jalila MEZNI, la société SAH (Société d'Articles Hygiéniques) est l'un des fleurons de l'économie tunisienne. Initialement lancée dans la fabrication des serviettes hygiéniques sous la marque « Lilas », la société a connu un développement considérable au fil des années. Récoltant les fruits d'une stratégie d'expansion régionale, de diversification et d'intégration en amont, SAH LILAS est aujourd'hui à la tête d'un groupe panafricain, fortement intégré de onze sociétés qui opèrent dans trois lignes de métiers :

2.1 La production de produits d'hygiène et papier

Cœur de métier du groupe, l'activité d'hygiène et papier est assurée par la société mère (implantée en Tunisie) et par des filiales industrielles (Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal) et commerciales (Algérie et Maroc). Sur cette ligne de métier, SAH LILAS offre une gamme complète de produits : le papier hygiénique (papier toilette, papier mouchoirs, serviette de table, essuie-tout...), les produits d'hygiène féminine, les couches bébés, les produits d'hygiène adulte et les lingettes. Les installations industrielles du groupe en dehors de la Tunisie ont permis d'accélérer la couverture régionale de SAH. Le groupe a réussi, en effet, à établir une plateforme en Côte d'Ivoire et au Sénégal pour servir les marchés voisins de la zone UEMOA (Union Économique et Monétaire Ouest Africaine).

Sur la ligne des produits d'hygiène et papier (toute la gamme hygiène c.-à-d. bébé, féminine, adulte et la gamme papier), SAH LILAS se positionne parmi les leaders sur les marchés tunisien, libyen, mauritanien et congolais avec une forte présence en Algérie et au Gabon.

2.2 La production d'ouate de cellulose

Afin de sécuriser les approvisionnements du groupe dans le métier des produits d'hygiène et papier et de maîtriser la qualité de l'ouate de cellulose, le groupe s'est lancé dans la production de cette matière première essentielle depuis 2013 à travers sa filiale AZUR PAPIER. Cette entité couvrait initialement 70 % des besoins du groupe.

La première ligne d'ouate de cellulose ayant atteint la pleine capacité depuis 2019, le groupe a investi dans une 2e ligne de production d'une capacité d'une fois et demie l'ancienne ligne pour un coût total de 86 MDT.

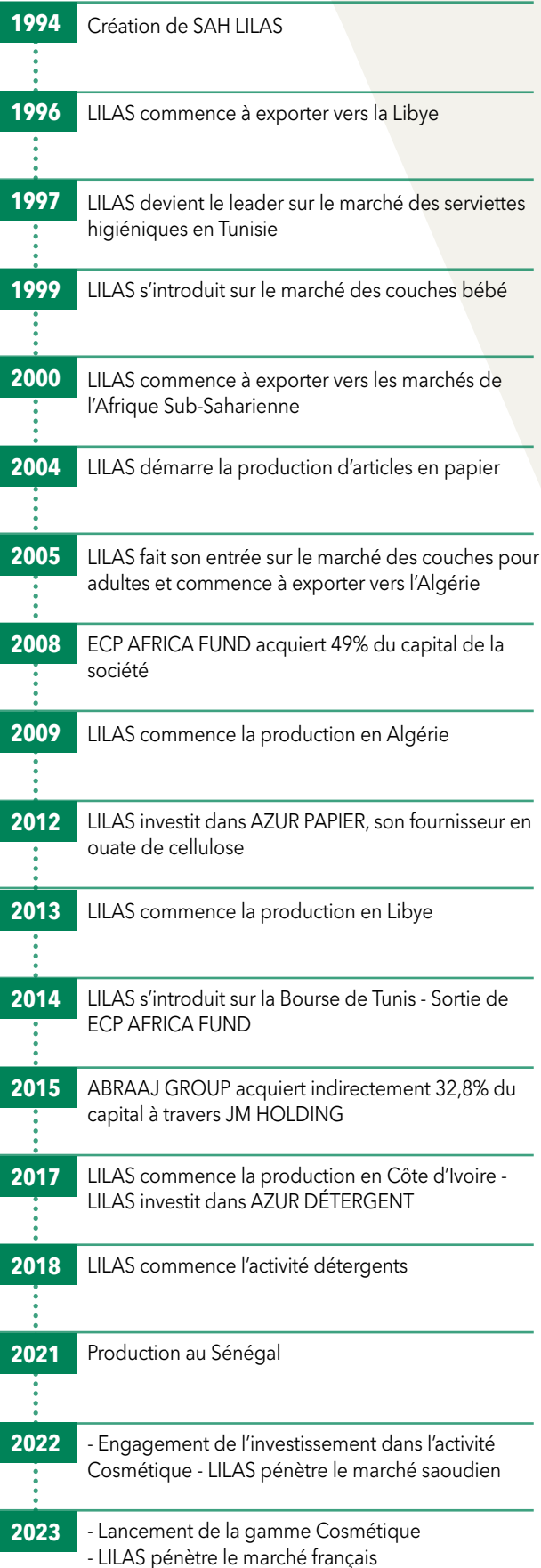
Cette deuxième ligne de production d'ouate de cellulose est entrée en production depuis février 2021. Une part de 40 % de la production de cette deuxième ligne est destinée aux besoins du groupe. Le reliquat est écoulé hors groupe notamment sur les marchés export. Au-delà des bienfaits de cette stratégie d'intégration sur les marges, l'activité de production d'ouate de cellulose constitue, aujourd'hui, un véritable centre de profit pour le groupe.

2.3 La production de détergents

Benjamine du groupe, l'activité de production des détergents a été lancée en 2016, à la suite de la création de la filiale AZUR DÉTERGENT. Le groupe détient actuellement 72 % du capital de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICAR.

Il va sans dire que le groupe a vu dans les détergents un relais de diversification naturel à son métier de base, mais les raisons à ce tournant stratégique sont multiples :

1. vouloir se positionner dans un marché peu structuré à fort potentiel en Tunisie avec une importante composante informelle ;
2. exploiter des synergies logistiques, opérationnelles et commerciales avec l'activité d'hygiène et papier ;
3. atteindre une taille critique sur tous les segments de marché des produits d'hygiène ;
4. développer à long terme l'export pour assurer une couverture naturelle contre le risque de change et préserver les marges à l'échelle du groupe.



Opérationnelle depuis juillet 2019, l'activité des détergents a connu un succès commercial important. Dès le lancement de cette activité, SAH LILAS a proposé une offre complète de produits haut de gamme comprenant : l'eau de javel, les détergents en poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine).

Le groupe prend, désormais, un nouveau virage stratégique en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. Localisée à Zeriba (Zaghouan), l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier et dénommée AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE. Elle devrait coûter la somme de 70 MDt et elle sera dotée d'une capacité de production de 25000 tonnes par an. Elle sera spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampooing, de l'après-shampooing, du gel douche, du déodorant et du dentifrice. L'investissement de 70 MDt comprend, également, le coût de la création d'une unité de fabrication d'emballages en plastique pour les besoins du groupe pour les activités cosmétique et détergents d'où la création de la nouvelle filiale AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES en 2021. En se lançant dans les produits cosmétiques, le groupe SAH vise un triple objectif :

- i. exploiter les synergies existantes à savoir le réseau de distribution, le savoir-faire industriel et la complémentarité avec les produits détergents ;
- ii. exploiter la notoriété de la marque Lilas ;
- iii. atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché.

SAH LILAS dispose aujourd'hui de plus de 300 références produits toutes activités confondues. Le groupe réalise 39,1 % de son chiffre en dehors de la Tunisie. Il jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et trois pays dans la région MENA à savoir le Qatar, l'Arabie saoudite et le Liban). Il est l'unique acteur indépendant ayant des sites de production dans 5 pays africains (Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal). Notons qu'un site de production additionnel sera implanté dans les prochaines années en Afrique de l'Est (au Kenya).

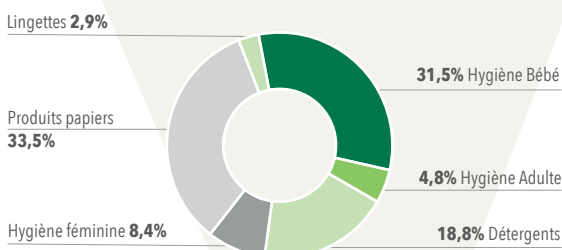
Après avoir ouvert 20 % du capital au public au moment de l'introduction en Bourse, le flottant du capital a progressé graduellement pour dépasser 40 % pendant une longue période. Une proportion dont les étrangers constituent une partie non négligeable. Le titre est prisé par les investisseurs étrangers pour sa dimension continentale et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

« Le développement des activités détergents et cosmétiques s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de diversification qui capitalise sur le circuit de distribution bien rodé du groupe et qui cible à long terme des marchés à l'export »

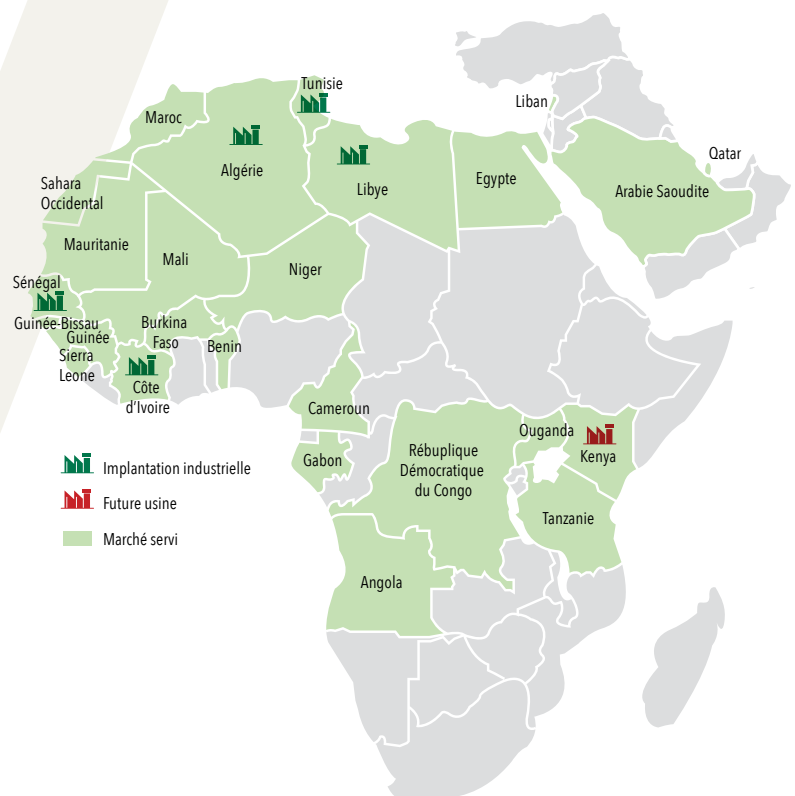
Répartition géographique des revenus (2022)















Répartition des revenus par gamme de produits (2021)



Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH Lilas (2022)



Périmètre du groupe SAH LILAS (2022)

	SAH TUNISIE (Société mère) - 1994 <i>Serviettes hygiéniques, couches bébé, mouchoirs, papier hygiénique, couches pour adultes</i>	
	SAH ALGÉRIE - 2007 <i>Couches bébés, Papier mouchoir et serviettes de table</i>	74 %
	SAH LIBYE - 2009 <i>Couches bébé, serviettes hygiéniques, serviettes de table, distributeur de papier</i>	60 %
	SAH MAROC - 2010 <i>Distribution de toute la gamme de produits LILAS</i>	100 %
	AZUR PAPIER - 2013 <i>Production d'ouate de cellulose</i>	63 %
	SAH CI - 2016 <i>Couches bébés, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table</i>	100 %
	AZUR DÉTERGENT - 2016 <i>Détergents</i>	72 %
	SAH SÉNÉGAL - 2018 <i>Couches bébé, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table</i>	71 %
	TRANSFLÈCHE - 2021 <i>Transport de marchandises sur le marché local</i>	100 %
	AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE - 2021 <i>Produits cosmétiques</i>	54 %
	AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES - 2021 <i>Emballages plastiques</i>	58 %
	SAHD ALGÉRIE - 2010 <i>Distribution de la gamme hygiène adulte, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table</i>	51 %

3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2022

2022 a été l'année de retour aux standards de performance pour le groupe SAH LILAS. L'amélioration de la performance commerciale, locale et régionale et les gains réalisés en termes de productivité ont concouru à la réalisation des objectifs du management. Les retards affichés en matière de performance financière durant l'exercice 2021 ont été largement rattrapés. Certaines filiales ont plus que doublé leurs résultats, ce qui a favorablement contribué à la capacité bénéficiaire du groupe.

Le champion national des produits d'hygiène a vu son chiffre d'affaires s'envoler de 29,6 % à 868,8 MDt, surperformant ainsi de 20 % les prévisions du business plan dévoilé en juillet 2022. Les ventes régionales du groupe ont amplement

contribué à cette performance puisqu'elles se sont envolées de 46,4 % à 337,7 MDt. Les revenus de la société mère se sont, également, bien comportés s'engraisant de 20 % à 483,7 MDt. L'augmentation des revenus consolidés a été, également, tirée par AZUR PAPIER (spécialisée dans la production d'ouate de cellulose) dont les revenus (retraités des ventes inter-groupe) ont atteint 106,4 MDt à fin décembre 2022. Une telle croissance est expliquée, entre autres, par l'entrée en exploitation de la deuxième ligne d'AZUR PAPIER. Les ventes nettes d'AZUR DÉTERGENT ont atteint 167,6 MDt, soit une croissance globale de 18,3 %. Aussi, les exportations totales de détergents ont plus que doublé entre 2021 et 2022. La reprise de la croissance des ventes de la filiale libyenne se confirme avec une augmentation globale annuelle des revenus à 52,3 % au 31 décembre 2022 comparée à 2021. Les ventes de SAH ALGÉRIE ont atteint 52,5 MDt, soit une croissance annuelle de 17,8 % représentant, ainsi, 6,1 % des ventes du groupe.

Les ventes des filiales subsahariennes, SAH CÔTE D'IVOIRE et SAH SÉNÉGAL ont augmenté de 8,6 % et 98,6 %, respectivement au 31 décembre 2022 par rapport au 31 décembre 2021.

La répartition des revenus nets consolidés (retraités des ventes inter-groupe) par filiale montre que SAH TUNISIE contribue à hauteur de 55,8 %, suivie par AZUR DÉTERGENT et AZUR PAPIER dont les ventes représentent 19,4 % et 12,3 % des ventes globales, respectivement.

Le groupe a affiché une évolution contrastée au niveau de ses marges en 2022. Alors que le taux de marge brute a reculé de 2,5 points de pourcentage à 38,2 %, se ressentant de la hausse des prix des matières premières non répercutées intégralement sur les prix de vente, la marge d'EBITDA a affiché une résistance salubre face aux aléas de la conjoncture. Récoltant les fruits des efforts de maîtrise des charges (notamment de la masse salariale qui a progressé de près de 12 % seulement à 76,7 MDt, soit un rythme bien inférieur à celui du chiffre d'affaires), la marge d'EBITDA a inscrit une avancée de 0,3 point de pourcentage à 15,5 %.

En 2022, le groupe a atteint un nouveau palier de rentabilité opérationnelle. L'EBITDA consolidé s'est hissé de 31,8 % à 134,9 MDt (contre un niveau budgétisé de 125,2 MDt) et le résultat d'exploitation a inscrit une augmentation soutenue de 59,9 % à 81,6 MDt.

Sur l'année écoulée, le groupe a tant bien que mal maîtrisé ses charges financières nettes. Malgré le contexte haussier des taux en Tunisie et dans les marchés où le groupe est implanté, ces dernières ont baissé de -5,3 % à 37,4 MDt, profitant notamment d'une accalmie au niveau des pertes de change (les pertes de change nettes sont revenues de -5,3 MDt en 2021 à -1,7 MDt en 2022).

La bonne orientation de l'activité d'exploitation et la maîtrise des charges ont valu à SAH de consolider significativement sa rentabilité. Le groupe a dégagé, au terme de 2022, un résultat net part du groupe de 35,3 MDt (contre 16,2 MDt en 2021), un niveau en ligne avec les prévisions du management.

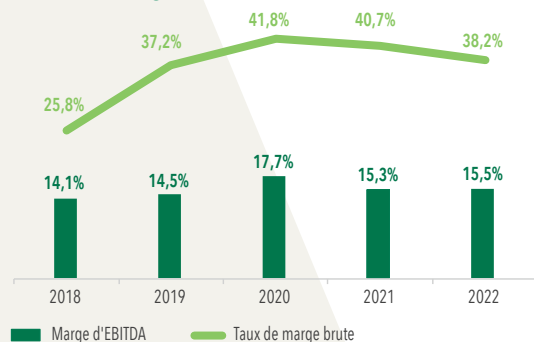
À cause du poids industriel grandissant du groupe qui n'a cessé de réaliser des investissements additionnels sur les dernières années pour lancer de nouvelles activités et monter en capacité (des investissements de 338 MDt sur la période 2018-2022), SAH continue à manifester un fort appétit à l'endettement. En 2022, la dette nette (ajustée de l'escompte) a crû de 18,2 %

à 484,7 MDt, soit un gearing de 122,7 % contre 97,5 % en 2020. Toutefois, ce niveau d'endettement ne nous semble pas alarmant. Les fondamentaux du groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements devrait permettre de doper davantage les cash-flows et de désendetter le bilan du groupe dans les prochaines années.

Dans le cadre de sa politique RSE, le groupe SAH LILAS s'engage à réduire l'empreinte environnementale de ses opérations à mesure que le groupe croît. Les principales actions menées par SAH LILAS à cet égard sont :

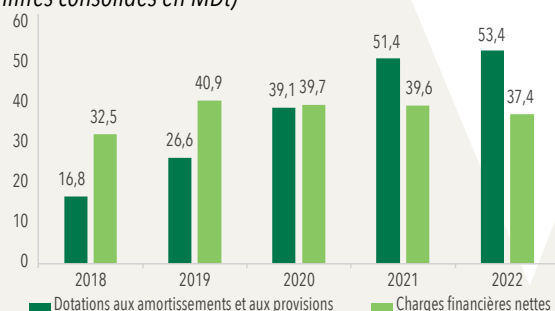
1. La construction de deux stations de traitement des eaux usées dans deux sites de production différents. La mise en place d'une troisième station est en cours de validation. Le groupe compte, également, construire quatre bassins de collecte des eaux pluviales.

Évolution des marges consolidées



Évolution des dotations aux amortissements et aux provisions et des charges financières nettes

(chiffres consolidés en MDt)



« La politique RSE est au centre de la stratégie de développement du groupe SAH »

2. La collecte et la transformation du plastique d'emballage. 15 % du plastique recyclé est incorporé dans les emballages grâce au traitement des déchets en plastique.
3. L'utilisation du papier recyclé. Environ 40 % de la production des produits d'hygiène papier du groupe est basée sur le papier recyclé.
4. La mise en place d'un système de cogénération pour récupérer la chaleur résiduelle de l'électricité existante ce qui permet de réduire jusqu'à 35 % les pertes d'énergie et de baisser les émissions de CO² dans l'atmosphère. Il est à noter qu'un projet est, actuellement, à l'étude pour diviser par deux la consommation d'électricité du groupe dans les cinq prochaines années (hausse de la capacité de production de la cogénération de 9 MW actuellement à 15 MW).

5. La destruction des déchets toxiques. Le groupe SAH a signé des accords avec des organismes certifiés pour la collecte, le traitement et la destruction de tous les déchets toxiques.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-Flow d'exploitation	-53,1	30,2	67,8	51,8	11,3
Investissements	72,4	119,1	72,1	33,1	41,4
Free Cash-Flow	-125,5	-88,9	-4,2	18,7	-30,1
Dette nette ajustée	284,7	322,8	382,4	410,0	484,7
Gearing	101,7 %	85,5 %	97,5 %	112,4 %	122,7 %
ROE	9,5 %	5,9 %	7,2 %	3,2 %	10,7 %
ROCE	10,6 %	9,3 %	9,5 %	5,5 %	9,8 %

4. FAITS SAILLANTS DE 2023 & PERSPECTIVES

Après avoir consolidé son leadership en Tunisie, en Libye, en Mauritanie et au Congo, SAH LILAS s'est lancé de nouveaux défis : l'expansion régionale, la diversification des activités, l'intégration en amont, la montée en capacité, le projet logistique, et la productivité et l'efficacité énergétique.

4.1. L'expansion régionale

Après le lancement réussi des filiales algérienne et libyenne, SAH LILAS a prouvé sa capacité à s'introduire et à établir des capacités industrielles dans de nouveaux marchés (le marché ivoirien et le marché sénégalais). Le but de ces investissements est de renforcer la présence du groupe dans la région UEMOA et de bénéficier de la forte croissance économique dans ces pays.

Après l'Afrique de l'Ouest, SAH LILAS compte renforcer sa présence en Afrique de l'Est. Pour ce faire, le management compte développer, dans les prochaines années, un site de production de couches bébé et d'articles d'hygiène féminine au Kenya destiné au marché local et aux marchés voisins (Tanzanie et Ouganda), profitant de : 1) l'urbanisation rapide de la région et 2) la relance économique grâce à la poursuite des projets d'infrastructure.

Par ailleurs, et après son entrée réussie sur le marché saoudien en 2022, LILAS poursuit la conquête de nouveaux marchés à travers la pénétration du marché français où SAH commence à vendre sous sa propre marque des produits d'hygiène dans la grande distribution. À noter que le marché français constitue un potentiel significatif compte tenu de sa taille, du pouvoir d'achat des ménages français et du niveau des prix dans ce pays.

4.2. La diversification des activités

Prenant conscience de la croissance limitée du marché local sur les activités historiques, le management a pris le virage du métier des détergents en capitalisant sur la forte notoriété de la marque Lilas et le large réseau de distribution du groupe. Ce projet fortement capitalistique a commencé à porter ses fruits depuis juillet 2019 et a permis au groupe de se tailler une bonne part de marché en l'espace de deux ans et demi d'activité. Le groupe a pour stratégie de servir le marché local

dans un premier temps et de pénétrer les marchés d'export dans un deuxième temps.

La société s'attend à ce que ses ventes à l'export augmentent considérablement en Afrique subsaharienne compte tenu de la forte demande au Congo, au Gabon, au Burkina Faso et en Mauritanie. En tant que nouvel entrant dans le marché des détergents, LILAS compte investir dans la communication en vue de fortifier son positionnement haut de gamme sur le marché. Une fois son positionnement sur les détergents consolidé, le groupe aura une plus grande latitude à rehausser ses marges.

Le groupe entame, désormais, une nouvelle page de son histoire, en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. **La nouvelle usine dédiée à cette ligne de métier a été déjà construite et entrera en exploitation fin 2023 – début 2024, selon le management.** Elle sera spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après-shampoing, du gel douche, du déodorant et du dentifrice. Ensuite, le management compte percer le créneau des produits parapharmaceutiques comme les crèmes pour le visage et la peau. La nouvelle usine sera certifiée aux normes internationales et ciblera un positionnement « premium ». La nouvelle unité « Cosmétique » devrait générer un chiffre d'affaires de 100 MDt à 120 MDt pour sa première année pleine d'exploitation.

4.3. L'intégration en amont

Étant opérationnel depuis février 2021, l'investissement dans une deuxième ligne d'ouate de cellulose permettra au groupe de sécuriser ses approvisionnements et d'exporter le surplus de production. La stratégie d'intégration en amont devrait générer un effet de levier sur les marges du groupe dans les prochaines années.

4.4. La montée en capacité

Le management compte installer de nouvelles lignes de production d'essuie-tout en Libye et au Sénégal. SAH envisage, également, d'installer une nouvelle ligne de production de couches bébés au Sénégal et en Libye. En Tunisie, une nouvelle machine pour la production de lingettes est entrée en exploitation en décembre 2022 et devrait connaître sa première année pleine d'exploitation en 2023.

4.5. Le projet logistique

Portant sur un investissement total de 5,5 MDt, ce projet consiste en la création d'une nouvelle filiale spécialisée dans le transport local des marchandises de SAH LILAS. Dénommée TRANSFLÈCHE, la nouvelle filiale a été dotée d'une flotte de 15 semi-remorques. L'objectif de cet investissement est d'internaliser le transport des produits pour une meilleure supervision et d'optimiser les coûts du transport, spécialement dans le contexte d'inflation actuel.

4.6. La productivité et l'efficacité énergétique

Le groupe envisage de réaliser divers projets d'économie d'énergie qui permettraient une réduction considérable de la facture énergétique, notamment, sur les lignes de business les plus demandeuses du facteur énergie, en l'occurrence l'activité de la filiale AZUR PAPIER. La maîtrise des coûts opérationnels serait, également, envisagée à travers une meilleure exploitation

des synergies interfiliales et sites industriels, notamment, par rapport aux charges d'énergie et de distribution.

À l'instar de l'exercice 2022 qui a été marqué par une spectaculaire croissance en matière de capacité bénéficiaire, les prochains exercices devraient, toutes choses égales par ailleurs, marquer une nette consolidation de la rentabilité financière du groupe. Selon le management, la reprise constatée durant l'année 2022 devrait continuer au vu de la très bonne performance d'exploitation ainsi que l'amélioration espérée de la rentabilité des investissements déjà réalisés sur les derniers exercices.

Selon les dirigeants de SAH, l'instabilité du contexte économique international et son impact sur la continuité des flux d'approvisionnement a remarquablement compliqué la simulation des prévisions financières du groupe. Il a été tout de même possible d'établir des prévisions relativement prudentes qui tiennent compte du risque lié aux flux d'approvisionnement et aux prix des inputs, notamment par rapport aux nouveaux investissements. Selon le business plan quadriennal, dont les grandes lignes ont été communiquées durant l'AGO du 22 juin 2023, l'exercice 2023 devrait, toute chose égale par ailleurs, marquer une continuité en termes de performance financière.

Selon le nouveau business plan, le management table sur une croissance des revenus de 12 %. Cette prévision est certes inférieure à la croissance réalisée au terme de l'année 2022. La raison est liée aux évolutions des capacités réalisées sur l'exercice 2022 ce qui a permis aux différentes entités du groupe de ramener leurs niveaux de production à des paliers quasi optimaux. L'exercice 2022 a été, également, marqué par des actions d'augmentation de prix en vue de compenser les hausses répétitives des coûts matières.

Selon les prévisions du business plan 2023-2026, l'amélioration de la performance prévisionnelle du groupe devrait occasionner une amélioration soutenue du niveau des marges. Malgré les prévisions d'une croissance des volumes d'achats des matières premières, le groupe saurait réaliser des économies en bénéficiant de la décélération prévue du rythme d'inflation, ce qui devrait favorablement impacter le niveau de marge brute prévisionnelle. Toute chose égale par ailleurs, l'exercice 2023 devrait logiquement marquer le début de la maîtrise des achats consommés, ce qui permettrait d'avoir une marge brute prévisionnelle variant entre 37,5 % et 38 % au terme de l'année 2023. C'est grâce à la diversification de son mix-produits et sa politique d'achat en grands volumes que le groupe pourrait dégager des économies sur sa marge brute, et ce, par l'effet des termes de négociation qu'il serait à même de proposer vis-à-vis de ses fournisseurs.

En matière d'excédent brut d'exploitation, le groupe dégagerait au terme de l'année 2023 une marge d'EBITDA qui varierait entre 15,5 % et 16 %, soit donc un niveau relativement en avance par rapport à l'année 2022.

Par ailleurs, et malgré l'importance des coûts de structure liés à sa forte intensité capitalistique, l'entrée en exploitation de la filiale AZUR COSMÉTIQUE permettrait une amélioration de la marge d'EBITDA pour la porter à des seuils qui varieraient entre 16,3 % et 16,5 % au terme de l'année 2024. Ces prévisions d'amélioration devraient être attribuées aux économies de coûts que le groupe saurait réaliser grâce à ses programmes d'optimisation et de productivité.

Les améliorations opérationnelles prévisionnelles devraient couvrir les charges financières additionnelles générées par les opérations de financement des investissements prévisionnels ainsi que ceux déjà réalisés, ce qui permettrait d'améliorer la capacité bénéficiaire globale du groupe et de dégager une marge nette variant entre 4,3 % et 4,8 % au terme de l'année 2023. 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 cesserait de s'améliorer année après année. Sur l'horizon 2024-2026, la marge consolidée nette varierait possiblement entre 5,5 % et 7 %.

Interpellée sur l'impact de l'adoption des normes IFRS à partir de 2023, l'équipe de direction a affirmé, durant l'AGO du 22 juin 2023, que cet impact sera globalement positif sur le plan du résultat net.

Le groupe SAH a publié au titre du premier semestre de 2023 des résultats mitigés. L'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance (+7,9 % à 428,9 MDt au niveau du chiffre d'affaires et +5,7 % à 36,7 MDt au niveau du résultat d'exploitation). Cependant, les bénéfices ont été pénalisés par la hausse sensible des charges financières (+7,3 % à 21 MDt). In fine, SAH a affiché une baisse de son résultat net part du groupe de 6,8 % à 12,4 MDt.

À la lumière des hypothèses du business plan annoncé par le management lors de l'AGO du 22 juin 2023, nous tablons, sur l'année pleine 2023, sur une croissance du chiffre d'affaires de 9 % à 947 MDt et sur la réalisation d'un résultat net part du groupe de 39,1 MDt, soit une hausse de 10,6 % par rapport à 2022.

5. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

Sur la période 2018-2022, le titre SAH LILAS a connu un parcours boursier difficile. 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.

Malgré le relèvement des dividendes et les performances supérieures aux promesses, le titre SAH peine à décoller en Bourse, affichant une performance annuelle dans le rouge (régression de -5,4 %).

Aujourd'hui, avec une capitalisation de 674,7 MDt, SAH LILAS traite à 7,9x son EBITDA estimé pour 2023. Un niveau de valorisation attrayant comparativement à la moyenne internationale. Par ailleurs, nous estimons que ce niveau de valorisation ne reflète pas intégralement les perspectives de croissance organique du groupe et son potentiel de rebond à moyen terme.

Dans une conjoncture malmenée par la crise économique en Tunisie et par la stagflation, le titre représente une opportunité d'investissement attrayante à bien des égards :

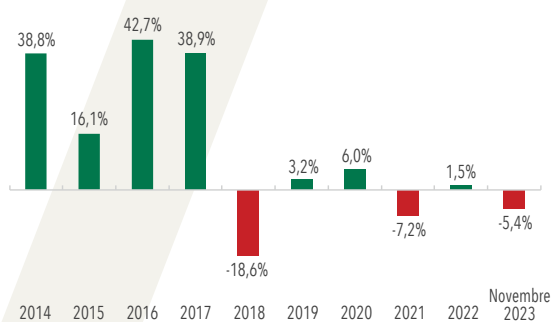
1. Il s'agit d'une valeur défensive opérant dans un secteur peu sensible aux cycles économiques baissiers.
2. Il s'agit d'une valeur de croissance : Le groupe opère sur des marchés en pleine expansion. Les marchés africains

sont caractérisés par des taux de natalité et de croissance économique élevés et sont très propices à la croissance organique.

3. Il s'agit d'une valeur internationale : Après avoir gagné le pari de sa transformation en un champion national des produits d'hygiène et papier et des détergents, fortement intégré, le groupe affiche de fortes ambitions internationales.
4. Il s'agit d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels : grâce à la taille de sa capitalisation boursière et de son flottant, SAH LILAS figure parmi les titres les plus liquides de la place. Outre sa liquidité élevée, son actionariat institutionnalisé fait du groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels, notamment, les investisseurs étrangers.

Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur SAH LILAS.

Performances boursières annuelles du titre SAH LILAS depuis son introduction en Bourse



Échantillon de comparables régionaux

Société	Pays	VE/CA 2023e (x)	VE/EBITDA 2023e (x)	PER 2023e (x)
Edgewell Personal Care Co.	États-Unis	1,3	8,8	14,1
Emami Limited	Inde	5,0	19,5	24,9
Hengan International Group Co. Ltd	Chine	1,1	6,6	11,1
Henkel AG & Co. KGaA	Allemagne	1,4	9,1	16,6
Hypera S.A.	Brésil	3,6	10,0	12,4
Kimberly-Clark Corp.	USA	2,4	12,8	18,4
Pigeon Corp.	Japon	1,8	9,8	23,0
Reckitt Benckiser Group plc	Royaume-Uni	3,1	11,8	16,2
Suominen Oyj	Finlande	0,5	12,6	NM
P&G	États-Unis	4,8	18,5	25,9
Unilever PLC	Royaume-Uni	2,3	11,8	NA
Vinda International Holdings Ltd	Hong Kong	1,4	14,4	48,3
Moyenne internationale		2,4	12,1	21,1
SAH Lilas	Tunisie	1,3	7,9	17,3

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



DÉLICE HOLDING

Une résilience confirmée

Points clés

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p
Chiffre d'affaires	844,5	965,4	1 060,3	1 164,9	1 266,9	1 379,2	1 489,6
Progression	-	14,3 %	9,8 %	9,9 %	8,8 %	8,9 %	8,0 %
Marge brute	205,9	251,2	294,2	326,6	338,2	367,7	384,9
Progression	-	22,0 %	17,1 %	11,0 %	3,6 %	8,7 %	4,7 %
Taux de marge brute	24,4 %	26,0 %	27,7 %	28,0 %	26,7 %	26,7 %	25,8 %
EBITDA	84,5	106,7	134,9	141,3	154,3	167,4	170,5
Progression	-	26,3 %	26,4 %	4,7 %	9,2 %	8,5 %	1,9 %
Marge d'EBITDA	10,0 %	11,1 %	12,7 %	12,1 %	12,2 %	12,1 %	11,4 %
Résultat net part du groupe	30,9	46,5	57,8	70,4	78,5	88,8	88,7
Progression	-	50,6 %	24,3 %	21,7 %	11,6 %	13,1 %	-0,1 %
Marge nette	3,7 %	4,8 %	5,5 %	6,0 %	6,2 %	6,4 %	6,0 %

Sources : états financiers consolidés de DÉLICE HOLDING et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Prix* : 11,550 Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

MEDDEB CONSULTING SARL*** : 85,0 %

SOCIÉTÉ AGRICOLE EL HADAYEK : 6,1 %

Autres actionnaires : 8,9 %

Capitalisation boursière* : 634,2 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2023e : 7,1x

VE/EBITDA 2023e : 4,1x

Dividend yield 2023e : 3,5 %

Performance 2023 : -7,2 %

ROE 2022 : 21,6 %

* Données au 30 novembre 2023.

** Au 8 juin 2023.

*** Société regroupant les participations de la famille MEDDEB dans le capital.

Malgré une conjoncture économique difficile, profondément marquée par les répercussions de la guerre en Ukraine, les difficultés de l'amont laitier, la hausse de l'inflation et la baisse du pouvoir d'achat du consommateur tunisien, le groupe DÉLICE a atteint en 2022, des jalons très importants et a réalisé des performances records, qui consolident les acquis des exercices précédents. DÉLICE continue 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 continue à conforter sa trésorerie et à réduire sensiblement le poids de ses charges financières nettes.

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, les résultats de 2022 confirment la résilience du groupe aux obstacles et défis récurrents. 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 accélérant 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 quant à l'échéance, des prix du lait demi-écrémé devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour l'action. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.

Positionnement concurrentiel du groupe DÉLICE en Tunisie

- **Leader sur le marché du lait** avec une part de marché de 65 %.
- **Leader sur le marché des produits laitiers frais** avec une part de marché de 69 %.
- **Leader sur le marché des jus** avec une part de marché de 47 %.
- **Challenger sur le marché du fromage** avec une part de marché de 30 %.

2. PRÉSENTATION DU GROUPE DÉLICE

Fondé en 1978 par M. Mohamed MEDDEB, le groupe DÉLICE est spécialisé dans la fabrication et la vente du lait et de produits dérivés (yaourt, beurre, fromage), jus, eau minérale et autres boissons. Au fil des années, le groupe a mis en place une stratégie d'intégration en amont et en aval en nouant des

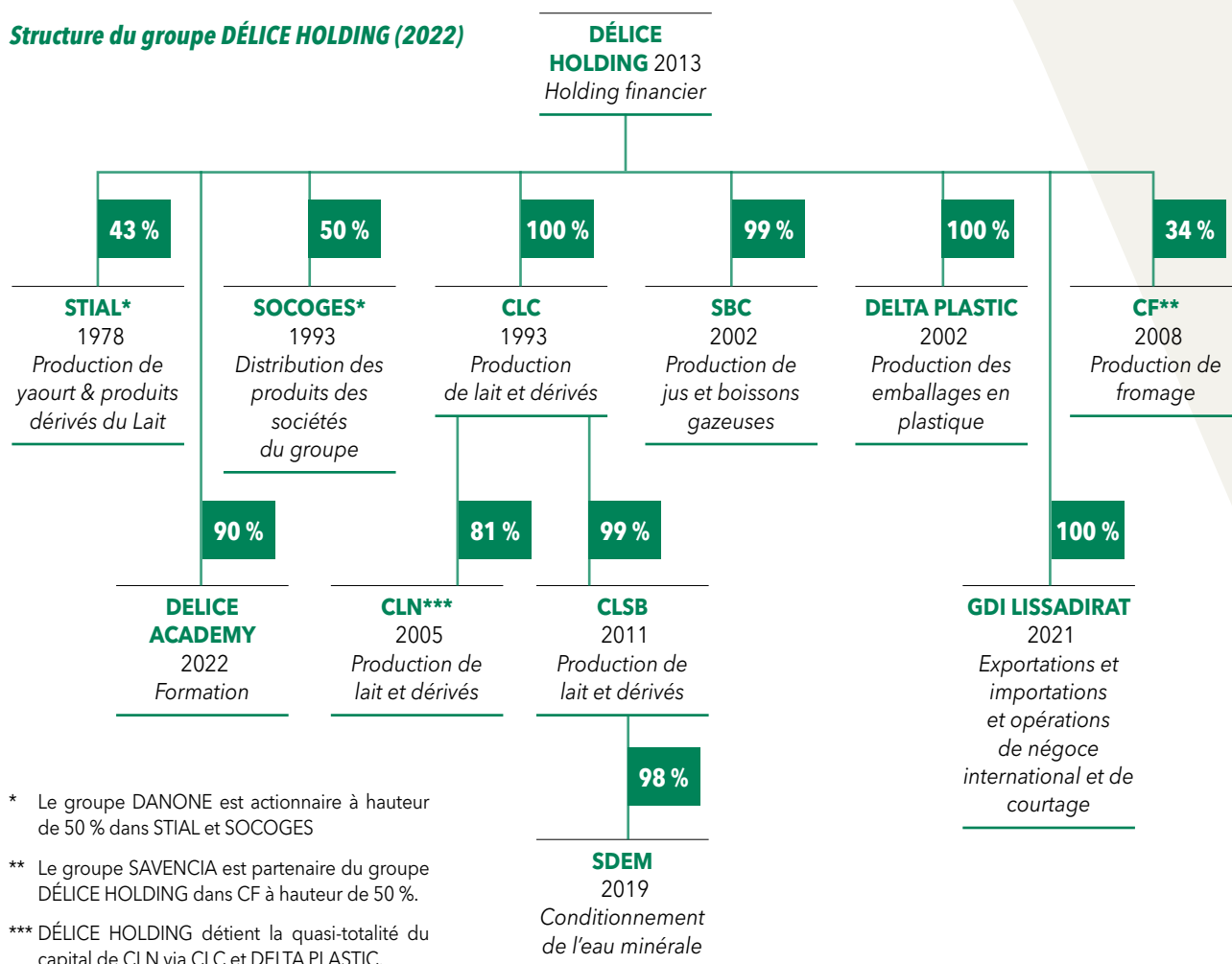
partenariats avec des leaders mondiaux (DANONE en 1997 et SAVENCIA en 2008) afin de devenir un acteur incontournable sur le marché tunisien des produits laitiers et des boissons. En effet, DÉLICE HOLDING est aujourd'hui :

- 1er sur le marché du lait avec 65 % de part de marché,
- 1er sur le marché des produits laitiers frais avec 69 % de part de marché,
- 1er sur le marché des jus avec une part de marché de 47 %,
- 3e sur le marché du fromage avec 30 % de part de marché.

Détenu à hauteur de 85 % par la famille MEDDEB, le groupe DÉLICE est l'un des plus importants groupes industriels privés du pays. Pour les besoins de son introduction en Bourse, opérée en 2014, le groupe s'est restructuré en holding, DÉLICE HOLDING, contrôlant directement et indirectement 11 sociétés dans différents secteurs d'activité : le lait, le yaourt, le jus, le fromage, le plastique, la distribution et récemment l'eau minérale.

« Grâce à un mix de stratégies gagnantes d'intégration en amont, en aval, de diversification et d'expansion, DÉLICE est devenu en quatre décennies un champion national de l'industrie laitière en Tunisie »

Structure du groupe DÉLICE HOLDING (2022)



* Le groupe DANONE est actionnaire à hauteur de 50 % dans STIAL et SOCOGES

** Le groupe SAVENCIA est partenaire du groupe DÉLICE HOLDING dans CF à hauteur de 50 %.

*** DÉLICE HOLDING détient la quasi-totalité du capital de CLN via CLC et DELTA PLASTIC.

3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2022

2022 a été un excellent cru pour le groupe DÉLICE HOLDING. L'activité a opposé la meilleure résistance aux aléas climatiques et géopolitiques et la rentabilité a affiché une amélioration remarquable. Le groupe continue à récolter les fruits des efforts d'investissement constants déployés sur les dernières années.

Les revenus consolidés du groupe ont enregistré une croissance de 8,8 % à 1,3 milliard de dinars. Cette performance est le résultat de la bonne orientation de la totalité des pôles métiers du groupe.

Activité « Lait »

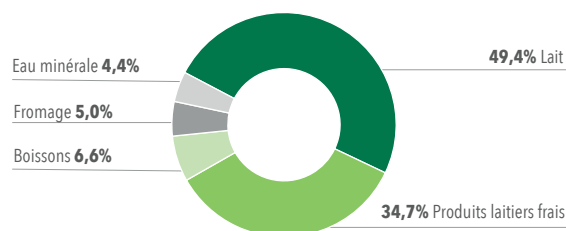
Le pôle Lait a réalisé en 2022 des revenus consolidés de 804,4 MDt, en progression de 4,1 % par rapport à l'année précédente, malgré les difficultés de l'amont laitier.

La filière laitière a connu une année 2022 difficile, et n'a pas été épargnée par les répercussions de la guerre russo-ukrainienne et la conjoncture économique défavorable en Tunisie. En effet, les tensions inflationnistes et les conditions climatiques défavorables ont considérablement affecté la rentabilité de tous les maillons de la chaîne de valeur, et notamment les éleveurs dont les coûts de production du lait cru ont augmenté d'une façon substantielle, ce qui a poussé beaucoup d'entre eux à abandonner cette activité. Cette situation a provoqué

la diminution du cheptel national bovin, et par conséquent la détérioration de tous les agrégats de la filière.

Les aléas climatiques ont eu un effet inhibiteur sur la production primaire de lait, qui est passée de 1 462 millions de litres en 2021, à 1 330 millions de litres fin 2022. Cette baisse de 9 % en 2022 a provoqué une décroissance de 5,8 % de la collecte de lait cru, qui s'est établie à 805,6 millions de litres en 2022, contre 855,3 millions de litres une année auparavant. Quant à la réception industrielle, elle a suivi la même tendance et a, également, baissé de 8 %, pour s'établir à 643,8 millions de litres, contre 699,6 millions de litres en 2021.

Structure du CA agrégé (2022)



Nonobstant cela, le pôle Lait a consolidé sa position de leader incontestable sur le marché, et a confirmé son dynamisme et sa résilience. Les efforts de diversification et le lancement de nouveaux produits au sein du pôle Lait, ont contribué à la croissance des revenus, au développement du segment et à l'amélioration de ses indicateurs de rentabilité.

À noter que le prix minimum d'achat du lait cru a été augmenté de 200 millimes en 2022 (depuis le mois de novembre), passant de 1,140 Dt à 1,340 Dt. Quant au prix de vente public du lait demi-écrémé, il est resté inchangé à 1,350 Dt pour la deuxième année consécutive. Par conséquent, le montant de la subvention d'exploitation par litre de lait demi-écrémé a augmenté durant l'exercice 2022. En effet, la subvention d'exploitation a été ramenée à partir de novembre, de 410 millimes/litre à 640 millimes/litre, soit une augmentation de 56,1 %.

Activité « Produits Laitiers Frais »

Le pôle Produits Frais a vu ses revenus augmenter de 15,1 %, passant de 491,3 MDt en 2021, à 565,7 MDt en 2022. Un record pour ce pôle, qui a franchi pour la première fois la barre des 500 MDt. Le pôle Produits Frais reste encore la locomotive de rentabilité du groupe et ce, malgré les tensions inflationnistes et la conjoncture défavorable. Le groupe DÉLICE a su au fil des années préserver et consolider sa position de leader sur ce segment.

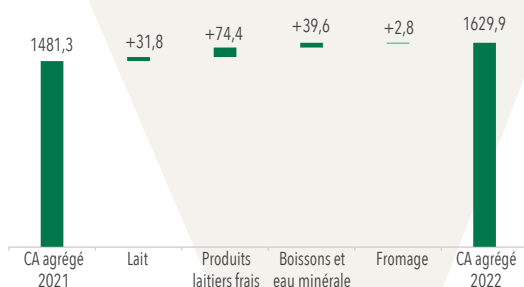
Activité « Fromage »

Le pôle Fromage a réalisé des revenus de 80,9 MDt, en progression de 3,6 % par rapport à l'exercice précédent et ce, malgré la flambée des prix des matières premières et l'amplification de la concurrence sur les marchés à l'export. Le pôle Fromage a pu doubler ses revenus sur les 4 dernières années. C'est une performance remarquable, qui a été rendue possible grâce à la diversification de l'offre et au soutien apporté par le partenaire stratégique, le groupe SAVENCIA.

Activités « Boissons et eau minérale »

Le pôle Boissons a réalisé encore une fois une performance étonnante. Le pôle a atteint des revenus records de 107,7 MDt, soit une progression de 31,8 % par rapport à l'exercice précédent, et une croissance annuelle moyenne de 28,7 % sur la période 2018-2022. Cette performance est due essentiellement aux bonnes réalisations des activités « Boissons gazeuses » et « Eaux gazeifiées ».

Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires agrégé en 2022 (en MDt)



L'entrée en exploitation réussie de la SOCIÉTÉ DÉLICE DES EAUX MINÉRALES, a été confirmée courant l'exercice 2022.

Fruit d'une stratégie de diversification pensée, le développement rapide de l'activité commerciale a été rendu possible grâce à la bonne qualité du produit et à un réseau de distribution bien rodé, ce qui a favorisé la disponibilité de l'eau minérale DÉLICE sur l'ensemble du territoire tunisien. Les effets de synergie avec les autres activités du groupe, ont eu un impact positif sur les revenus du pôle, qui ont atteint 71,2 MDt en 2022, en progression de 23,2 % par rapport à l'exercice précédent.

2022 a été une année porteuse au niveau de la rentabilité d'exploitation pour DÉLICE. L'atteinte d'un nouveau palier de revenus (effets d'échelle), le tournant vers des produits à plus forte valeur ajoutée grâce aux investissements dans la Recherche et Développement et l'attention portée à la maîtrise des charges à travers les programmes de productivité et d'efficacité énergétique (comme le projet de cogénération démarré en octobre 2019 sur les sites des filiales STIAL et CLC) ont permis au groupe de résister aux pressions inflationnistes causées par la hausse des coûts de production et la flambée sans précédent des prix des matières premières et du coût du transport maritime.

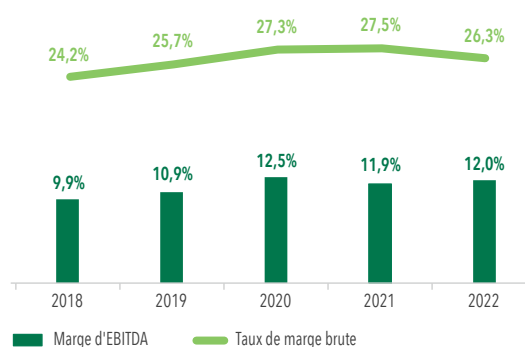
Certes, le taux de marge brute a légèrement diminué de 1,2 point de pourcentage par rapport à 2021 à 26,3 %, mais il demeure supérieur à son niveau d'avant-COVID. La marge d'EBITDA a, quant à elle, bien résisté, augmentant de 0,1 point de pourcentage à 12 %.

Depuis 2020, le management a opté pour une politique de rationalisation des investissements après des niveaux records de «CAPEX» enregistrés en 2018 et 2019. Totalisant un montant net de 25,2 MDt (enveloppe décaissée), les investissements ont été orientés, en 2022, essentiellement vers la maîtrise de l'énergie, l'amélioration de la productivité et le renforcement du parc roulant.

Parallèlement à la rationalisation des investissements, le groupe a œuvré à la mise en place de solutions de financement intragroupe et une gestion centralisée de la trésorerie qui se sont traduites par une plus faible mobilisation du levier financier sur 2021 et 2022 comparativement aux dernières années.

Depuis 2021, le groupe a bel et bien démarré une phase de désendettement et de génération de cash-flows avec un gearing passant de 84,9 %, en 2019, à 25,5 % en 2022. À noter que le groupe a une créance envers l'État de 170 MDt

Évolution des marges



à fin 2022 au titre de la subvention d'exploitation relative au lait demi-écrémé. Ce montant a sensiblement augmenté en 2023, atteignant, en juin 2023, une enveloppe de 220 MDt, selon le management. N'eût été cette subvention non perçue, l'endettement du groupe aurait été bien plus faible. Nous signalons, par ailleurs, que la baisse de l'endettement est une performance en soi dans ce contexte difficile marqué par la hausse du besoin en fonds de roulement (hausse de 37 à 58 jours de chiffre d'affaires entre 2021 et 2022). En effet, pour se prémunir contre le risque de rupture d'approvisionnement et les pénuries, DÉLICE s'est efforcé de stocker davantage des matières premières (comme le sucre), a affirmé le management.

en MDt

Chiffres consolidés	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-Flows d'exploitation	39,1	44,6	76,0	109,0	56,5
Investissements	69,8	86,6	62,1	33,5	25,2
Free Cash-Flow	-30,7	-42,0	13,9	75,4	31,3
Dettes Nette	108,5	179,1	152,3	98,0	92,8
Gearing	59,5 %	84,9 %	60,8 %	32,2 %	25,5 %
ROE	16,9 %	22,1 %	23,1 %	23,1 %	21,6 %
ROCE	17,2 %	16,8 %	17,7 %	18,4 %	21,3 %

La baisse de l'endettement, en 2022, s'est matérialisée par une régression substantielle des charges financières nettes (solde des charges financières et des produits de placement) subies par le groupe (repli de 26,4 % à 5 MDt) et ce, malgré le contexte haussier des taux qui a marqué l'année écoulée. **Il est à noter que le groupe DÉLICE profite de conditions d'emprunts avantageuses grâce à sa bonne signature auprès du système bancaire.**

Le groupe a finalement bouclé l'année dernière avec un résultat net part du groupe de 78,5 MDt, soit une croissance de 11,6 % par rapport à 2021. Avec un ROE de 21,6 %, DÉLICE figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote.

Le groupe veille toujours à mettre sa responsabilité sociétale, au cœur de ses priorités. L'objectif ultime étant de construire un business model pérenne, tout en collaborant positivement avec les parties prenantes. La création de valeur, passe par une meilleure appréhension du développement durable, et c'est pour cette raison que le groupe DÉLICE a choisi la RSE, comme un axe stratégique à part entière.

DÉLICE a œuvré pour le renforcement de l'amont laitier et pour la survie de toute la filière, déjà impactée par l'inflation des prix des matières premières. En effet, le groupe, a noué des partenariats stratégiques durables pour mettre en place des projets qui ciblent la restructuration et le développement de la filière.

Depuis 2014, le groupe a contribué à la formation de plus de 10 000 éleveurs, dont plusieurs centaines ont bénéficié d'un appui à l'investissement qui a totalisé un montant de 13,6 MDt. Le groupe a également contribué à la reconstitution du cheptel national, à travers le soutien apporté aux éleveurs bovins en matière d'accès aux financements. Les partenariats conclus avec les bailleurs de fonds ont permis l'acquisition de 1 060 génisses.

Il est également important de relever le rôle du groupe dans la vulgarisation des bonnes pratiques d'élevage auprès des éleveurs, et dans l'acquisition de matériel nécessaire pour garantir une qualité optimale du lait cru. Ainsi, le groupe a contribué à la distribution de plus de 500 abreuvoirs automatiques et 178 mini tanks.

Par ailleurs, conscient des enjeux environnementaux et de sa responsabilité en matière de réduction de l'empreinte carbone, le groupe favorise le recours aux énergies renouvelables dans l'ensemble de ses sites de production et ceux de ses fournisseurs.

Dans ce cadre, 5 installations photovoltaïques au profit des centres de collecte, ont été mises en place pour réduire le coût énergétique des différents acteurs de la chaîne de valeur, et pour diminuer l'impact environnemental de l'activité. En outre, plusieurs projets photovoltaïques sont en cours de réalisation dans les usines, moyennant des investissements dépassant 3 MDt.

L'impact du groupe sur les communautés proches des zones d'implantation des sites de production est palpable. Ce travail ne peut que traduire l'implication inconditionnelle pour l'économie nationale en concordance avec les préceptes du développement durable. C'est dans ce cadre que DÉLICE a publié un rapport extrafinancier qui retrace les actions du groupe en matière de RSE, en 2022, en concordance avec les recommandations de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

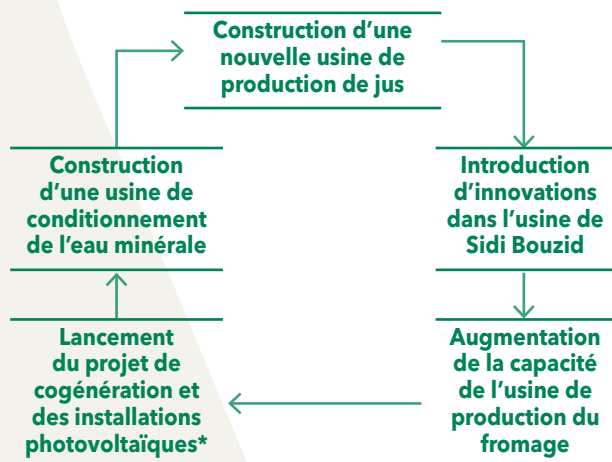
4. FAITS SAILLANTS DE 2023 & PERSPECTIVES

Sur les dernières années, le groupe a maintenu un rythme soutenu d'investissement dans une conjoncture difficile (investissements de plus de 250 MDt sur les cinq dernières années), par la consolidation de ses capacités de transformation sur les différents pôles d'activité et l'initiation des projets de productivité sur les différents sites. L'ensemble de ces projets devraient permettre à DÉLICE de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et d'améliorer sensiblement ses marges. Les objectifs stratégiques de DÉLICE HOLDING devraient se concrétiser dans les prochaines années grâce à :

1. une montée en volume dans l'activité lait pour rentabiliser davantage l'activité « produits frais », génératrice de plus fortes marges ;
2. une poursuite des efforts d'innovation et la poursuite de l'élargissement de la gamme de produits « beverages » vers l'eau minérale. Le marché des boissons en général et de l'eau minérale en particulier est relativement jeune et propice à la croissance organique,
3. une orientation vers la rationalisation des « CAPEX » pour digérer les investissements importants entrepris sur les dernières années. Cette tendance devrait se traduire par une amélioration de la capacité de génération de cash-flows pour le groupe et un désendettement progressif du bilan,
4. et à une structure des coûts plus optimisée grâce aux investissements de productivité entrepris.

L'innovation et la diversification des produits restent également les fers de lance pour DÉLICE. Le management compte

Les investissements du groupe sur les dernières années



* Le projet d'installation de panneaux solaires photovoltaïques a vu le jour en 2022, avec l'élaboration d'une étude de faisabilité et de rentabilité pour deux filiales : La SOCIÉTÉ DÉLICE DES EAUX MINÉRALES et la SOCIÉTÉ DES BOISSONS DU CAP BON. Ces deux projets sont en phase de réalisation, avec une mise en fonctionnement des installations photovoltaïques prévue au cours du second semestre 2023.

développer sur le marché de nouveaux procédés et de nouvelles technologies qui vont différencier significativement les produits et renforcer l'image de marque « DÉLICE ». Les changements des habitudes de consommation, notamment après la pandémie COVID-19, confirment l'importance de la Recherche et Développement et de l'innovation dans les orientations stratégiques du groupe.

Par ailleurs, selon le management, les problématiques liées à l'approvisionnement et à la flambée des prix des matières premières et des emballages, qui ont marqué l'année 2022, ont pu être atténuées grâce à un travail remarquable en amont sur l'élasticité des recettes.

Le département R&D a fait preuve de réactivité, et a pu développer de nouvelles recettes permettant d'éviter des ruptures des produits, tout en assurant les mêmes standards de qualité, et en maîtrisant les coûts de production.

À la lumière des performances des neuf premiers mois de 2023 (une croissance des revenus consolidés de 11,3 % à 1,1 milliard de dinars), nous pensons que le groupe DÉLICE est bien outillé pour réaliser une progression de son chiffre d'affaires de 8,9 % à 1,4 milliard de dinars et un bond de 13,1 % à 88,8 MDt au niveau de son résultat net part du groupe, sur l'année pleine 2023.

5. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

Malgré les excellentes réalisations opérationnelles du groupe, la tendance boursière a été incertaine pour le titre DÉLICE HOLDING en 2022. La valeur a affiché une correction de -11,7 % contre un décrochage de -20,9 % pour l'indice Agroalimentaire et Boissons. Il semble que les investisseurs aient sous-estimé la capacité de résilience de DÉLICE HOLDING face aux difficultés de la filière laitière et à la grisaille ambiante d'une manière générale.

Depuis le début de l'année 2023, le titre connaît un parcours boursier atone qui va à l'encontre de la courbe ascendante des résultats et des dividendes (une légère baisse de -7,2 %).

DÉLICE HOLDING traite actuellement à des multiples de 7,1x ses bénéfices et 4,1x son EBITDA estimés en 2023 ; une valorisation attrayante qui offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation/diversification, aux fondamentaux solides et disposant d'avantages compétitifs durables.

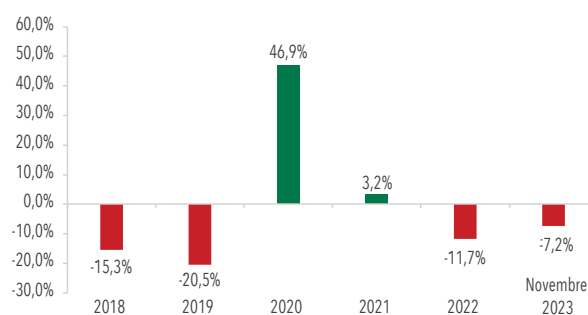
La libéralisation très attendue, mais sans visibilité quant à l'échéance, des prix du lait UHT devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour le titre. Nous recommandons un positionnement à l'achat sur DÉLICE HOLDING.

Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/CA 2023e (x)	VE/EBIT-DA 2023e (x)	PER 2023e (x)
Almarai Company	Arabie saoudite	3,4	14,0	27,4
Arabian Food Industries Company	Égypte	0,6	4,9	NA
Danone S.A.	France	1,8	10,5	17,1
Juhayna Food Industries S.A.E.	Égypte	1,0	7,6	12,0
Megmilk Snow Brand Co.,Ltd.	Japon	0,3	6,3	15,3
Nestlé Nigeria Plc	Nigeria	2,1	8,6	NM
Nestlé S.A.	Suisse	3,4	16,0	20,4
Saputo Inc.	Canada	1,0	11,8	19,7
Savencia SA	France	0,2	3,9	6,8
The Kraft Heinz Co.	États-Unis	2,4	10,0	12,1
Moyenne Internationale		1,6	9,4	16,4
Délíce Holding	Tunisie	0,5	4,1	7,1

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

Performances boursières annuelles du titre DÉLICE HOLDING





ONE TECH HOLDING

Des fondamentaux solides

Points clés

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p
Chiffre d'affaires	838,6	898,1	718,6	905,1	1 046,8	1 172,9	1 290,2
Progression	-	7,1 %	-20,0 %	26,0 %	15,7 %	12,0 %	10,0 %
Marge brute	210,4	212,5	182,8	226,9	214,4	276,8	309,6
Taux de marge brute	25,1 %	23,7 %	25,4 %	25,1 %	20,5 %	23,6 %	24,0 %
Progression	-	1,0 %	-14,0 %	24,1 %	-5,5 %	29,1 %	11,9 %
EBITDA	91,0	77,5	56,3	84,9	68,4	105,4	116,3
Marge d'EBITDA	10,9 %	8,6 %	7,8 %	9,4 %	6,5 %	9,0 %	9,0 %
Progression	-	-14,8 %	-27,5 %	50,9 %	-19,4 %	54,1 %	10,3 %
Résultat net part du groupe	57,3	22,7	19,8	30,7	13,8	41,1	48,4
Progression	-	-60,3 %	-13,1 %	55,5 %	-55,1 %	-	17,8 %
Marge nette	6,8 %	2,5 %	2,8 %	3,4 %	1,3 %	3,5 %	3,8 %

Sources : états financiers consolidés de ONE TECH HOLDING et prévisions du management d'OTH (2023) et de TUNISIE VALEURS (2024).

Prix* : 8,300 Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

Famille SALLAMI : 43,6 %

MPEF III et AFRICINVEST FUND III*** : 17,0 %

EKUIY CAPITAL : 5,4 %

Autres actionnaires : 33,9 %

Capitalisation boursière* : 667,3 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2023e : 16,2x

VE/EBITDA 2023x : 7,6x

Dividend yield 2023e : 3,6 %

Performance 2023 : +20,2 %

ROE 2022 : 3,5 %

* Données au 30 novembre 2023.

** Au 24 mai 2023.

*** Fonds d'investissement gérés par AFRICINVEST.

2022 est une année à oublier pour le groupe ONETECH. Malgré une excellente performance Top Line, la rentabilité a subi de plein fouet les perturbations du marché, notamment, celui de l'automobile. La pénurie des semi-conducteurs et les délais de livraison exceptionnels de plus d'un an sur certains composants et matières premières ont également engendré une hausse considérable des stocks, et ce, afin d'éviter les ruptures, engendrant une augmentation des besoins en fonds de roulement et des financements à court terme qui leur sont sous-jacents. Cependant, l'endettement reste à un niveau encore très faible par rapport aux fonds propres.

Selon le management, ces changements présenteront, dans le futur, de nouvelles opportunités pour les secteurs d'application de ONETECH avec une tendance vers la glocalization, c'est-à-dire une demande qui deviendra plus régionale et des multinationales qui tendront à diminuer leur exposition à l'Asie et à se sourcer beaucoup plus au niveau de la région Euroméditerranéenne. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront, les lignes de conduite du management, dans les prochaines années pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile.

La valorisation actuelle du titre intègre le « faux pas » de 2022. Cependant, elle ne reflète pas convenablement les perspectives de croissance à long terme du groupe. OTH est une valeur de fonds de portefeuille avec 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.

« L'année 2022 s'est avérée un faux pas pour le groupe ONETECH. Conformément au Profit Warning communiqué par le management en septembre 2022, le groupe a affiché une excellente performance Top Line. Cependant, la rentabilité a été prise à revers par les aléas de la conjoncture »

2. PRÉSENTATION DU GROUPE ONETECH

ONETECH - comme son nom l'indique - se distingue par trois spécificités : (1) le concept One Stop Shop, qui consiste à être un prestataire «guichet unique» offrant au client une gamme de produits complémentaires, (2) la technologie, en offrant des produits à forte valeur ajoutée et (3) sa forte présence à l'international puisque 87 % de son chiffre d'affaires est réalisé à l'export, principalement, en Europe.

OTH opère dans **trois lignes de métier** :

La Câblerie

C'est le métier historique qui continue à jouer le rôle de «vache à lait» pour le groupe. Ses débouchés sont les secteurs de l'énergie, des Télécoms et de l'automobile et ses marchés sont situés pour la majorité en Europe. Activité mature, le poids de la câblerie a décliné au fil des années pour laisser la place à de «nouveaux métiers» plus rentables et à plus forte croissance.

La Mécatronique

Un nom hybride pour désigner l'activité de conception et d'assemblage de composants électromécaniques destinés exclusivement à l'export et principalement aux secteurs de l'automobile (80 % du chiffre d'affaires), mais également à l'industrie aéronautique, électroménagère, médicale... Sur les dernières années, les efforts de développement d'OTH se sont concentrés sur ce métier dont les marges et les perspectives sont plus importantes que la câblerie. Depuis 2016, le chiffre d'affaires mécatronique a rattrapé celui de la câblerie. Il est également devenu le principal relais de rentabilité du groupe.

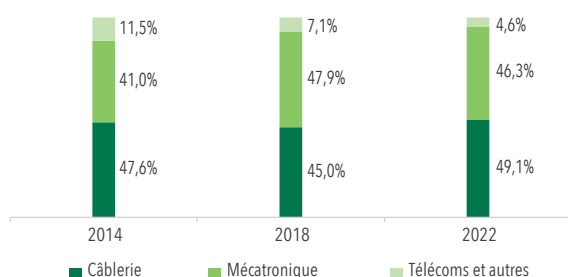
Les Télécoms (ICT)

Il s'agit d'une activité benjamine au niveau du groupe. Ce segment n'a pas progressé au rythme souhaité et il affiche un bénéfice net presque à l'équilibre en 2022.

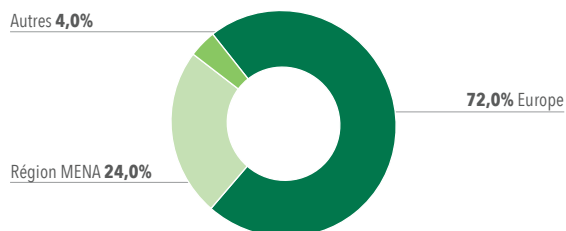
La diversification du groupe OTH s'est faite progressivement au fil des années, dans un double objectif de développer des activités plus rentables et d'exploiter des convergences entre les métiers où des synergies, commerciales et opérationnelles, peuvent s'opérer.

En somme, OTH est un groupe « internationalisé » qui allie des activités aux différents profils : d'un côté, une activité de câblerie « vache à lait » qui continue à sécuriser la rentabilité et les cash-flows du groupe, mais confrontée à une maturité de ses marchés. De l'autre, une activité « vedette » : la mécatronique dont le marché affiche de belles perspectives et où OTH a encore du potentiel. L'activité Télécoms est, quant à elle, encore convalescente et son intérêt est de moins en moins stratégique pour le groupe.

Structure des revenus du groupe par pôle d'activité



Répartition géographique des ventes consolidées (2022)



3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2022

Le groupe ONETECH a affiché en 2022 une excellente performance Top line malgré les vicissitudes de la conjoncture qui caractérisent la sortie de la COVID et les dégâts de la crise russo-ukrainienne. Les ventes ont enregistré un rebond de 15,7 %, dépassant le cap historique de 1 milliard de dinars. Cette performance en ligne avec le budget a été, principalement, tirée par les exportations (+18 % à 914,9 MDt), les revenus sur le marché local ayant quasiment fait du surplace (+1,8 %) à 131,8 MDt.

La performance globale aurait pu être plus importante si l'ensemble des augmentations successives des matières premières avaient été impactées systématiquement au niveau des prix de vente, d'une part, et étant donné les ruptures constatées sur certaines matières premières et la distorsion des chaînes logistiques, d'autre part.

Il faut noter que les ventes de l'automobile en Europe ont enregistré une baisse sur l'année 2022 de -4,4 %, principalement en raison de la pénurie des composants et des semi-conducteurs, la non-disponibilité du gaz en Europe, les distorsions de la supply chain, suivie de l'impact de la guerre en Ukraine. L'ensemble de ces facteurs ont fortement impacté la production européenne et mondiale de l'automobile et plusieurs constructeurs ont subi plusieurs arrêts de chaînes sur l'année 2022.

Pour réduire ces impacts négatifs, ONETECH a rapidement engagé des actions commerciales pour tirer profit des perturbations qui ont touché la chaîne d'approvisionnement mondiale et du phénomène de retour vers de plus proches sources d'approvisionnement (notamment par le désengagement de la Chine).

Le pôle Câblerie a affiché la hausse la plus soutenue de revenus à l'échelle du groupe. Son chiffre d'affaires a bondi de 18,5 % à 514,2 MDt. Quant au pôle Mécatronique, il a enregistré une performance en deçà des attentes (une progression des revenus de 13,8 % à 484,2 MDt, soit un écart négatif de 4,1 % par rapport au budget) à cause des arrêts de chaînes qui ont marqué le début de l'année, crise des semi-conducteurs oblige.

Le pôle Télécoms a subi une baisse significative de ses ventes de -25 %, résultant d'une part, de la sortie de la structure FILODOXIA du périmètre de consolidation à la suite de la cession par OTBS d'une part majoritaire, et d'autre part, en raison du contexte de marché atone et de la forte concurrence.

ONETECH a accusé en 2022 une dégradation sensible de ses marges et de sa rentabilité opérationnelle.

Le taux de marge brute a reculé de 4,6 points de pourcentage à 20,5 %, impacté négativement par les difficultés de passation des augmentations des coûts des matières premières, de la hausse vertigineuse des prix du transport² et un moins meilleur mix-produits pour les Câbles.

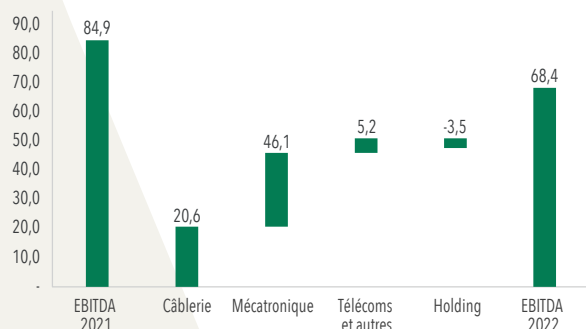
Face au dérapage du coût des achats et des charges variables (énergie, transport, pièces de rechange et coût d'emballages), le management n'a pas lésiné sur les efforts pour maîtriser les charges fixes. La masse salariale a, en effet, quasiment stagné (+1,2 %) à 98,4 MDt, nonobstant les augmentations salariales opérées pour retenir le personnel. En effet, à l'image du secteur, OTH a dû faire face, en 2022, à des départs massifs à l'étranger de son personnel (départ de 250 cadres sur un effectif global de 4600 employés). La politique d'optimisation de la structure des coûts est, également, illustrée par l'évolution maîtrisée des autres charges d'exploitation (+7,5 % à 51,1 MDt). Résultat des courses, la marge d'EBITDA n'a fléchi que de 2,8 points de pourcentage à 6,5 %.

En 2022, l'EBITDA dégagé par le groupe ONETECH a régressé de 19,4 % à 68,4 MDt. La contribution la plus importante à la formation de l'EBITDA, en 2022, provient encore une fois du pôle Mécatronique, plus de deux fois celle du pôle Câbles, en raison de la valeur ajoutée plus importante que produit ce pôle.

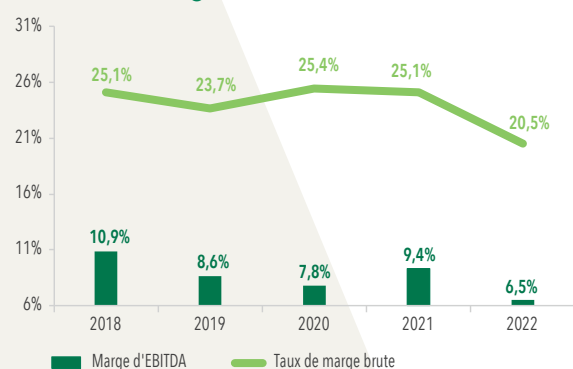
Le recours plus important à l'endettement (une envolée de la dette nette de 43,6 % à 83,7 MDt) pour faire face à la hausse du besoin en fonds de roulement dictée par la conjoncture

² Selon le management de OTH, les prix du transport ont été multipliés par 3x en 2022.

Contribution de chaque pôle d'activité dans l'EBITDA consolidé (en MDt)



Évolution des marges consolidées

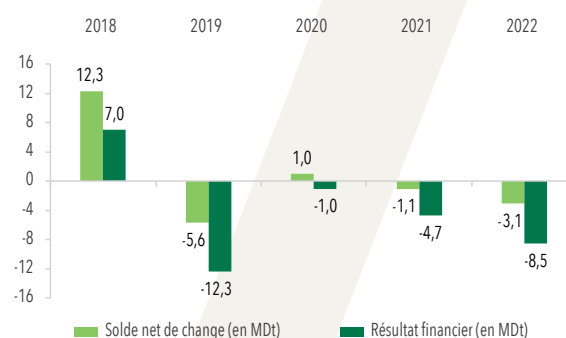


(tensions existantes sur les approvisionnements en raison des pénuries, d'où une importante augmentation des stocks des matières premières et augmentation du sourcing asiatique pour l'activité Mécatronique avec des délais plus longs), la montée des taux d'intérêt en Tunisie et le contexte de change défavorable (dépréciation de l'euro face au dollar américain) ont généré une augmentation substantielle des charges financières nettes (solde entre les charges financières et les produits de placement). Ces dernières sont passées du simple au double à 8,5 MDt.

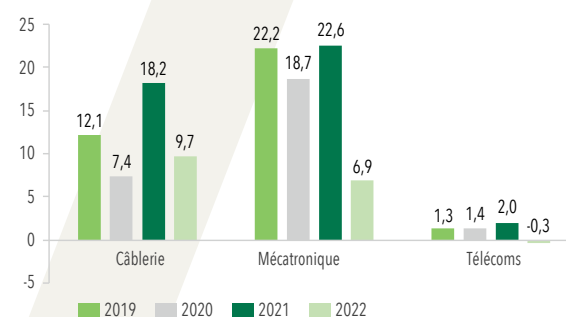
La détérioration de la rentabilité d'exploitation, l'augmentation des dotations aux amortissements et aux provisions (+12,8 % à 37,2 MDt) et l'alourdissement de la facture des charges financières ont eu raison de la rentabilité nette de l'exportateur national. ONETECH a vu son résultat net part du groupe chuter de 55,1 % à 13,8 MDt. Il est à signaler que tous les pôles métiers du groupe affichent des résultats nets positifs hormis le pôle Télécoms qui a, quasiment, été à l'équilibre en 2022 (un résultat net de -0,3 MDt).

Outre son cachet international, OTH conserve une spécificité d'autant plus recherchée dans une conjoncture difficile : son bilan sain. Le groupe poursuit sa gestion rigoureuse de l'endettement. L'activité d'exploitation continue à dégager des cash-flows confortables – quoiqu'en baisse en 2022 – qui autofinancent les investissements. Très peu de dettes donc pour OTH (un gearing de 20,5 % à fin 2022) qui a toujours privilégié la prudence dans ses financements. Un bilan solide qui permet au groupe de disposer d'une force de frappe importante pour résister aux cycles économiques baissiers, poursuivre la croissance organique et saisir des opportunités de croissance externe. La dernière opération de croissance

Évolution du solde net de change et du résultat financier consolidés



Résultat net par pôle d'activité (en MDt)



externe a été – à juste titre – réalisée en 2019 : acquisition de 51 % du capital de la société SOFIA TECHNOLOGIES.

Selon le management, le groupe est encore engagé dans la recherche d'une opportunité de croissance externe lui permettant de monter en expertise et en chaîne de valeur et de se positionner parmi les grands opérateurs industriels mondiaux.

Le management de l'environnement, de la santé et la sécurité au travail sont au cœur de la politique de développement du groupe ONETECH. En effet, toutes les filiales mécatroniques sont déjà certifiées :

- ISO 14001** : système de management environnemental qui permet de gérer les responsabilités environnementales d'une manière systématique afin de contribuer au pilier environnemental du développement durable.
- ISO 45001/OHSAS 18001** : santé et sécurité au travail qui permet d'améliorer la sécurité des employés, de réduire les risques sur le lieu du travail et de créer des conditions de travail meilleures et plus sûres.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-Flow d'exploitation	18,9	61,0	29,6	68,0	44,2
Investissements	40,8	30,3	32,4	28,4	19,4
Free Cash-Flow	-21,9	30,8	-2,9	39,6	24,7
Dettes nettes	56,4	32,9	30,5	58,3	83,7
Gearing	15,2 %	8,7 %	8,0 %	14,4 %	20,5 %

Au rayon de la responsabilité environnementale, le groupe ONETECH s'est doté d'un système de recyclage du cuivre, du plastique et du carton et d'un système de traitement et de recyclage de l'eau. Le groupe envisage, par ailleurs, le lancement d'un programme d'installation d'énergie renouvelable pour réduire la facture d'électricité ainsi que l'empreinte carbone.

Toujours du côté de la RSE, le groupe a mis les moyens, pour venir à la rescousse de la communauté via des dons de matériel médical et scolaire, en participant aux campagnes de don de sang avec le croissant rouge et en mettant en place des programmes de dons aux familles désavantagées.

4. FAITS SAILLANTS DE 2023 & PERSPECTIVES

2022 a été l'année de tous les défis pour le groupe ONETECH. La reprise post-COVID et la guerre en Ukraine ont eu un impact sur de nombreuses industries manufacturières, dont la câblerie et la mécatronique. Il en a résulté des perturbations importantes dans la chaîne d'approvisionnement.

La pénurie mondiale des puces électroniques a perturbé les chaînes d'approvisionnement et les processus de production automobiles, avec un impact majeur sur les constructeurs automobiles européens. La hausse des prix des matières premières ainsi que les diverses ruptures ont impacté à la hausse les stocks matières et ont engendré une dynamique de révision des prix de vente beaucoup plus fréquente. À cela se sont greffés des coûts logistiques de plus en plus importants poussant les différents opérateurs vers des stratégies de « best cost sourcing ».

Par ailleurs, le marché mondial de l'automobile est un marché en totale disruption technologique qui impose une adaptation à :

- La croissance importante de la voiture électrique,
- De nouveaux intrants OEM sur le marché, ce qui impose une nouvelle configuration du marché, à savoir une redistribution des savoir-faire,
- Beaucoup d'investissements en Innovation pour la voiture autonome, connectée, et partagée,
- La digitalisation de l'industrie.

Malgré tous les challenges précités, ONETECH a su naviguer à travers les changements, en préservant ses fondamentaux financiers et la robustesse de son bilan.

En 2023, dans un environnement de change stable, l'équipe de direction table sur une croissance du chiffre d'affaires de 12 % à 1,2 milliard de dinars, sur un bond remarquable de l'EBITDA de 54,1 % à 105,4 MDt et sur un triplement du résultat net part du groupe à 41,1 MDt. À noter que les prévisions du management tiennent compte d'une forte reprise du taux de marge brute consolidé à 23,6 % en 2023 comme à la suite de l'imputation complète des augmentations des prix de la matière première, de la stabilisation de la volatilité des cours des matières premières de base et du retour à la normale au niveau des chaînes logistiques, et ce, dans la continuité du T4 2022. Il va sans dire que toute dépréciation du dinar face à l'euro, en 2023, est susceptible de rehausser les perspectives de rentabilité du groupe.

Les hypothèses du management nous semblent réalisables. Elles sont, en effet, confortées par les réalisations consolidées satisfaisantes du premier semestre de l'année 2023 : une

croissance du chiffre d'affaires de 14,2 % à 592,6 MDt et un Bottom Line passant de 5,4 MDt au 30 juin 2022 à 21,5 MDt au terme de la première moitié de 2023.

Signalons, par ailleurs, que le plan d'investissement de 2023 affecte une enveloppe de 37 MDt aux pôles Mécatronique (des investissements de 22,5 MDt) et Câblerie (des investissements de 14,5 MDt). Hormis les investissements de remplacement, le plus gros des investissements sera dirigé vers la technologie, la qualité, et la mise à niveau des systèmes d'information.

Parmi les projets sur lesquels l'équipe de direction devrait s'atteler dans les prochaines années, nous citons :

Le projet de l'efficacité énergétique

Pour réduire la facture énergétique du groupe et baisser son empreinte carbone, ONETECH compte installer des panneaux photovoltaïques pour l'ensemble de ses filiales. Le management a ajouté, à cet effet, en marge de l'AGO du 24 mai 2023 que le groupe est tenu de déposer sa déclaration de l'empreinte carbone à partir du 1er janvier 2024.

Le projet de développement commercial et de la diversification

Dans le pôle Mécatronique, le management compte :

- Introduire de nouveaux clients et renforcer les ventes aux secteurs industriel et médical,
- Augmenter les ventes aux États-Unis,
- Introduire le design chez de nouveaux clients ce qui augmentera la valeur ajoutée ainsi que la fidélité des clients.
- Investir davantage dans le volet électronique de l'activité mécatronique pour accompagner l'«electronization» croissante des voitures et de l'industrie en général.

Dans le pôle Câblerie, le management envisage de :

- Cibler les distributeurs dans de nouveaux pays comme la Slovaquie et la République Centre Afrique,
- Démarrer les travaux d'homologation des câbles dans de nouveaux pays. D'ailleurs, en 2022, le groupe a obtenu l'homologation SENELEC pour le marché sénégalais. Il a réussi à décrocher de nouveaux projets notamment avec SAGEMCOM (Guinée, Togo, Niger, La Réunion, Sénégal, Mali...). Enfin, ONETECH est devenu en 2022 le premier fournisseur, en câbles à base aluminium, de REXEL (le n° 2 mondial dans la distribution du matériel électrique).

Le management projette, également, d'utiliser le marketing digital pour renforcer la présence du groupe sur les plateformes internationales d'achat, avoir une meilleure notoriété sur les réseaux sociaux et conquérir de nouveaux prospects (un objectif de 100 leads annuellement).

Le projet de recherche d'un partenaire stratégique pour le pôle Mécatronique a été l'annonce majeure de l'AGO du 24 mai 2023. En effet, l'équipe de direction d'OTH a expliqué qu'elle a démarré les travaux de recherche d'un partenaire technique pour ce pôle d'activité en vue d'améliorer l'apport technologique et l'innovation.

L'innovation

L'équipe de direction est convaincue que l'innovation dans les produits et dans les process est son principal cheval de

bataille. L'innovation chez OTH est déjà engagée. Le groupe connaît actuellement une vraie transformation à deux niveaux : il s'agit d'une part de la prise de participation dans SOFIA TECHNOLOGIES et, d'autre part, de l'alliance de cette dernière avec la filiale d'OTH ELEONETECH dans le domaine du design et de l'engineering. À noter que ELEONETECH produit et livre d'ores et déjà des produits complets aux clients tels que les compteurs d'eau et d'électricité, d'une part, et développe de nouveaux produits propres tel que le produit Authonto (la reconnaissance biométrique) que ONETECH cherche actuellement à commercialiser directement auprès des constructeurs automobiles, d'autre part.

Préparant l'avenir technologique de ONETECH, la filiale SOFIA TECHNOLOGIES est impliquée dans d'autres projets innovants tels que ADAS (systèmes avancés d'aide à la conduite) LiDAR (détection et télémétrie de la lumière) et Télématique téléphone comme clé.

Toujours du côté de l'innovation, les initiatives prises par l'équipe de direction depuis 2021 ont été multiples comme :

- La création d'un comité d'innovation au sein du groupe,
- Le développement de la gamme de produits des filiales à l'instar des faisceaux haute tension et l'intégration textile sur plastique.

Le projet de l'industrie 4.0

Le projet de l'industrie 4.0 touche les aspects suivants :

- a. La planification et l'ordonnancement : la mise en place d'outils de planification et d'ordonnancement avancés,
- b. l'échange de données informatisées (EDI) avec les partenaires : doublement du nombre de partenaires liés et 8 fois plus de messages échangés, ce qui permet un gain de temps et une réduction des coûts par l'automatisation d'un process préalablement manuel et une fiabilisation des données, non-répudiation et amélioration de la traçabilité,
- c. la digitalisation des process Achats, Finances, Relation Client, RH, Juridique et Légal, et Industriel.
- d. La supervision industrielle :
 - Smart Energy : suivi de la variation du courant, de la tension et de la puissance par machine, et évolution de la consommation par machine,
 - I-Tachy : monitoring de la cadence des tréfileuses et mesure automatisée des quantités produites,
 - I-Tracker : automate de test rapide des câbles et de détection des défauts.
- e. La qualité de service : priorisation des flux d'informations industrielles et remontée en temps réel des données industrielles.
- f. La sécurité/la mobilité :
 - La stratégie de sécurité «Zero Trust Network Access», focus sur les cybermenaces, et préparation aux certifications Lead Auditor ISO 27001 et TISAX 920 (VDA Information Security Assessment),
 - L'inspection profonde de l'ensemble des flux d'information.

Le développement des ressources humaines

ONETECH attache une attention particulière à son capital humain. À cet effet, le management a pris en 2022 plusieurs initiatives :

- **Enquête de satisfaction des employés** : 3000 collaborateurs ont participé à cette enquête, le plan d'action accorde une priorité au bien-être au travail, au développement et à la formation, au leadership et à la communication.
- **Santé et bien-être au travail** : un espace de détente est prêt depuis le T1 2023 avec une extension et rénovation de la cantine centrale destinée pour les cadres. Le groupe a conclu un nouveau contrat d'assurance maladie avec un assureur de la place, qui présente des avantages considérables avec une facilité de traitement des dossiers par un système de tiers payants à travers une plateforme digitale.

Sur le long terme, les perspectives du groupe ONETECH sont prometteuses. Fleuron national de l'industrie électromécanique, OTH devrait continuer à tirer profit de l'offensive mécatronique, d'une politique d'optimisation des charges et des efforts d'investissement dans l'innovation, dans la productivité et dans la qualité. Adossé à un bilan solide, le groupe s'arme pour devancer ses concurrents. Il poursuit sa montée en compétence technologique et s'organise pour maximiser les synergies entre ses métiers et ses filiales.

La finalité stratégique du management est de monter en chaîne de valeur en intégrant le design et l'engineering produit pour passer du statut de sous-traitant pour les secteurs automobile, industriel et aéronautique au rang de fournisseur direct de modules complets et intelligents, avec des logiciels embarqués pour les grands donneurs d'ordre dans tous les secteurs (y compris dans le secteur de la santé, de l'électroménager et dans le domaine des solutions de comptage intelligent).

« La finalité stratégique du management est de monter en chaîne de valeur en intégrant le design et l'engineering produit pour passer du statut de sous-traitant au rang de fournisseur direct de modules complets et intelligents pour les grands donneurs d'ordre »

L'industrie mondiale de l'automobile – bien qu'en proie à une baisse de régime sur le court terme³ – devrait afficher deux tendances lourdes sur le long terme :

1. **Une poursuite de la croissance** : l'urbanisation croissante dans les pays émergents et sous-développés, l'augmentation du revenu par habitant et la prolifération du marché secondaire des composants devraient davantage stimuler l'industrie automobile sur le long terme,

³ Selon le management d'OTH, la production automobile mondiale réalisera en 2023 une faible croissance de 5 %, et continuera à croître jusqu'en 2025 bien qu'avec des progressions inférieures. La valeur absolue de la production mondiale ne reviendra en perspectives à ces niveaux de 2019 qu'en 2024.

2. Un marché assoiffé d'innovations : l'industrie automobile est actuellement en pleine mutation avec «l'afflux» d'innovations de rupture qui impliquent une pénétration croissante de l'électronique dans le processus de production (voiture électrique, voiture connectée, périphériques intelligents et Data Intelligence).

Les principaux constructeurs automobiles du monde investissent massivement dans des activités de R&D pour répondre à la demande croissante de véhicules technologiquement avancés. Par ailleurs, les experts prévoient que le nombre de voitures électriques dans le monde devrait être multiplié par 13x d'ici 2040 (correspondant à une progression de 13 % par an d'ici là!).

La présence industrielle du groupe au Maroc est un atout supplémentaire; le Maroc est devenu – et on le voit – depuis quelques années une véritable plateforme pour les constructeurs automobiles européens.

La prise de contrôle de la société SOFIA TECHNOLOGIES s'inscrit dans une optique de montée en compétence technologique. Elle permettra à ONETECH d'exploiter d'importantes synergies dans le design mécanique et le software embarqué. Ceci est encore plus vrai pour le secteur automobile que pour les secteurs industriel, médical et agricole.

Rappelons que l'équipe de direction a annoncé, depuis l'année 2020, l'amorce d'une stratégie de croissance externe plus dynamique et ciblée dans les prochaines années. L'objectif est d'accélérer l'intégration industrielle du groupe, diversifier davantage ses produits (réduire la dépendance à l'industrie automobile qui concentre actuellement 40 % des revenus du groupe) et ses marchés (cibler plus les marchés asiatiques et le marché américain sur le moyen terme et réduire davantage l'exposition au marché local). C'est dans ce cadre que s'inscrit l'accord de financement (portant sur 23 millions d'euros) signé avec la SFI en juillet 2020.

Le management a précisé que le passage aux normes IFRS (à partir du 1er janvier 2023) sera bénéfique au groupe ONETECH. Il permettra d'augmenter les fonds propres consolidés de 48 MDt et le Bottom Line de 5 MDt (au 31 décembre 2022).

Notons, enfin, que le groupe projette de céder l'intégralité de sa participation dans sa filiale d'emballage primaire pharmaceutique HELIOFLEX qui représente 65,39 % du capital. Cette décision stratégique marque l'orientation du groupe qui vise à concentrer ses ressources sur ses activités principales et renforcer ainsi son positionnement régional dans des secteurs de pointe et en croissance importante notamment dans l'électronique tous secteurs confondus. Le contrat de cession a été signé avec ALUFLEXPAC AG, l'un des principaux fabricants européens d'emballages souples circulaires haut de gamme et de solutions barrières et porte sur l'acquisition de 68 % du capital de la société HELIOFLEX. La clôture de la transaction est assujettie aux approbations réglementaires nécessaires, notamment à l'accord des autorités de concurrence, et la levée des conditions suspensives, et est prévue d'être concrétisée au plus tard au premier trimestre 2024. Cette transaction générerait éventuellement une plus-value qui devrait bonifier le Bottom Line de 2024.

5. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

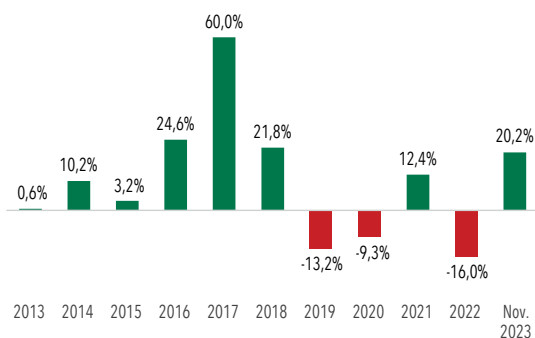
OTH a affiché un retournement de tendance défavorable en 2022 (une correction de -16 %). Les réalisations décevantes du groupe au terme du premier semestre de 2022 (un résultat net part du groupe de 5,4 MDt) et le Profit Warning du 2 septembre 2022 ont pesé sur le comportement boursier du titre.

Le titre a retrouvé des couleurs en 2023, cumulant à ce jour une performance de +20,2 %. Les prémices de normalisation de l'activité et le bilan concluant du premier semestre de l'année en cours ont stimulé l'appétit des investisseurs pour la valeur.

Aujourd'hui, OTH traite à 16,2x ses bénéfices et à 7,6x son EBITDA estimés pour 2023. Un niveau de valorisation attrayant eu égard au potentiel de croissance encore latent.

Nous pensons que le retour en grâce boursier reste à la portée de main de ONETECH dans les prochaines années. Nous continuons à recommander un positionnement sur le titre sur un horizon de placement à moyen et long terme. De manière plus générale, nous nous montrons, dans cette conjoncture, plus confortables avec les grandes sociétés, non cantonnées à leur marché domestique et affichant un faible endettement. OTH répond à ces critères et constitue, par conséquent, une opportunité d'investissement. Le cachet international d'OTH, la solidité de ses fondamentaux et son double profil : croissance (activité mécanique) vache à lait (activité câblerie) resteront les avantages comparatifs du groupe dans une conjoncture boursière où le «Flight To Quality» prévaut. Bien gérée et résolument tournée vers l'international et les nouvelles technologies, OTH demeure parmi les valeurs vedettes de notre marché actions.

Performances boursières annuelles de OTH depuis son IPO



Échantillon de comparables internationaux

	Société	Pays	VE/CA 2023e (x)	VE/EBITDA 2023e (x)	PER 2023e (x)
Câblerie	Belden Inc.	États-Unis	1,4	8,3	10,6
	Bizlink Holding Inc.	Taiwan	1,0	8,2	17,7
	Finolex Industries Limited	Inde	2,4	34,4	44,6
	Prismian S.p.A.	Italie	0,8	7,7	12,6
	Nexans S.A.	France	0,5	5,5	12,4
	KEI Industries Limited	Inde	2,5	24,0	36,9
	Moyenne		1,4	14,7	22,5
Mécatronique	Rogers Corporation	États-Unis	2,6	14,8	30,9
	CTS Corporation	États-Unis	2,1	9,9	18,0
	TTM Technologies, Inc.	États-Unis	0,9	6,5	11,2
	KCE Electronics Public Co., Ltd	Thaïlande	3,9	22,3	37,0
	Plexus Corp.	États-Unis	0,6	9,8	16,1
	V-Guard Industries Limited	Inde	2,6	31,9	51,9
	Moyenne		2,1	15,9	27,5
Télécoms	Cisco Systems, Inc.	États-Unis	3,6	9,9	14,0
	Verizon Communications Inc.	États-Unis	2,5	7,0	8,2
	Moyenne		3,1	8,5	11,1
	Moyenne (benchmark international)		2,2	13,0	20,4
	ONE TECH HOLDING	Tunisie	0,7	7,6	16,2

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



SOTUVER

Sous sa nouvelle dimension

Points clés

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p
Chiffre d'affaires	95,4	97,3	91,1	104,9	156,2	255,6	281,2
<i>Progression</i>	-	2,1 %	-6,4 %	15,2 %	48,9 %	63,7 %	10,0 %
Marge brute	46,0	41,4	45,4	54,1	73,8	122,1	134,3
<i>Progression</i>	-	-9,9 %	9,6 %	19,2 %	36,4 %	65,4 %	10,0 %
<i>Taux de marge brute</i>	48,2 %	42,5 %	49,8 %	51,6 %	47,3 %	47,8 %	47,8 %
EBITDA	30,4	26,3	27,7	36,6	49,9	88,6	96,8
<i>Marge d'EBITDA</i>	31,9 %	27,1 %	30,4 %	34,9 %	32,0 %	34,7 %	34,4 %
<i>Progression</i>	-	-13,4 %	5,2 %	32,2 %	36,3 %	77,3 %	9,2 %
Résultat net part du groupe	17,4	11,6	10,7	20,0	29,9	38,2	42,5
<i>Progression</i>	-	-33,1 %	-8,5 %	87,6 %	49,6 %	27,6 %	11,3 %
Marge nette	18,3 %	12,0 %	11,7 %	19,1 %	19,1 %	14,9 %	15,1 %

Sources : états financiers consolidés de SOTUVER et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Prix* : 11,900Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

CFI : 68,1 %

LLOYD TUNISIEN : 9,7 %

Autres actionnaires : 22,1 %

Capitalisation boursière* : 467,1 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2023e : 12,2x

EV/EBITDA 2023e : 6,6x

Dividend Yield 2023e : 4,6 %

ROE 2022 : 34 %

Performance 2023 : +43,1 %

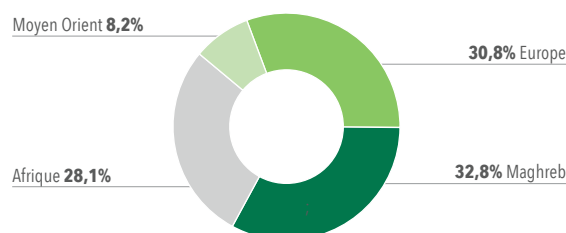
*Actionnariat en date du 20 juin 2023.

**Données au 30 novembre 2023

En 2022, SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires record de 156,2 MDt, en hausse substantielle de 48,9 %. En dépit de la hausse des coûts des intrants, notamment celui du bicarbonate de soude, le verrier a réussi à afficher un résultat net part du groupe de 29,9 MDt, en hausse de 49 % par rapport à 2021. La marge nette s'est maintenue stable à 19,1 %.

En 2023, nous nous attendons à une amélioration de 64 % du chiffre d'affaires du groupe à 255,6 MDt, grâce à l'entrée en exploitation, sur l'année pleine, de la nouvelle entité exportatrice «SGI». Cette dernière est consolidée par intégration globale. L'EBITDA du groupe devrait croître de 34,7 % à 88,6 MDt. Toutefois, le résultat net part du groupe de l'emouteilleur devrait évoluer à moindre mesure (+27,6 %

La répartition des ventes à l'export du Groupe





à 38,2 MDt), du moment que la nouvelle entité est détenue uniquement à hauteur de 11 % par la SOTUVER.

Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe sur le court terme et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine appuient notre positionnement sur la valeur. Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.

2. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ SOTUVER

Créée par l'État tunisien, en 1963, pour répondre aux besoins du pays en bouteillerie, la SOTUVER est depuis l'unique producteur national d'articles en verre creux. D'autres unités sont spécialisées dans ce type de verre, mais sont plutôt orientées vers d'autres produits autres que les bouteilles à savoir : la VERRE-RIE DE NAÂSSEN (entrée en exploitation en 1980) et la VERRE-RIE KHOUJA et l'UNIVERS (entrées en exploitation en 2000).

Privatisée depuis 1996, puis rachetée par la famille BAYAHI, la SOTUVER, est rapidement devenue un acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée (plus de 200 références) et une expertise reconnue depuis plusieurs années. Les ventes de l'embouteilleur sont essentiellement destinées au conditionnement des produits agroalimentaires (notamment les eaux minérales, les boissons gazeuses, les huiles et les boissons alcoolisées). Dès sa privatisation, la société a connu un bon exercice. Des

événements majeurs ont été décisifs pour le développement de l'industriel et notamment :

- 1) La conduite, depuis 2009, d'un vaste plan de restructuration pour un investissement total de 45 MDt, s'étalant sur 4 ans, ayant permis l'installation d'un deuxième four d'une capacité de 150 tonnes par jour et d'une deuxième ligne de production. Au bout de cet investissement, la verrerie a pu, depuis 2013, doubler sa capacité de production, étoffer sa gamme de produits et devenir majoritairement exportatrice.
- 2) En 2016, la SOTUVER a consacré, une enveloppe de 8,5 MDt pour la reconstruction de son premier four afin d'augmenter sa capacité nominale de 150 tonnes/jour à 180 tonnes/jour.
- 3) En 2019, la société a engagé un investissement de l'ordre de 21,1 MDt ayant pour but d'augmenter la capacité de production, de réviser les machines existantes et d'améliorer la qualité des produits.

Ambitieuse, la SOTUVER n'est pas au bout de ses investissements. Affrontant un problème de sous-capacité face aux besoins mondiaux grandissants en emballage en verre creux, la verrerie s'est engagée dans la réalisation d'une nouvelle usine SGI «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» totalement exportatrice d'une capacité de 300 tonnes par jour, soit la capacité actuelle de l'embouteilleur, pour un investissement de 130 MDt, dont 68 MDt en capital social. **Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 11 % par SOTUVER SA, est déjà**

entrée en exploitation depuis janvier 2023. Il convient de préciser que pour financer cet investissement colossal un protocole d'accord a été signé entre «ATD SICAR», BT SICAR» et «ATTIJARI SICAR» et la société «SOTUVER» indiquant que la société «SOTUVER» détient de concert directement ou indirectement le contrôle de la majorité dans le capital de la société «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» et que l'investisseur s'engage définitivement et irrévocablement à céder ses actions dans le capital de la société «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» à la société «SOTUVER» au maximum le 31 décembre 2026. La nouvelle filiale est consolidée par intégration globale.

Envisagée depuis 2018, la société a enfin obtenu, y a un an, l'accord de principe pour la réalisation d'une centrale photovoltaïque de puissance 10 MWc², sise à Kairouan, pour un coût global estimé à 20 MDt, dont 14 MDt financés par crédits bancaires. La mise en place de cette centrale, initialement prévue pour le 1er trimestre de 2021, a été reportée sine die. Ce projet devrait réduire la facture de la STEG de 3,6 MDt. Également, une centrale photovoltaïque sera installée sur les toitures de la nouvelle filiale exportatrice SGI sur une superficie de 37 000 m². Ces installations permettront de couvrir 50 % des besoins énergétiques de la nouvelle filiale.

Pour un investissement de 10 MDt, SOTUVER a annoncé depuis mi 2021, l'entrée en exploitation de la carrière de sable ainsi que l'achèvement de l'installation de l'unité de traitement. Les essais ont démarré au début du mois de juin 2021. La SOTUVER détient une participation de 50 % dans le capital de SABLES VERRIERS DE TUNISIE, une société d'exploitation et de traitement de sable, créée en 2017.

3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2022

Des revenus boostés par les ventes locales et à l'export

En 2022, SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires record de 156,2 MDt, en hausse substantielle de 48,9 %. Cette montée impressionnante trouve son origine essentiellement dans un effet prix ayant généré une hausse de 41,7 MDt. En effet, l'embouteilleur a révisé son prix de vente moyen de 36 % courant 2022. Le volume des ventes en hausse de 9,1 % a généré des revenus supplémentaires de 9,6 MDt.

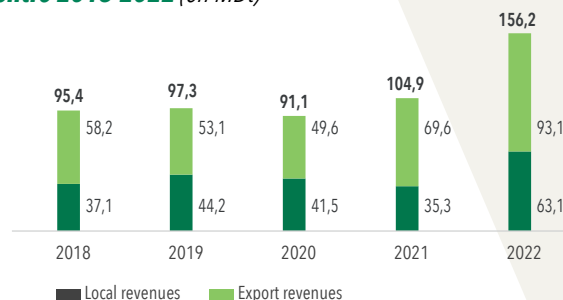
L'industriel a, en effet, bénéficié d'une envolée de 40 % des ventes locales à 64,4 MDt et d'un élargissement de 55 % des ventes à l'export à 95,6 MDt. Les ventes ont été boostées par la reprise de l'activité HORECA en période estivale, mais aussi par la forte progression du chiffre d'affaires de la filière Huile d'olive qui se place pour la première fois en première position sur le plan des ventes, ce qui traduit l'importance qu'accorde la SOTUVER à ce secteur stratégique.

Grâce à cette prouesse commerciale, la SOTUVER confirme son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec 60 % des ventes à l'export (sans compter les exportations indirectes qui représentent 11 % du chiffre d'affaires global).

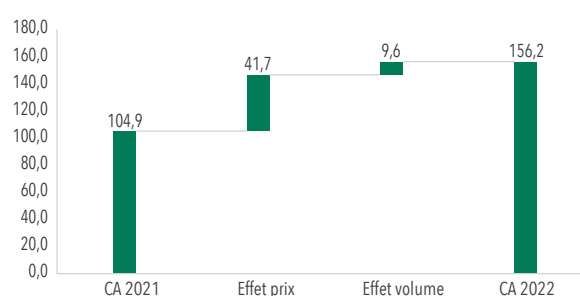
Des marges mises à rude épreuve

La flambée des prix des intrants, notamment de celui du carbonate de soude, a tiré vers le bas la rentabilité du verrier, et ce en dépit d'une meilleure optimisation de son outil de

Répartition du chiffre d'affaires du groupe SOTUVER entre 2018-2022 (en MDt)



Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires consolidé de SOTUVER (en MDt)



production. L'industriel a vu sa marge brute progresser de 36,4 % à 47,3 %. Ainsi, le taux de marge brute a cédé 4,3 points de pourcentage à 47,3 %.

Grâce à une bonne maîtrise des charges d'exploitation, l'EBITDA a bondi de 32 % à 49,9 MDt. Le taux de marge d'EBITDA a perdu 2,9 points de pourcentage à 32 %.

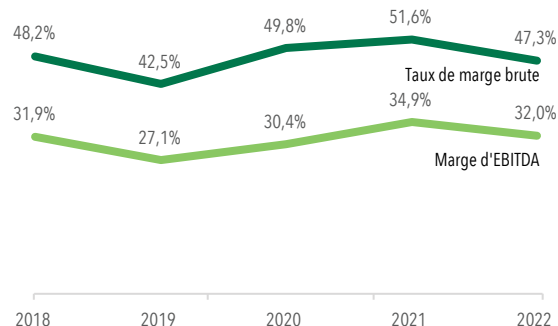
Le résultat net part du groupe s'est établi à 29,9 MDt, en hausse de 49 % par rapport à 2021. La marge nette de l'industriel s'est maintenue stable à 19,1 %.

Une structure bilancielle équilibrée

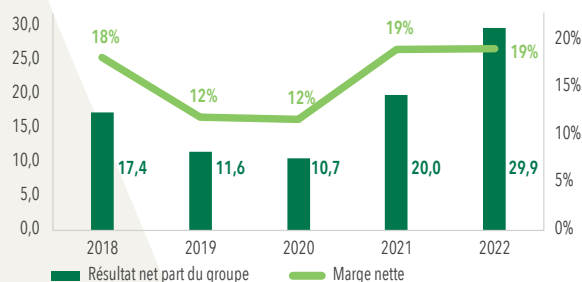
L'injection de fonds de la part des minoritaires, en 2020, relative au financement du capital de la nouvelle entité exportatrice (38,9 MDt relatifs à 84 % du capital de la nouvelle usine «SGI») et l'amélioration de la rentabilité du verrier ont permis de renforcer les fonds propres du groupe qui se sont élevés à 162,6 MDt contre 146,9 MDt en 2021.

À fin 2022, la dette nette du groupe SOTUVER s'est élevée à 109 MDt, contre 37 MDt une année auparavant. Le groupe affiche un gearing de 67 %, contre un gearing de 26 % en

Évolution des marges consolidées du groupe SOTUVER



Évolution du résultat net part du groupe et de la marge nette du groupe SOTUVER (en MDt)



2021. L'endettement a servi au financement de la nouvelle entité exportatrice.

En raison d'un cycle d'exploitation moins favorable, le groupe a affiché en 2022, un besoin en fonds de roulement en hausse de 22,9 MDt, notamment à la suite de délais de paiement fournisseurs et de recouvrement clients moins favorables.

Les investissements absorbent le FCF du verrier

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
CAF	26,6	20,8	21,6	30,1	41,0
Variation du BFR	-5,6	-3,3	-27,1	-62,2	22,9
Flux d'exploitation	21,0	17,5	33,2	114,0	18,1
Capex	-5,8	-24,2	-20,5	-105,2	-64,8
Free Cash Flow	15,2	-6,7	12,7	8,9	-46,7
Capitaux propres	66,8	69,9	114,8	146,9	162,6
Dette nette	27,9	43,2	35,4	37,5	109,0
Gearing	42%	62%	31%	26%	67%
ROE	30%	18%	16%	28%	34%
ROCE	21%	15%	12%	15%	15%

L'amélioration de la rentabilité a permis de maintenir un flux d'exploitation du groupe positif à 18,1 MDt contre un flux d'exploitation de 114 MDt une année auparavant, alimenté par l'injection de fonds par les minoritaires dans les réserves.

L'investissement a été également conséquent en 2022 s'élevant à 64,7 MDt, servant à financer des immobilisations corporelles essentiellement pour la nouvelle filiale. Le FCF a été négatif de -46,7 MDt, contre un flux positif de 8,9 MDt en 2021.

4. FAITS SAILLANTS DE 2023 ET PERSPECTIVES

Avec l'entrée en exploitation, depuis le 15 janvier 2023, de la nouvelle entité exportatrice, le management a confirmé que le groupe serait en mesure de doubler littéralement son chiffre d'affaires dès 2023.

Grâce à une stratégie de diversification de marché, la SOTUVER a réduit sa dépendance vis-à-vis du marché maghrébin. Désormais, les trois principales zones d'export (Europe, Maghreb, Afrique subsaharienne) se valent. Le groupe serait en mesure de relever le défi de pouvoir écouler toute sa production.

Au terme du premier semestre 2023, la société SOTUVER a annoncé un chiffre d'affaires de 82,4 MDt, en légère progression de 3,4 %. Le verrier a néanmoins réussi à améliorer substantiellement son résultat net de 24,1 % à 21,1 MDt et ce grâce à une bonne maîtrise des charges d'exploitation et à l'augmentation des produits de placements.

En 2023, nous nous attendons à une amélioration de 64 % du chiffre d'affaires du groupe à 255,6 MDt, grâce à l'entrée en exploitation de SGI notamment que cette dernière est consolidée par intégration globale. L'EBITDA du groupe devrait, pour sa part, croître de 35 % à 88,6 MDt.

Toutefois, le résultat net part du groupe de l'embouteilleur évoluerait à moindre mesure (+27,6 % à 38,2 MDt), du moment que la nouvelle entité est détenue uniquement à hauteur de 11 % par SOTUVER.

5. COMPORTEMENT BOURSIER ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

En Bourse, le titre poursuit son trend haussier entamé depuis la deuxième moitié de 2021. Depuis le début de l'année 2023, le titre SOTUVER s'est hissé de +43,1 %. Un mouvement porté par un sentiment favorable quant à l'envolée des ventes de l'industriel en 2022 et l'avancement de ses projets d'expansion sur l'année 2023.

Avec une capitalisation de 467,1 MDt, la SOTUVER traite à des multiples attendus en 2023 de 12,2x ses bénéfices, 6,6x son EBITDA. Un niveau de valorisation attrayant, nettement moins cher que celui de ses comparables internationaux (voir l'échantillon de comparables internationaux ci-dessous).

Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe sur le court terme et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine appuient notre positionnement sur la valeur. Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.

Échantillon de comparables internationaux

	Pays	Taux de marge d'EBITDA 2022	Taux de marge brute 2022	VE/EBITDA 2023e (x)	PE/2023e (x)
Shandong Linuo Technical Glass Co., Ltd.	Chine	19,3 %	21,4 %	12,0	19,5
BG Container Glass Public Company Limited	Thaïlande	14,0 %	13,3 %	7,3	18,0
Zignago Vetro S.p.A.	Italie	21,8 %	37,6 %	8,0	13,5
Jiangsu Xiuqiang Glasswork Co., Ltd.	Chine	16,6 %	27,3 %	11,3	20,7
Arisawa Mfg. Co., Ltd	Japon	10,6 %	18,3 %	6,4	13,1
Ocean Glass Public Company Limited,	Thaïlande	16,1 %	28,5 %	n.a	n.a
Moyenne de l'échantillon	-	16,4 %	24,4 %	8,0	18,0
SOTUVER	Tunisie	32,0 %	47,3 %	6,6	12,2

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



UNIMED

Une normalisation des ventes hospitalières et des perspectives intéressantes à l'export

Points clés

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p
Chiffre d'affaires	87,1	107,2	91,0	84,5	96,4	117,9	135,6
Progression	-	23,1 %	-15,1 %	-7,2 %	14,0 %	22,3 %	15,0 %
Marge brute	53,3	61,1	49,6	48,7	51,4	62,9	72,4
Progression	-	14,7 %	-18,9 %	-1,7 %	5,6 %	22,4 %	15,0 %
Taux de marge brute	61,2 %	57,0 %	54,4 %	57,7 %	53,4 %	53,4 %	53,4 %
EBITDA	31,2	36,0	23,9	23,9	24,5	33,1	38,6
Progression	-	15,4 %	-33,6 %	0,3 %	2,4 %	35,0 %	16,6 %
Marge d'EBITDA	35,8 %	33,6 %	26,2 %	28,3 %	25,4 %	28,1 %	28,5 %
Résultat net	18,4	17,7	7,0	8,7	7,8	13,0	15,6
Progression	-	-3,6 %	-60,5 %	24,7 %	-10,0 %	65,7 %	20,0 %
Marge nette	21,1 %	16,5 %	7,7 %	10,3 %	8,1 %	11,0 %	11,5 %

Sources : états financiers consolidés d'UNIMED et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Prix* : 7,450 Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

PREMIUM HOLDING*** : 40,8 %

M. Ridha Ben Ali CHARFEDDINE : 29,3 %

EQUITY CAPITAL : 12,3 %

Autres actionnaires : 17,7 %

Capitalisation boursière* : 238,4 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2023e : 18,4x

VE/EBITDA 2023x : 8,7x

Dividend yield 2023e : 6,3 %

Performance 2023 : +11,2 %

ROE 2022 : 7,6 %

* Données au 30 novembre 2023.

** Au 2 juin 2023.

*** Holding détenu par M. Ridha Ben Ali CHARFEDDINE

L'année 2022 a été mitigée pour UNIMED. Le fleuron national des produits stériles a affiché une bonne performance commerciale, renouant avec la croissance au niveau de son Top Line. Néanmoins, le contexte inflationniste et l'environnement opérationnel difficile dans lequel a évolué la société en 2022 ont fini par impacter les marges et la rentabilité nette.

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.

Nous voyons dans UNIMED une opportunité de placement attractive. Le positionnement sectoriel (secteur défensif et positionnement générique sur les produits stériles à forte valeur ajoutée), la qualité des fondamentaux et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns particulièrement dans une conjoncture morose. Au vu des niveaux de valorisation actuels d'UNIMED, et étant donné la reprise des relations commerciales avec la PHARMACIE CENTRALE DE TUNISIE (PCT), induisant une normalisation progressive des ventes hospitalières, et des perspectives intéressantes de croissance sur les marchés exports, nous recommandons UNIMED à l'«achat».

« Le bilan de l'année 2022 est mitigé pour UNIMED. Malgré une bonne performance commerciale, le fleuron national des produits stériles a connu une dégradation de ses marges et de sa rentabilité »

2. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ UNIMED

UNIMED est une société pharmaceutique créée par M. Ridha CHARFEDDINE au début des années 90 dans une période où l'État encourageait l'émergence de producteurs pharmaceutiques locaux.

Dès sa création, UNIMED s'est positionnée sur un marché de niche, celui des produits stériles : les préparations injectables, les collyres destinés à une application ophtalmique et les perfusions.

Sur ce segment de produits, UNIMED est une référence nationale et leader avec 27 % de part de marché. Le reste de son marché est divisé entre une dizaine d'opérateurs, avec à leur tête MÉDIS (groupe BOUBEL).

UNIMED est principalement positionnée sur les produits génériques (70 % de son CA) bien plus rémunérateurs que les produits sous-licence. Cette exposition stratégique est

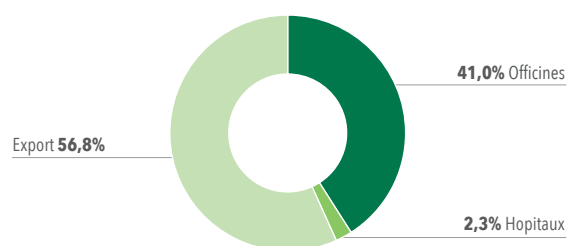
bénéfique pour la rentabilité et se traduit par un niveau de marge brute confortable et parmi les plus élevés dans l'industrie mondiale.

UNIMED dispose de 6 sites de production qui fonctionnent à plein régime. C'est pourquoi la société a lancé depuis 2017 un vaste projet d'automatisation et d'extension de son usine (portant sur une enveloppe d'investissement de 60 MDt) pour une superficie couverte totale de l'ordre de 20 000 m² dont des unités de production et de conditionnement abritant de nouvelles lignes de production, des magasins de stockage, des laboratoires de recherche et d'analyse et des extensions techniques et informatiques. Ce projet d'investissement d'envergure devra connaître sa première année pleine d'exploitation en 2023.

Dans le secteur pharmaceutique de manière générale, la force d'une société se mesure dans son portefeuille d'AMM (Autorisation de Mise sur le Marché). Les AMM – dont la dynamique et la diversité reposent sur la fonction Recherche & Développement – sont des prérequis pour pouvoir commercialiser de nouveaux produits et/ou pénétrer de nouveaux marchés. En d'autres termes, l'AMM est le nerf de la guerre dans l'industrie pharmaceutique.

Les délais de développement et d'enregistrement des AMM sont relativement longs et coûteux et constituent l'une des

Structure du chiffre d'affaires (2022)



principales barrières à l'entrée dans le secteur. En ce qui concerne UNIMED, la société compte plus de 340 AMM (60 % en Tunisie et 40 % à l'étranger) et enregistre une quinzaine chaque année.

La production d'UNIMED s'articule autour de plusieurs chaînes intégrées répondant aux exigences les plus récentes de l'industrie pharmaceutique. Elle dispose aujourd'hui de plusieurs certifications de conformité aux Bonnes Pratiques de Fabrication (tunisienne, européenne, jordanienne, saoudienne...) ainsi que la certification ISO 13485. La société est la seule entité de production pharmaceutique en Tunisie disposant de l'agrément européen qui lui permet de produire et d'écouler ses produits sur le marché européen.

3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2022

L'exercice 2022 a été marqué par la reprise progressive de l'activité sur le marché hospitalier, en raison du rétablissement des relations commerciales avec la PCT depuis le troisième trimestre 2022, (un chiffre d'affaires de 2,2 MDt en 2022 contre 1,7 MDt à fin 2021), la forte évolution des exportations (+20,8 % à 54,7 MDt) et l'augmentation des ventes au réseau de pharmacies (+5,3 % à 39,5 MDt). UNIMED a globalement réalisé un chiffre d'affaires de 96,4 MDt, en 2022, en hausse de 14 % par rapport à 2021.

La hausse du chiffre d'affaires à l'export et du chiffre d'affaires officinal traduit une réussite de la politique de commercialisation axée sur la diversification des produits et du portefeuille clients. Les produits de la société UNIMED pénètrent de plus en plus de pays avec un fort accompagnement en matière de développement et d'enregistrement sur les marchés cibles.

Malgré la bonne dynamique commerciale affichée en 2022, UNIMED a connu une dégradation de ses marges et de sa rentabilité d'exploitation. La hausse des prix des matières premières et des articles de conditionnement a généré un effritement du taux de marge brute de 4,3 points de pourcentage à 53,4 %. Quant à la marge d'EBITDA, elle s'est rétractée de 2,9 points de pourcentage à 25,4 %. En sus du renchérissement des intrants, la marge d'EBITDA a souffert de la hausse de la masse salariale (+7,9 % à 16,5 MDt) et de la progression des autres charges d'exploitation (+11,9 % à 10,7 MDt).

La société a accusé en 2022 une détérioration de sa rentabilité nette. Outre l'environnement opérationnel difficile qui s'est fait ressentir sur la rentabilité d'exploitation, UNIMED a

pâti de la hausse relativement soutenue des dotations aux amortissements et aux provisions (+8,1 % à 11,1 MDt) et des charges financières (+17,4 % à 3,6 MDt). Conséquence de l'exécution du plan d'investissement (sur la période 2017-2022), du recours au levier financier pour financer le besoin en fonds de roulement et les investissements ainsi que du contexte haussier des taux, ces deux postes de charges ont plombé le résultat net. À cela s'ajoute le relèvement du taux de l'imposition (imposition d'une charge de cotisation sociale solidaire supplémentaire de 3 % du résultat avant impôt conformément à la Loi de Finances de 2023). Le Bottom Line de la société a baissé de 10 % à 7,8 MDt. À noter que la majeure partie des bénéfices a été réalisée sur le second semestre de 2022 (des bénéfices de 1,4 MDt seulement sur le S1 2022).

Durant l'Assemblée Générale Ordinaire du 2 juin 2023, les commissaires aux comptes se sont attardés sur la participation d'UNIMED dans le capital de la société PROMOCHIMICA (une participation de 17,5 % à fin 2022), affirmant que cette entreprise connaît depuis sa création des difficultés commerciales et financières. Rappelons que cette société, spécialisée dans la fabrication des principes actifs destinés à l'export, n'a pas arrêté ses états financiers depuis l'exercice 2016 et que la participation d'UNIMED (portant sur 7,8 MDt), ainsi qu'une avance sur compte courant (d'un montant de 0,9 MDt) n'ont à ce jour pas été provisionnées; d'où l'opinion de certification des états financiers avec réserve des commissaires aux comptes d'UNIMED.

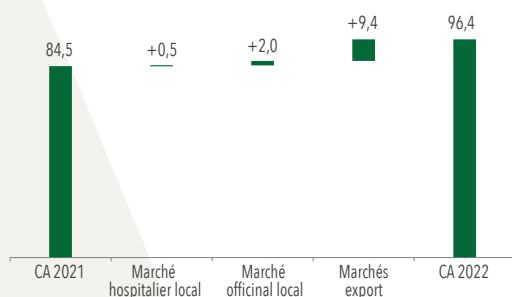
Un changement majeur est à signaler au niveau de la politique financière de la société. On avait connu UNIMED avec un bilan, structurellement, sans dettes. Cependant, comme signalé plus haut dans la présente étude, l'accélération du programme d'investissement sur les dernières années et la reprise de l'activité ont contraint la société à contracter des emprunts à moyen et long terme et des concours bancaires afin de financer ses investissements et son BFR (une dette nette estimée à 49,2 MDt en 2022 soit un gearing de 47,5 %). Ce niveau ne nous semble pas alarmant vu la forte capacité de génération de cash-flows de la société et du retour sur investissement du projet d'automatisation et d'extension de capacité attendu à partir de 2023.

4. FAITS SAILLANTS DE 2023 & PERSPECTIVES

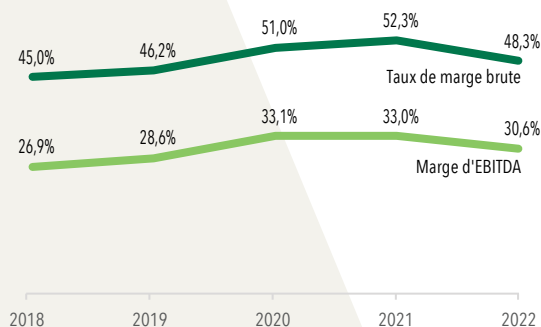
Renonçant au projet de croissance externe à la fin de l'année 2017 (pour mémoire, une acquisition d'une participation majoritaire dans un groupe pharmaceutique en Afrique de l'Est), UNIMED a privilégié la consolidation de sa présence sur les marchés historiques (en Europe, au Maghreb et au Moyen-Orient) à forts potentiels. Afin de répondre à ses objectifs stratégiques de développement de ses partenariats à l'étranger et de ses exportations, UNIMED s'est attelée à renforcer l'outil de production avec des investissements d'extension et d'automatisation.

Le vaste plan d'investissement d'automatisation et d'extension de capacité devrait élargir l'horizon de croissance de la compagnie, et lui permettre de s'attaquer à de nouveaux marchés et d'atteindre des paliers de revenus et de rentabilité plus élevés.

Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires agrégé marché en MDt (2022)



Évolution des marges



Disposant d'un des plus grands sites industriels de la région MENA avec une superficie couverte de 50 000 m², UNIMED envisage d'augmenter sa production et ses ventes au cours des prochaines années.

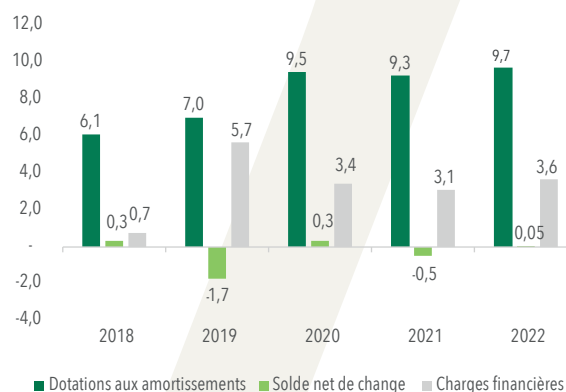
Grâce à sa capacité de production, à son savoir-faire et à son réseau commercial fortement développé en Tunisie et à l'étranger, UNIMED compte mettre en place une stratégie qui s'appuie sur les axes suivants :

La consolidation de la position de la société sur le marché local

La normalisation des relations commerciales avec la PCT conjuguée à l'augmentation des ventes officielles permettra à la société de réaliser une hausse soutenue de son chiffre d'affaires sur le marché local dans les prochaines années. **À noter que l'équipe de direction table sur un chiffre d'affaires de 35 MDt à 45 MDt avec la PCT en 2023. Il convient de préciser également que, malgré la situation difficile des finances publiques, la société n'a pas connu des problèmes de recouvrement avec la PCT.**

Durant l'AGO du 2 juin 2023, le management a annoncé que la société a déposé une demande de révision de ses prix de vente sur le marché local, qui n'ont pas été révisés depuis cinq ans. Et de préciser qu'UNIMED a obtenu, à cet effet, l'autorisation de la PCT pour actualiser ses prix et que la société attend désormais le feu vert du ministère de la Santé. La révision à la hausse des prix d'UNIMED permettra à la société de se rattraper au niveau de ses marges et de répercuter toute hausse des coûts des intrants sur ses prix.

Évolution des dotations aux amortissements, du solde net de change et des charges financières (en MDt)



Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-Flow d'exploitation	13,4	14,6	7,1	21,4	4,3
Investissements	17,7	18,0	6,9	6,2	16,3
Free Cash-Flow	-4,3	-3,4	0,2	15,2	-11,9
Dettes Nette	8,2	25,0	24,9	24,3	49,2
Gearing	8,7 %	25,0 %	21,6 %	22,4 %	47,5 %
ROE	19,6 %	17,7 %	6,1 %	8,0 %	7,6 %
ROCE	27,4 %	24,4 %	8,5 %	8,6 %	8,4 %

L'augmentation des ventes à l'export

UNIMED a prouvé sa capacité d'étendre son portefeuille d'AMM à l'étranger. À la suite de l'enregistrement sur les marchés historiques à l'étranger (**un total de plus de 200 AMM à l'actif d'UNIMED à ce jour et 150 AMM en cours de validation sur les marchés cibles en dehors des frontières**), UNIMED devrait être bien outillée pour augmenter son chiffre d'affaires à l'export. Le management d'UNIMED a annoncé que les produits de la société rencontrent un franc succès en Europe, en Libye, en Irak, en Jordanie, au Soudan et sur le nouveau marché qatari.

Il faut rappeler, à cet effet, que la société a réussi, en 2022, à renouveler le certificat délivré par l'agence nationale de sécurité des médicaments française (ANSM) pour la bonne pratique de fabrication qui permet de continuer à commercialiser les produits « UNIMED » en Europe.

L'objectif stratégique du management est de développer l'export direct sous la marque UNIMED et de réduire progressivement la dépendance à l'activité de façonnage (les exports de la sous-traitance) qui représente actuellement 35 % du chiffre d'affaires de la compagnie.

Lors de l'AGO du 2 juin 2023, l'équipe de direction a, également, évoqué la volonté de la société de développer les AMM export. Ces AMM sont octroyées par la PCT et devraient permettre à UNIMED de cibler davantage les appels d'offres internationaux.

L'accélération de l'internationalisation

La société a opté pour une stratégie d'internationalisation. L'objectif de cette stratégie est de constituer une plateforme internationale qui permet de générer des synergies et de renforcer les exportations d'UNIMED à travers un réseau de distribution ou une présence industrielle. Le management de la société a souligné que la finalité de l'opération n'est pas la cession de la participation de l'actionnaire de référence, mais la réalisation d'une levée de fonds afin d'assurer une présence de la société sur les marchés cibles.

Également sur le front de l'internationalisation, UNIMED a, signé, en 2022, un accord de partenariat technique avec l'industriel japonais GCUBE et l'université privée ESPITA pour assoier 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 en 2022. La première entre UNIMED-ESPITA et GCUBE pour créer une pépinière d'entreprises de Recherche et 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.

L'enjeu pour UNIMED dans ce partenariat ne se limite pas au développement des ventes. Il consiste en un transfert technologique et industriel pour créer une unité de fabrication de deux kits : 1) des kits de test rapide de la COVID-19 et de la grossesse et 2) un kit de recherche d'anticorps.

Dans cette nouvelle structure, UNIMED se chargera de la construction de l'infrastructure et GCUBE se chargera de l'apport du matériel de production. Cette nouvelle unité produira des kits entièrement destinés à l'export.

Toujours au chapitre de l'internationalisation, UNIMED a annoncé en 2023, sa volonté de créer une filiale industrielle dénommée UNIMED OMAN qui, comme son nom l'indique, sera installée dans le Sultanat d'Oman. Cette filiale sera spécialisée dans le conditionnement secondaire des produits semi-finis fabriqués dans les sites industriels d'UNIMED et qui seront vendus sur le marché omanais et sur le marché des pays du golfe. Financée à 100 % par les fonds propres d'UNIMED, cette nouvelle entité permettrait une meilleure pénétration des produits d'UNIMED sur les marchés cibles et contribuera à augmenter son chiffre d'affaires à l'export et à générer des rendements consolidés fort intéressants.

Le management a évoqué un des acquis de l'année 2022 et des fruits des efforts d'investissement soutenus fournis sur les dernières années. Il s'agit du projet de la tri génération. Désormais, UNIMED est autonome à 100 % en matière d'énergie. En plus de l'économie à réaliser sur sa facture d'électricité (une économie de 2,4 MDt par an), la tri génération apporte à la société la sécurité de l'approvisionnement en énergie.

Nous sommes convaincus que dans les prochaines années, la croissance d'UNIMED devrait être portée par :

- i. une montée en volumes,
- ii. un élargissement de la gamme des produits,
- iii. une diversification des marchés à l'export,
- iv. et une meilleure productivité.

L'année 2023 a démarré sous les chapeaux de roues pour UNIMED. C'est ce qui ressort de la lecture des états financiers au 30 juin 2023. La société a affiché une hausse parmi les plus vigoureuses du chiffre d'affaires à l'échelle des sociétés cotées tunisiennes (+44,2 % à 61,3 MDt).

Par ailleurs, le spécialiste des produits stériles a sensiblement consolidé sa rentabilité. En effet, le résultat net est passé de 1,4 MDt au terme de la première moitié de 2022 à 6,7 MDt à fin juin 2023.

À la lumière des réalisations de la compagnie sur les six premiers mois de 2023 et **des objectifs du management (un chiffre d'affaires prévisionnel oscillant entre 110 MDt et 120 MDt pour 2023)**, nous tablons sur un chiffre d'affaires de 117,9 MDt (en hausse de 22,3 % par rapport à 2022) et sur un résultat net de 13 MDt (soit une envolée de 65,7 % comparativement à 2022) sur l'année pleine 2023.

5. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

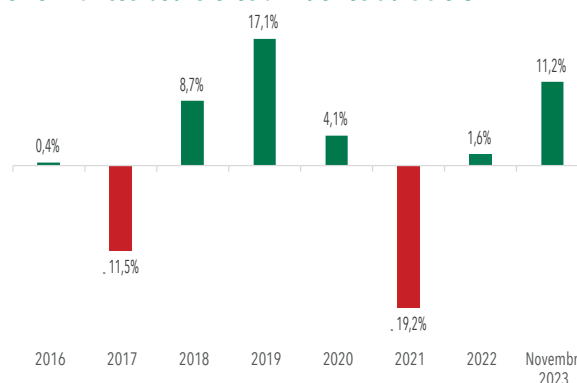
Après une longue période en berne (2020-2022), le titre, en cumulant à ce jour une performance de 11,2 %, a retrouvé les faveurs des investisseurs en 2023. Les investisseurs ont été confortés par les indicateurs d'activité bien orientés et par le retour des relations commerciales avec la PCT.

Présentement, avec une capitalisation de 238,4 MDt, la société affiche une valorisation intéressante comparativement aux standards de l'industrie (un multiple VE/EBITDA 2023 estimé de 8,7x pour UNIMED pour un secteur qui traite à plus de 10x son EBITDA).

Nous voyons dans UNIMED une opportunité de placement intéressante sur le moyen terme. Le positionnement sectoriel et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns. Les perspectives de croissance sont claires et les compétences déjà prouvées par le management devraient assurer tranquillement une expansion à l'international. Une chose est sûre : la concrétisation du projet d'extension de capacité et d'automatisation et la poursuite de la montée en puissance de l'export donneraient une nouvelle envergure à la société. Un changement de dimension qui ne passera pas, pour longtemps, inaperçu en Bourse.

Nous recommandons un positionnement à l'«Achat» sur UNIMED.

Performances boursières annuelles du titre UNIMED



Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/CA 2023e (x)	VE/EBITDA 2023e (x)	PER 2023e (x)
Abbott Laboratories	USA	4,7	18,7	23,6
Alembic Pharmaceuticals Limited	Inde	2,1	15,4	29,4
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Afrique du Sud	2,5	9,2	12,0
Guangzhou Baiyunshan Pharmaceutical Holdings Cie Ltd	Chine	0,5	6,9	7,3
Ibsina Pharma	Égypte	0,3	6,4	12,6
Lupin Limited	Inde	2,2	21,3	84,3
Moyenne internationale		2,1	13,0	28,2
UNIMED	Tunisie	2,5	8,7	18,4

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



TPR

De bons résultats en dépit d'un contexte opérationnel difficile

Points clés

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p
Chiffre d'affaires	188,7	201,4	180,5	214,9	284,8	313,3	335,2
Variation	-	7 %	-10,4 %	19,1 %	32,5 %	10,0 %	7,0 %
Marge brute	58,8	76,5	66,8	73,7	89,8	98,8	105,7
Taux de marge brute	31,1 %	38,0 %	37,0 %	34,3 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %
EBITDA	28,6	42,1	31,1	32,1	49,5	54,7	58,0
Variation	-	47 %	-26,1 %	3,4 %	54,1 %	10,4 %	6,1 %
Marge d'EBITDA	15 %	21 %	17 %	15 %	17 %	17 %	17 %
Résultat net part du groupe	19,8	21,7	21,2	19,1	29,0	33,3	37,7
Variation	-	9 %	-2,1 %	-10,2 %	52,0 %	14,9 %	13,3 %
Marge nette	10 %	11 %	12 %	9 %	10 %	11 %	11 %

Sources : états financiers consolidés de TPR et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Prix* : 5,000 Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

CFI : 39,7 %

Famille BAYAHI : 35,6 %

LLOYD TUNISIEN : 7,6 %

Autres actionnaires : 17,1 %

Capitalisation boursière* : 250 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2023e : 7,5x

EV/EBITDA 2023e : 4,9x

Dividend yield 2023e : 7,0 %

ROE 2022 : 21,3 %

Performance 2023 : +28,6 %

Actionnariat au 6 juin 2023.

**Données au 30 novembre 2023

En dépit d'un contexte opérationnel difficile, le groupe TPR a annoncé, en 2022, un chiffre d'affaires record atteignant 284,8 MDt, en forte ascension de 32,5 % par rapport à 2021, traduisant aussi bien l'envolée des ventes à l'export (+31 % à 156,0 MDt) que la hausse des ventes sur le marché local (+34 % à 128,8 MDt). Le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium s'est hissé de 52 % à 29 MDt. La marge nette a progressé d'un point de pourcentage pour s'établir à 10 %.

En 2023, nous nous attendons à une croissance plus modérée du chiffre d'affaires (10 %) qui devrait s'établir à 313,3 MDt. Le résultat net devrait se situer aux alentours de 33 MDt, soit une marge nette de 11 %.

Valorisé à 250 MDt, soit un PER2023e de 7,5x et un VE/EBITDA 2023e de 4,9x, le titre TPR affiche encore un niveau de valorisation attractif. La poursuite de la croissance du groupe et le retour à la normalité du cours international de l'aluminium nous poussent à réitérer notre opinion à « l'Achat » sur le titre TPR.

2. PRÉSENTATION DU GROUPE TPR

Créée en 1977, TUNISIE PROFILÉ D'ALUMINIUM est actuellement l'unique producteur tunisien de profilés d'aluminium. Les profilés sont utilisés principalement dans le bâtiment (réalisation de façades vitrées, aménagements intérieurs,

portes coulissantes, fenêtres...). La société appartient au groupe BAYAHI, un des groupes privés parmi les plus diversifiés en Tunisie, présent dans l'agroalimentaire (SICAM, GIAN), la distribution (PROMOGRO), la finance (ATB, LLOYD), la gestion de parkings (TPS), l'industrie (SOTUVER)etc.

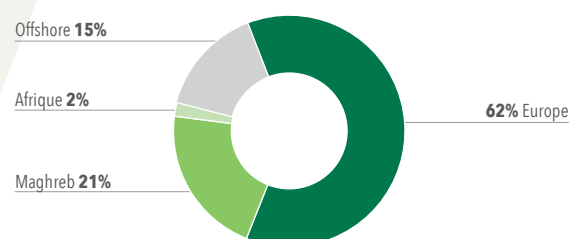
La société dispose de deux sites de production (Mégrine et Saint Gobain), d'une capacité de production totale de 20000 tonnes/an. Elle détient sa propre gamme «TPR» (déposée à l'INNORPI et qui représente 80 % des ventes), mais développe également des profilés «personnalisés» pour le compte de «gammistes» extérieurs (un produit sur mesure).

Malgré la prolifération de la contrefaçon et de l'importation illégale dans le pays, TPR continue à occuper une position de leader avec une part de marché de 70 %, fruit d'une qualité de produits inégalée et reconnue par les professionnels.

Le groupe TPR est bien positionné sur les marchés exports, particulièrement européens qui lui offrent un contexte de change favorable. Le groupe ne néglige pas non plus les marchés maghrébins (l'Algérie notamment) sur lesquels il profite d'une notoriété historique. Le marché export, constitue à la fois un relais de croissance et un moyen pour contrer l'étroitesse du marché local.

D'une simple société industrielle, TPR est devenue en quelques années un groupe de profilés, intégré en amont et en aval. Une physionomie fruit d'une stratégie de croissance

Répartition des ventes à l'export de la société TPR en 2022



externe matérialisée par la création de onze filiales, dont principalement :

- **ALUFOND** (créée en 2010 – investissement de 3 MDt). Il s'agit d'une fonderie située à Jbel Oust permettant de recycler les déchets d'aluminium.
- **ALUCOLOR** (créée en 2013 – investissement de 1 MDt). La société est spécialisée dans le traitement de surface.
- **LAVAAL INTERNATIONAL** (créée en 2012 – investissement de 0,9 MDt). Implantée en Italie et spécialisée dans la fabrication d'accessoires en aluminium.

- **METECNAL** (créée en 2013 – investissement de 2,3 MDt) : implantée en Italie, cette société est spécialisée dans la fabrication d'accessoires pour l'industrie des fluides.
- **PROFAL MAGHREB** (créée en 2008 - investissement de 7,3 MDt. «LE» projet phare du groupe TPR et la raison même de son introduction en Bourse en 2007. PROFAL MAGHREB est une duplication de la société mère sur le marché algérien (extrusion d'aluminium). PROFAL MAGHREB a démarré ses activités courant 2015. Juridiquement constituée en 2008, cette filiale a échappé à la réglementation algérienne plafonnant la participation des étrangers à 51 % du capital. PROFAL MAGHREB, en effet, détenue à 100 % par la maison mère.

Courant 2020, trois nouvelles entités ont été créées à savoir :

- **TPR GLASS** : spécialisée dans la transformation et le traitement des verres plats.
- **TPR COLOR** : spécialisée dans le traitement de surface des profilés de TPR.
- **TPR ANODAL** : spécialisée dans le traitement de surface par anodisation.

3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2022

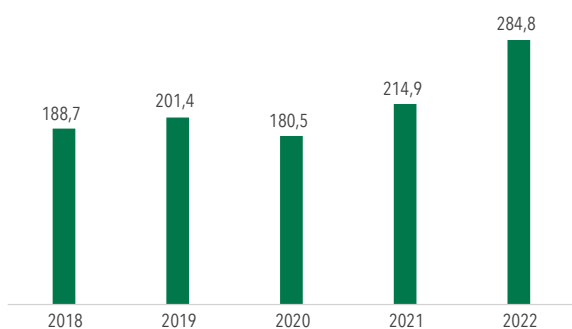
Des revenus en nette amélioration

En dépit d'un contexte opérationnel difficile, marqué par un secteur du bâtiment en berne en Tunisie et par l'envolée du prix international de l'aluminium et de l'énergie, le groupe TPR a annoncé, en 2022, un chiffre d'affaires record atteignant 284,8 MDt, en forte ascension de 32,5 % par rapport à 2021. Cette progression traduit aussi bien l'envolée des ventes à l'export (+31 % à 156,0 MDt) que la hausse des ventes sur le marché local (+34 % à 128,8 MDt).

Afin de se prémunir de l'érosion des marges, le groupe TPR a renforcé ses ventes à l'export, en 2022, qui ont représenté 54,7 % du chiffre d'affaires du groupe. Des ventes réalisées essentiellement sur les marchés européens à forte valeur ajoutée et le marché algérien. En effet, les marges à l'export sont immunisées notamment que les prix de vente sont indexés au cours du LME, ce qui n'est pas le cas pour les prix de vente sur le marché local.

Sur le marché local, TPR a révisé à la hausse à deux reprises (+10 %) ses prix de vente, notamment que le cours de l'aluminium a atteint son plus haut niveau depuis 2008.

Évolution du chiffre d'affaires du groupe TPR (en MDt)



Une rentabilité qui s'améliore en dépit du renchérissement du cours de l'aluminium

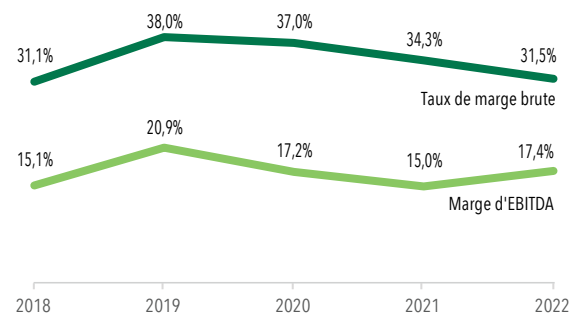
À fin 2022, la marge brute de l'extrudeur a augmenté de 21,8 % à 89,8 MDt, une hausse moins importante que celle du chiffre d'affaires, et ce, en raison de la flambée du cours international de l'aluminium. Ainsi, le taux de marge brute a perdu 2,8 points de pourcentage à 31,5 %. La marge d'EBITDA s'est établie à 49,5 MDt, en nette progression de 54 % grâce à la maîtrise de la charge du personnel (représentant 7,4 % du CA contre 9 % du CA en 2021) et des autres charges d'exploitation. La marge d'EBITDA s'est bonifiée de 2,4 points de pourcentage à 17,4 %.

Grâce à l'amélioration du chiffre d'affaires et des marges, le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium s'est hissé de 52 % à 29 MDt. La marge nette a augmenté de 1 point de pourcentage pour s'établir à 10 %.

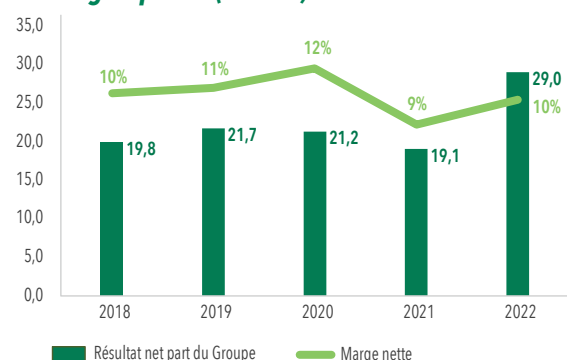
Évolution du prix de l'aluminium LME (\$/tonne)



Évolution du taux de la marge brute et de la marge d'EBITDA



Évolution du résultat net part du groupe et de la marge nette du groupe TPR (en MDt)



Une assise financière solide

Comme à l'accoutumée, le groupe TPR affiche une assise financière solide. Même si en hausse, la dette nette du groupe demeure faible s'établissant à 20,3 MDt à fin 2022, soit un faible gearing de 12,6 %. En 2022, le groupe a affiché une hausse de son besoin en fonds de roulement de 34,6 MDt et ce, à la suite de la forte reprise de l'activité courant l'année passée et à la hausse du coût des intrants. Le BFR demeure, tout de même, maîtrisé, représentant 43,5 % du chiffre d'affaires contre 41,5 % en 2021 à la suite de délais fournisseurs et clients plutôt stables.

Une génération de cash sous pression

À fin 2022, malgré l'amélioration de la rentabilité de l'extrudeur, la hausse du besoin en fonds de roulement du groupe a tiré vers le bas son flux d'exploitation, s'établissant à 2,5 MDt contre 7,5 MDt une année auparavant et 42 MDt en 2020. Le ratio CFO/EBITDA demeure insuffisant, passant de 0,2x à 0,1x.

Évolution de la situation en cash du groupe TPR (en MDt)

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Flux d'exploitation	6,6	13,3	42,0	7,5	2,5
CFO/EBITDA	0,2	0,3	1,4	0,2	0,1
Free Cash Flow	-1,6	14,3	37,4	2,6	-17,1

Principaux indicateurs financiers du groupe TPR (en MDt)

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022
BFR	101,8	118,4	95,3	89,2	123,8
BFR/CA	54,0 %	58,8 %	52,8 %	41,5 %	43,5 %
Variation du BFR	19,7	16,6	-23,1	-6,1	34,6
Investissements	-8,2	1,0	-4,6	-4,9	-19,7
Dette nette	49,2	46,9	3,2	-9,0	20,3
Gearing	43,5 %	38,2 %	2,3 %	-6,2 %	12,6 %
ROE	21,9 %	21,6 %	18,8 %	15,7 %	21,3 %

Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/CA 2023e (x)	VE/EBITDA 2023e (x)	PE/2023e (x)	Taux de marge brute 2022 (%)	Taux de marge d'EBITDA 2022 (%)
Aluminium du Maroc	Maroc	1,2	9,2	74,6	24,6	8,6
National Aluminium Co., Ltd.	Inde	0,9	n.a	n.a	45,4	17,2
Nippon Light Metal Holding Co., Ltd.	Japon	0,4	8,9	20,2	14,9	5,4
Yunnan Aluminium Co., Ltd.	Chine	1,0	7,8	11,2	14,9	16,2
Hindalco Industries Limited	Inde	0,6	6,0	9,0	29,2	10,3
Moyenne des pairs	-	0,9	8,3	15,7	24,6	10,3
TPR	Tunisie	1,0	4,9	7,5	31,5	17,4

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

4. FAITS SAILLANTS DE 2023 ET PERSPECTIVES

L'année 2022 a été marquée par une poursuite de la reprise de l'activité sur le marché local et à l'export. L'extrudeur a fait preuve d'une résilience appréciable, affichant une rentabilité nette en amélioration en dépit du renchérissement du prix international de l'aluminium, et ce, grâce aux efforts de maîtrise des coûts d'exploitation.

Le cru de 2023 s'annonce plutôt bon. En effet, le management s'attend à une décélération de la croissance des ventes sur le marché local au vu d'un secteur de bâtiment en berne. À fin juin 2023, les ventes de la société TPR sur le marché local se sont maintenues stables à 59,3 MDt. Les ventes à l'export ont poursuivi leur croissance à deux chiffres (+20,9 %), s'établissant à 44 MDt à fin juin 2023. L'industriel a publié un résultat net semestriel de 13,8 MDt, en hausse de 8 % par rapport à la même période en 2022.

Sur l'année pleine 2023, le retour à la normalité du prix international de l'aluminium devrait améliorer la rentabilité de l'industriel. Parmi les trois filiales (TPR GLASS, TPR COLOR, TPR ANODAL), nouvellement créées, censées entrer en exploitation depuis le début de 2022, uniquement TPR GLASS est désormais opérationnelle. En raison de problèmes fonciers, l'entrée en exploitation de TPR COLOR et TPR ANODAL est prévue pour 2024. Ces trois unités ont pour but d'améliorer le taux d'intégration vertical du groupe et d'amortir la hausse des coûts des intrants. TPR a engagé un investissement de 18 MDt pour financer ces 3 filiales.

Sur l'année pleine 2023, nous nous attendons à une croissance plus modérée du chiffre d'affaires de 10 % pour s'établir à 313,3 MDt. Le résultat net devrait, quant à lui, se situer aux alentours de 33 MDt, soit une marge nette de 11 %.

5. COMPORTEMENT BOURSIER ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

En Bourse, le titre TPR continue d'avoir le vent en poupe. Saluant les bonnes réalisations de l'industriel, le cours de l'action de l'extrudeur s'est hissé de 28,6 % depuis le début de l'année.

Valorisé à 250 MDt, soit un PER 2023e de 7,5x et un VE/EBITDA 2023e de 4,9x, le titre TPR affiche un niveau de valorisation attractif, nettement inférieur à celui de ses comparables internationaux. La poursuite de la croissance du groupe et le retour à la normalité du cours international de l'aluminium nous poussent à réitérer notre opinion à «l'Achat» sur le titre TPR.

STOCK GUIDE

	Cours 29/12/2023	Nombre de titres admis	Volume hedbo	Capita- lisation boursière	Valeur d'entre- prise	VE/CA		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2022	2023e	2022	2023e	2023e	2022	2023e	2024e
1 Dt = 0,323 \$	Dt	Milliers	Millions Dt			(x)				Dt			
BIENS DE CONSOMMATION													
AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS													
SFBT	12,450	247 500	13,034	3 081	2 878	2,2	2,1	7,1	6,7	26%	1,038	1,093	1,107
POULINA G H	7,640	180 004	0,278	1 375	3 307	1,0	1,0	7,4	6,8	8%	0,365	0,421	0,436
DÉLICE HOLDING	11,700	54 907	3,244	642	692	0,5	0,5	4,5	4,1	21%	1,430	1,618	1,616
LAND'OR	6,000	13 784	0,014	83	166	0,9	0,7	38,9	14,6	neg	-0,721	-0,358	-0,300
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL													
SAH LILAS	8,000	84 016	1,614	672	1 187	1,4	1,3	8,8	7,9	12%	0,420	0,465	0,548
EURO-CYCLES	15,950	9 801	0,391	156	245	1,5	2,2	7,6	14,4	11%	1,697	0,653	0,958
SAM	4,400	5 562	0,144	24	26	0,9	0,9	5,1	5,1	20%	0,597	0,555	0,604
NEW BODY LINE	5,300	4 250	0,023	23	14	2,6	2,2	17,8	8,7	13%	0,267	0,393	0,393
OFFICEPLAST	1,220	14 662	0,008	18	31	0,9	1,0	7,8	8,1	1%	-0,001	0,019	0,011
ELECTROSTAR	0,280	10 288	0,001	3	217	22,5	21,5	n.s	n.s	neg	-1,925	-1,631	-1,369
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS													
ASSAD	0,840	24 000	0,039	20	108	0,8	0,9	16,2	38,3	neg	-0,349	-0,500	-0,608
STIP	4,540	4 208	0,001	19	89	0,6	0,7	4,3	4,8	39%	2,833	2,543	2,614
GIF	0,530	10 564	0,059	6	14	13,6	13,6	n.s	n.s	neg	-0,805	-0,899	-1,089
SANTÉ													
UNIMED	7,480	32 000	0,452	239	290	3,0	2,5	11,8	8,8	13%	0,245	0,405	0,486
SIPHAT	3,760	1 800	0,000	7	123	11,8	12,4	n.s	n.s	neg	-11,148	-13,973	-14,922
SERVICES AUX CONSOMMATEURS													
DISTRIBUTION													
ENNAKL AUTOMOBILES	12,500	30 000	0,066	375	365	0,6	0,5	4,8	4,6	20%	1,412	1,493	1,547
ARTES	6,500	38 250	0,057	249	35	0,2	0,2	1,0	1,0	13%	0,763	0,681	0,709
CITY CARS	12,480	18 000	0,211	225	159	0,5	0,4	3,5	3,1	35%	1,685	1,856	1,944
SMART TUNISIE	16,530	8 677	0,129	143	269	0,7	0,7	6,5	6,7	21%	2,084	2,246	2,350
MAGASIN GÉNÉRAL	7,990	15 777	2,480	126	494	0,5	0,5	9,5	8,9	neg	-2,347	-2,245	-2,132
MONOPRIX	5,140	25 346	0,021	130	241	0,4	0,4	8,0	8,2	neg	-0,331	-0,335	-0,327
SOTUMAG	5,080	13 200	0,049	67	33	2,0	1,9	4,8	4,0	22%	0,471	0,587	0,627
STA	19,500	2 000	0,132	39	28	0,2	0,4	2,9	4,8	11%	3,184	1,539	1,554
UADH	0,650	36 954	0,122	24	254	n.s	n.s	n.s	n.s	neg	-0,875	-1,191	-1,407
CELLCOM	1,590	4 462	0,034	7	20	0,3	0,4	10,8	7,0	neg	-0,747	-0,494	-0,637
VOYAGES ET LOISIRS													
TUNISAIR	0,440	106 199	0,059	47	1 047	1,0	1,0	52,3	37,4	neg	-4,143	-4,426	-4,237
MEDIAS													
MIP	0,140	4 399	0,000	1	22	n.s	n.s	n.s	n.s	neg	-0,302	-0,341	-0,409

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation	
2022	2023e	2024e	2023e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	1 semaine	Début 2023		
(x)				Dt									
BIENS DE CONSOMMATION													
AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS													
12,0	11,4	11,2	2,9	0,740	0,740	0,740	5,9%	5,9%	5,9%	2,9%	-2,2%	+	SFBT
20,9	18,2	17,5	1,4	0,235	0,235	0,235	3,1%	3,1%	3,1%	0,3%	-10,3%	Cs(+)	POULINA G H
8,2	7,2	7,2	1,5	0,400	0,400	0,000	3,4%	3,4%	0,0%	3,5%	-6,1%	+	DÉSLICE HOLDING
n.s	n.s	n.s	1,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,6%	Cs	LAND'OR
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL													
19,0	17,2	14,6	2,1	0,330	0,330	0,350	4,1%	4,1%	4,4%	0,6%	-5,7%	+	SAH LILAS
9,4	24,4	16,7	2,7	1,000	0,500	0,700	6,3%	3,1%	4,4%	2,4%	-34,1%	Cs	EURO-CYCLES
7,4	7,9	7,3	1,6	0,400	0,400	0,400	9,1%	9,1%	9,1%	-0,9%	71,4%	+	SAM
19,8	13,5	13,5	1,8	0,300	0,350	0,350	5,7%	6,6%	6,6%	2,9%	12,5%	Cs(+)	NEW BODY LINE
n.s	64,3	n.s	0,9	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,6%	-20,3%	Cs	OFFICEPLAST
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	7,7%	-3,5%	-	ELECTROSTAR
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS													
n.s	n.s	n.s	1,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,3%	-22,9%	Cs	ASSAD
1,6	1,8	1,7	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	13,5%	-	STIP
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-10,2%	32,5%	-	GIF
SANTÉ													
30,6	18,4	15,4	2,4	0,469	0,469	0,469	6,3%	6,3%	6,3%	2,0%	11,6%	+	UNIMED
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-7,8%	-8,5%	-	SIPHAT
SERVICES AUX CONSOMMATEURS													
DISTRIBUTION													
8,9	8,4	8,1	1,6	0,650	0,650	0,650	5,2%	5,2%	5,2%	4,2%	4,9%	Cs	ENNAKL AUTOMOBILES
8,5	9,5	9,2	1,2	1,000	0,680	0,680	15,4%	10,5%	10,5%	4,2%	44,5%	Cs	ARTES
7,4	6,7	6,4	2,4	1,250	1,250	1,250	10,0%	10,0%	10,0%	3,2%	28,3%	Cs	CITY CARS
7,9	7,4	7,0	1,6	1,700	1,700	1,700	10,3%	10,3%	10,3%	-0,4%	-9,6%	+	SMART TUNISIE
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	-27,1%	Cs	MAGASIN GÉNÉRAL
n.s	n.s	n.s	12,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,8%	-14,3%	Cs	MONOPRIX
10,8	8,7	8,1	1,9	0,420	0,450	0,500	8,3%	8,9%	9,8%	3,9%	7,4%	+	SOTUMAG
6,1	12,7	12,6	1,3	2,300	0,680	0,680	11,8%	3,5%	3,5%	0,1%	-11,6%	Cs	STA
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-14,5%	66,7%	-	UADH
n.s	n.s	n.s	2,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	10,4%	-53,2%	-	CELLCOM
VOYAGES ET LOISIRS													
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-10,2%	-8,3%	-	TUNISAIR
MEDIAS													
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-6,7%	16,7%	-	MIP

STOCK GUIDE

	Cours 29/12/2023	Nombre de titres admis	Volume hedbo	Capita- lisation boursière	Valeur d'entre- prise	VE/CA		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2022	2023e	2022	2023e	2023e	2022	2023e	2024e
1 Dt = 0,323 \$	Dt	Milliers	Millions Dt			(x)					Dt		
MATÉRIAUX DE BASE													
CHIMIE													
I.C.F.	71,400	2 100	0,055	150	96	0,4	0,6	2,5	7,1	10%	14,805	5,520	4,679
AIR LIQUIDE TUNISIE	81,120	1 638	0,011	133	141	1,3	1,3	5,9	5,9	11%	11,674	6,647	7,438
ALKIMIA	29,770	1 947	0,024	58	131	0,5	0,7	30,3	57,0	neg	-12,695	-23,880	-20,799
MATIÈRES PREMIÈRES													
TPR	4,970	50 000	5,047	249	271	1,0	0,9	6,7	4,9	20%	0,499	0,666	0,755
SOTIPAPIER	5,630	28 184	0,069	159	170	1,1	1,6	3,7	7,5	6%	1,023	0,173	0,551
PÉTROLE ET GAZ													
SOTRAPIL	14,950	4 138	0,174	62	14	0,8	0,8	1,1	1,1	16%	2,266	2,282	2,335
INDUSTRIES													
BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION													
CARTHAGE CEMENT	1,970	343 625	0,972	677	950	2,6	2,2	6,8	6,4	20%	0,104	0,149	0,234
SOTEMAIL	3,140	34 514	0,000	108	164	2,5	2,5	17,6	13,8	neg	-0,138	-0,097	-0,115
MPBS	5,360	10 334	0,276	55	75	0,7	0,6	5,3	5,7	6%	0,553	0,398	0,442
CIMENTS DE BIZERTE	0,940	44 047	0,001	41	191	1,6	1,8	156,0	n.s	neg	-0,657	-0,715	-0,704
SIMPAR	35,010	1 100	0,001	39	29	0,4	1,4	3,1	n.s	neg	-3,575	-13,892	-6,775
SOMOCER	0,730	40 656	0,018	30	211	1,4	1,5	7,8	7,0	neg	-0,292	-0,254	-0,235
SITS	1,700	15 600	0,009	27	27	3,6	3,8	17,5	30,5	1%	0,075	0,021	0,018
SANIMED	1,260	12 400	0,000	16	131	2,3	3,5	35,5	n.s	neg	-0,802	-1,170	-1,049
ESSOUKNA	1,500	5 051	0,005	8	16	0,9	1,7	6,2	n.s	neg	0,133	-0,331	-0,063
BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS													
ONE TECH HOLDING	8,920	80 400	1,193	717	855	0,8	0,7	12,5	8,1	11%	0,172	0,511	0,602
SOTUVER	12,000	39 254	30,203	471	589	3,8	2,3	11,8	6,6	31%	0,762	0,972	1,082
SIAME	3,820	15 444	0,105	59	90	1,8	1,4	17,8	10,5	9%	-0,016	0,183	0,233
TECHNOLOGIE													
TELNET HOLDING	7,700	12 131	1,645	93	69	1,3	1,1	6,4	6,6	21%	0,664	0,651	0,614
AETECH	0,330	2 223	0,000	1	5	0,7	0,9	2,1	21,9	neg	-0,176	-0,247	-0,223
TÉLÉCOMMUNICATIONS													
TAWASOL GH	0,710	108 000	0,211	77	171	1,7	1,9	11,9	16,4	neg	-0,017	-0,066	-0,061
SOTETEL	3,600	4 637	0,208	17	15	0,3	0,3	2,5	2,6	3%	0,258	0,178	0,275
SERVICOM	0,220	11 874	0,003	3	24	4,8	4,6	51,8	43,7	neg	-0,414	-0,380	-0,382
SOCIÉTÉS FINANCIÈRES													
BANQUES													
BIAT	91,900	35 700	0,483	3 281	-	-	-	-	-	17%	8,751	10,133	11,017
ATTIJARI BANK	46,140	42 000	2,695	1 933	-	-	-	-	-	19%	4,674	5,077	5,382
BT	5,380	270 000	0,256	1 453	-	-	-	-	-	13%	0,624	0,615	0,625
AMEN BANK	33,500	30 264	8,497	1 014	-	-	-	-	-	12%	4,369	5,019	5,058

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation	
2022	2023e	2024e	2023e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	1 semaine	Début 2023		
(x)				Dt									
													MATÉRIAUX DE BASE
													CHIMIE
4,8	12,9	15,3	1,3	7,500	3,500	3,000	10,5%	4,9%	4,2%	-1,5%	-12,4%	-	I.C.F.
6,9	12,2	10,9	1,3	5,500	3,500	3,500	6,8%	4,3%	4,3%	-1,2%	-1,6%	Cs	AIR LIQUIDE TUNISIE
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	9,2%	-16,2%	-	ALKIMIA
													MATIÈRES PREMIÈRES
10,0	7,5	6,6	1,5	0,330	0,350	0,350	6,6%	7,0%	7,0%	1,0%	27,9%	+	TPR
5,5	32,6	10,2	2,1	0,470	0,120	0,120	8,3%	2,1%	2,1%	9,3%	-15,7%	Cs	SOTIPAPIER
													PÉTROLE ET GAZ
6,6	6,6	6,4	1,1	1,350	1,350	1,350	9,0%	9,0%	9,0%	0,3%	31,4%	+	SOTRAPIL
													INDUSTRIES
													BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION
19,0	13,2	8,4	2,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%	3,7%	Cs(+)	CARTHAGE CEMENT
n.s	n.s	n.s	3,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	-7,7%	-	SOTEMAIL
9,7	13,5	12,1	0,8	0,220	0,220	0,220	4,1%	4,1%	4,1%	-5,5%	17,5%	Cs	MPBS
n.s	n.s	n.s	1,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	-46,3%	-	CIMENTS DE BIZERTE
n.s	n.s	n.s	0,9	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Cs	SIMPAR
n.s	n.s	n.s	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-7,6%	-	SOMOCER
22,7	80,4	96,4	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-8,6%	-	SITS
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-26,3%	-	SANIMED
11,3	n.s	n.s	0,2	0,100	0,000	0,000	6,7%	0,0%	0,0%	0,0%	-20,0%	Cs	ESSOUKNA
													BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS
52,0	17,4	14,8	2,0	0,175	0,300	0,330	2,0%	3,4%	3,7%	4,7%	29,0%	+	ONE TECH HOLDING
15,8	12,3	11,1	3,9	0,550	0,550	0,550	4,6%	4,6%	4,6%	0,0%	44,3%	+	SOTUVER
n.s	20,9	16,4	1,9	0,070	0,120	0,150	1,8%	3,1%	3,9%	0,0%	1,6%	+	SIAME
													TECHNOLOGIE
11,6	11,8	12,5	2,5	0,550	0,550	0,550	7,1%	7,1%	7,1%	8,5%	7,4%	+	TELNET HOLDING
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-59,8%	-	AETECH
													TÉLÉCOMMUNICATIONS
n.s	n.s	n.s	5,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,4%	18,3%	-	TAWASOL GH
14,0	20,2	13,1	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,8%	22,5%	Cs	SOTETEL
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-4,3%	4,8%	-	SERVICOM
													SOCIÉTÉS FINANCIÈRES
													BANQUES
10,5	9,1	8,3	1,5	5,800	5,800	5,800	6,3%	6,3%	6,3%	1,1%	11,0%	Neutre	BIAT
9,9	9,1	8,6	1,7	4,000	4,000	4,000	8,7%	8,7%	8,7%	2,6%	35,5%	+	ATTIJARI BANK
8,6	8,8	8,6	1,1	0,280	0,280	0,280	5,2%	5,2%	5,2%	1,3%	9,3%	Cs(+)	BT
7,7	6,7	6,6	0,7	2,047	2,047	2,047	6,1%	6,1%	6,1%	0,6%	54,3%	Cs(+)	AMEN BANK

STOCK GUIDE

	Cours 29/12/2023	Nombre de titres admis	Volume hedbo	Capita- lisation boursière	Valeur d'entre- prise	VE/CA		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2022	2023e	2022	2023e	2023e	2022	2023e	2024e
1 Dt = 0,323 \$	Dt	Milliers	Millions Dt			(x)				Dt			
SOCIÉTÉS FINANCIÈRES													
BANQUES													
UIB	25,900	34 560	1,350	843	-	-	-	-	-	14%	3,835	3,591	3,578
BH	3,740	155 375	0,205	581	-	-	-	-	-	7%	0,566	0,659	0,490
STB	11,950	47 600	0,083	569	-	-	-	-	-	7%	2,629	2,073	1,947
BNA	8,130	64 000	0,424	520	-	-	-	-	-	6%	2,655	1,965	1,398
UBCI	22,500	20 002	0,034	450	-	-	-	-	-	10%	2,986	2,579	2,039
ATB	2,700	100 000	0,044	270	-	-	-	-	-	0%	0,296	0,280	0,297
WIFACK INTERNATIONAL BANK	8,700	30 000	0,036	261	-	-	-	-	-	4%	0,211	0,203	0,169
BTE (ADP)	4,970	4 500	0,051	5	-	-	-	-	-	neg	-6,734	-9,368	-12,864
ASSURANCES													
STAR	176,700	2 308	2,289	408	-	-	-	-	-	9%	13,823	16,647	17,487
ASTRÉE	48,500	6 000	0,012	291	-	-	-	-	-	13%	2,851	3,527	3,764
ASSURANCES MAGHREBIA	52,450	4 500	0,017	236	-	-	-	-	-	16%	6,575	6,762	7,110
MAGHREBIA VIE	6,040	25 000	0,130	151	-	-	-	-	-	14%	0,646	0,679	0,718
TUNIS RE	7,200	20 000	0,132	144	-	-	-	-	-	8%	0,995	1,005	1,075
BH ASSURANCE	48,750	2 660	0,002	130	-	-	-	-	-	15%	5,002	5,612	5,971
SERVICES FINANCIERS													
TUNISIE LEASING ET FACTORING	13,000	10 800	8,536	140	-	-	-	-	-	7%	1,917	1,671	1,840
CIL	19,190	7 000	0,008	134	-	-	-	-	-	12%	2,461	2,163	2,214
ATL	3,600	32 500	0,121	117	-	-	-	-	-	12%	0,501	0,456	0,453
BEST LEASE	2,000	30 000	0,001	60	-	-	-	-	-	8%	0,406	0,303	0,288
HANNIBAL LEASE	5,270	11 000	0,018	58	-	-	-	-	-	12%	0,725	0,938	0,848
ATTIJARI LEASING	16,800	2 750	0,087	46	-	-	-	-	-	11%	2,722	2,815	2,701
BH LEASING	3,240	7 000	0,000	23	-	-	-	-	-	6%	0,280	0,294	0,219
SPDIT SICAF	8,500	28 000	0,031	238	-	-	-	-	-	28%	0,777	0,801	0,807
PLACEM. DE TUNISIE	48,950	1 000	0,005	49	-	-	-	-	-	17%	3,169	2,700	2,970
TUNINVEST-SICAR	9,000	966	0,129	9	-	-	-	-	-	3%	0,147	0,153	0,166
HORS COTE													
AMI	1,890	87 392	0,142	165	-	-	-	-	-	7%	0,064	0,066	0,069
SITEX	4,680	2 306	0,000	11	87	1,0	1,1	10,5	11,6	neg	-1,352	-1,518	-1,839
STS	10,040	680	0,001	7	92	4,2	4,5	n.s	n.s	neg	-18,243	-18,382	-19,853

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation	
2022	2023e	2024e	2023e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	1 semaine	Début 2023		
(x)				Dt									
SOCIÉTÉS FINANCIÈRES													
BANQUES													
6,8	7,2	7,2	0,9	0,800	0,800	0,800	3,1%	3,1%	3,1%	0,0%	11,3%	+	UIB
6,6	5,7	7,6	0,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%	-1,6%	-	BH
4,5	5,8	6,1	0,4	0,900	0,450	0,400	7,5%	3,8%	3,3%	1,3%	-5,2%	Cs	STB
3,1	4,1	5,8	0,3	0,800	0,800	0,000	9,8%	9,8%	0,0%	0,4%	1,6%	-	BNA
7,5	8,7	11,0	0,9	1,250	1,250	1,000	5,6%	5,6%	4,4%	0,0%	8,0%	Cs(+)	UBCI
9,1	9,6	9,1	0,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,1%	-6,6%	-	ATB
41,2	42,9	51,6	1,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	17,6%	Cs	WIFACK INTERNATIONAL BANK
n.s	n.s	n.s	0,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	-21,7%	-	BTE (ADP)
ASSURANCES													
12,8	10,6	10,1	1,0	6,220	6,220	6,220	3,5%	3,5%	3,5%	3,9%	18,8%	+	STAR
17,0	13,8	12,9	1,7	2,000	2,000	2,000	4,1%	4,1%	4,1%	4,3%	-2,9%	Cs(+)	ASTRÉE
8,0	7,8	7,4	1,2	2,340	2,340	2,340	4,5%	4,5%	4,5%	-0,1%	-2,2%	+	ASSURANCES MAGHREBIA
9,3	8,9	8,4	1,2	0,291	0,291	0,291	4,8%	4,8%	4,8%	-0,7%	2,1%	+	MAGHREBIA VIE
7,2	7,2	6,7	0,6	0,400	0,400	0,400	5,6%	5,6%	5,6%	5,9%	8,7%	+	TUNIS RE
9,7	8,7	8,2	1,3	1,250	1,250	1,250	2,6%	2,6%	2,6%	0,0%	0,0%	Cs(+)	BH ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS													
6,8	7,8	7,1	0,6	0,850	0,800	0,800	6,5%	6,2%	6,2%	-2,3%	47,3%	Cs(+)	TUNISIE LEASING ET FACTORING
7,8	8,9	8,7	1,1	2,200	1,800	1,800	11,5%	9,4%	9,4%	-0,1%	48,5%	Cs(+)	CIL
7,2	7,9	7,9	0,9	0,270	0,250	0,250	7,5%	6,9%	6,9%	0,0%	29,0%	Cs(+)	ATL
4,9	6,6	7,0	0,6	0,130	0,100	0,100	6,5%	5,0%	5,0%	-4,8%	-6,6%	Cs	BEST LEASE
7,3	5,6	6,2	0,7	0,300	0,320	0,300	5,7%	6,1%	5,7%	-0,2%	26,6%	-	HANNIBAL LEASE
6,2	6,0	6,2	0,7	1,500	1,500	1,500	8,9%	8,9%	8,9%	1,8%	33,6%	Cs	ATTIJARI LEASING
11,6	11,0	14,8	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	58,1%	-	BH LEASING
10,9	10,6	10,5	3,0	0,700	0,700	0,700	8,2%	8,2%	8,2%	0,0%	21,1%	Cs	SPDIT SICAF
15,4	18,1	16,5	3,1	2,500	2,500	2,500	5,1%	5,1%	5,1%	0,0%	22,2%	Cs	PLACEM. DE TUNISIE
61,1	58,7	54,3	1,5	0,500	0,500	0,500	5,6%	5,6%	5,6%	5,9%	12,7%	Cs	TUNINVEST-SICAR
HORS COTE													
29,7	28,5	27,5	2,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	6,2%	-6,4%	-	AMI
n.s	n.s	n.s	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-20,8%	-	SITEX
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-8,6%	45,5%	-	STS

INDICES SECTORIELS

Semaine du 25 au 29 décembre 2023

Volume de la semaine (MDt)	88,7	Performance	Indice	Variation hebdomadaire	3 mois	début 2023	début 2022
Capitalisation (Mds Dt)	24,8	Tunindex	8 750,59	1,6%	3,5%	7,9%	24,2%
P/E 2024	9,1	Tunindex20	3 825,74	1,9%	3,5%	6,5%	25,8%

	Indice sectoriel	Volume hebdo Millions Dt	Capitalisation boursière Millions Dt	Valeur d'entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA		ROE
					2022 (x)	2023e (x)	2022 (x)	2023e (x)	2023
AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS	8 729,51	16,570	5 189	7 136	1,2	1,1	7,1	6,6	18%
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL	2 171,18	2,181	896	1 720	1,6	1,5	10,0	9,9	12%
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS	-	0,100	45	211	0,7	0,8	9,0	13,7	39%
SANTÉ	-	0,452	246	413	3,9	3,2	76,8	33,7	13%
DISTRIBUTION	4 730,38	3,302	1 393	1 898	0,6	0,6	6,6	6,4	20%
VOYAGES ET LOISIRS	-	0,059	47	1 047	1,0	1,0	52,3	37,4	n.s
MEDIAS	-	0,000	1	22	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s
CHIMIE	-	0,091	341	368	0,6	0,8	5,6	9,3	11%
MATIÈRES PREMIÈRES	-	5,116	407	441	1,0	1,1	5,1	5,7	16%
PÉTROLE ET GAZ	-	0,174	62	14	0,8	0,8	1,1	1,1	16%
BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION	707,53	1,283	1 000	1 793	1,9	1,9	8,6	9,3	15%
BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS	-	31,501	1 258	1 620	1,2	1,0	12,3	7,7	16%
TECHNOLOGIE	-	1,646	94	75	1,2	1,1	5,6	6,9	21%
TÉLÉCOMMUNICATIONS	-	0,422	96	210	1,4	1,4	10,0	12,5	3%
BANQUES	6 100,65	14,158	11 341	-	-	-	-	-	12%
ASSURANCE	14 241,79	2,724	1 525	-	-	-	-	-	11%
SERVICES FINANCIERS	9 184,66	8,936	874	-	-	-	-	-	11%

MARCHÉ PRINCIPAL

PER			P/B	Rendement en dividende			Performance		
2022 (x)	2023e (x)	2024e (x)	2023e (x)	2022	2023e	2024e	1 semaine	Début 2023	
12,7	11,7	11,6	2,0	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	-3,9%	AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS
15,5	17,7	14,7	2,1	6,3%	0,0%	0,0%	0,9%	-11,1%	PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL
1,6	1,8	1,7	1,0	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS
30,6	18,4	15,4	2,4	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	SANTÉ
8,3	8,2	7,8	1,8	10,5%	7,2%	7,2%	2,0%	1,4%	DISTRIBUTION
n.s	n.s	n.s	0,0	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	VOYAGES ET LOISIRS
n.s	n.s	n.s	0,0	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	MEDIAS
5,6	12,6	12,8	1,3	8,1%	4,0%	4,0%	-	-	CHIMIE
7,6	10,7	7,6	1,7	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	MATIÈRES PREMIÈRES
6,6	6,6	6,4	1,1	6,7%	6,7%	6,7%	-	-	PÉTROLE ET GAZ
17,7	13,6	8,9	1,8	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	-0,4%	BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION
27,2	15,2	13,2	2,4	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS
11,6	11,8	12,5	2,5	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	TECHNOLOGIE
14,0	20,2	13,1	2,2	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	TÉLÉCOMMUNICATIONS
7,9	7,7	8,0	0,8	6,4%	6,4%	6,4%	1,2%	12,8%	BANQUES
11,4	10,3	9,8	1,1	3,5%	3,5%	3,5%	2,6%	6,9%	ASSURANCE
8,0	8,5	8,5	1,0	8,2%	5,1%	5,1%	-0,4%	33,6%	SERVICES FINANCIERS

PER			P/B	Rendement en dividende			
2022 (x)	2023e (x)	2024e (x)	2023e (x)	2022	2023e	2024e	
9,6	9,4	9,1	1,2	6,4%	6,0%	6,0%	

LEXIQUE

ANR	Actif net réévalué.
BPA	Bénéfice par action.
Capitalisation boursière	Nombre d'actions admises d'une entreprise multiplié par le cours de bourse. C'est la valeur boursière d'une entreprise à un moment précis.
Cash-Flow ou CF	Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.
Cash-Flow d'exploitation ou CFO	Résultat net + dotations nettes aux amortissements et aux provisions - plus-values de cession d'actifs + moins-values de cession d'actifs - variation du besoin en fonds de roulement.
DPA	Dividende par action.
Dettes nettes	Le solde des dettes financières d'une part et des disponibilités.
Dividend Yield	Le rapport du dividende ajusté au cours de l'action exprimé en pourcentage.
EBE	Excédent brut d'exploitation. C'est le résultat d'exploitation avant amortissements et provisions.
EBIT	Résultat avant intérêts et impôts.
EBITDA	Résultat avant intérêts, impôts sur les bénéfices et charges de dépréciation.
Flottant	Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.
Gearing	Dettes financières nettes rapportées aux fonds propres, et exprimée en pourcentage. Ce ratio n'est calculé que lorsque les fonds propres sont positifs. Un gearing négatif indique une trésorerie nette positive.
Goodwill (écart d'acquisition, survaleur)	Un écart d'acquisition naît de la différence entre le prix d'acquisition et la juste valeur de la société acquise. L'écart peut être positif (goodwill) ou négatif (badwill).
IPO	Initial Public Offering (Introduction en Bourse).
NPL	Non Performing Loans ou créances classées, appellations qui désignent les créances douteuses des banques ou des sociétés de leasing.
OPR	Offre Publique de Retrait.
Payout	Montant distribué sous forme de dividendes sur le résultat net, exprimé en pourcentage.
P/ANR	Capitalisation boursière / Actif Net Réévalué.
P/B (Price to Book)	Capitalisation boursière / Fonds propres.
PER ou P/E	Cours / BPA. Il signifie le nombre d'années de bénéfices que l'acquéreur est prêt à déboursier pour acquérir une société.
P/E du marché ou sectoriel	Au numérateur la capitalisation boursière du marché ou du secteur (hors sociétés déficitaires) et au dénominateur la somme des bénéfices de l'année de référence.
Profit Warning	Terme anglo-saxon se référant à une communication d'une société cotée pour alerter ses actionnaires sur le fait que les résultats seront en deça des prévisions.
Recommandation ou Opinion	Nos opinions sont résumées par une recommandation. La principale composante reflète l'appréciation que nous portons sur les qualités fondamentales des sociétés et en deuxième lieu leurs ratios de valorisation. Cette note doit donc être comprise comme un jugement à moyen terme et est représentée par : (+) Acheter ; (Cs) Conserver ; (Cs+) Conserver avec perspectives positives, (-) Alléger et Neutre.
Résultat net part du groupe (Rnpg)	Désigne la part du résultat net qui revient effectivement à la société mère, c'est-à-dire déduction faite de la part revenant aux actionnaires minoritaires des filiales.
ROCE (Return On Capital Employed)	Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation. Résultat d'exploitation net d'impôt / (Immobilisations nettes + BFR).
ROE (Return On Equity)	Résultat net divisé par les fonds propres de l'exercice.
Stock Picking	Technique de sélection de valeurs pour se constituer un portefeuille.
VE (Valeur d'entreprise)	Capitalisation boursière + dettes nettes.

Département Études et Recherches



Hamza BEN TAARIT

Directeur du Département Études & Recherches
hamza.bentaarit@tunisievaleurs.com

Diplômé de l'Université Paris Dauphine (France), de l'Université Paris-Panthéon-Assas (France) et de l'IHEC Carthage, Hamza BEN TAARIT exerce, depuis dix ans, le métier d'analyste financier au sein de TUNISIE VALEURS. Son périmètre de couverture intègre le secteur bancaire, le secteur du leasing et les grandes capitalisations dans le secteur agroalimentaire et l'industrie. Désirant s'orienter vers le domaine de la finance islamique, il a obtenu avec succès le Certificat de Spécialiste en Audit Charaïque du CIBAFI et il assure, parallèlement à sa mission d'analyste financier, le contrôle de conformité charaïque du fonds commun de placement islamique FCP Valeurs Al Kaouther.

Depuis février 2022, Hamza BEN TAARIT occupe la fonction de directeur du Département Études & Recherches au sein de TUNISIE VALEURS.



Imen YAHIA

Analyste Financier Senior
imen.yahia@tunisievaleurs.com

Titulaire d'un mastère professionnel en ingénierie financière, Imen YAHIA exerce depuis treize ans la fonction d'analyste financier. Durant son expérience professionnelle, elle a acquis de solides compétences en ce qui concerne les marchés financiers et l'évaluation des entreprises. Elle a assuré la couverture de sociétés cotées sur différents marchés boursiers de la région Mena et en Europe.

Elle s'est spécialisée dans plusieurs secteurs d'activité à savoir : les services financiers (bancaire, assurance, leasing et holdings financiers), les mines et les métaux, les transports, l'industrie, les matériaux de construction et l'industrie pharmaceutique.

SIÈGE SOCIAL IMMEUBLE INTEGRA - CENTRE URBAIN NORD - 1082 TUNIS MAHRAJÈNE

TÉL. (216) 71 189 600 - FAX (216) 71 949 350

CAPITAL SOCIAL 25 000 000 DT

AGRÉMENT BVMT DU 6-11-1991

IDENTIFIANT UNIQUE : 0341443W

LEGAL ENTITY IDENTIFIER (LEI)

N° 5493005ZQ99EH1QK6W56



AML
30000®