Les opportunités d'investissement en bourse

- Conjoncture économique internationale et nationale
- Rétrospective boursière de 2022 et perspectives de 2023
- Portefeuille type de Tunisie Valeurs

Tunisie Valeurs

LA MAISON DE L'EPARGNANT

Filiale du groupe

BIAT

AML 30000

17 Février 2023

Conjoncture économique internationale : l'inflation devrait s'atténuer, la croissance encore en détresse

- En 2022, la reprise mondiale a été modeste de 3,4%, contre une accélération de 6,1% en 2021. La croissance a été freinée d'une part par la résurgence de la pandémie Covid-19 en Chine et d'autre part par les efforts mondiaux pour contrer l'inflation provoquée par la guerre entre la Russie et l'Ukraine et matérialisée par la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie.

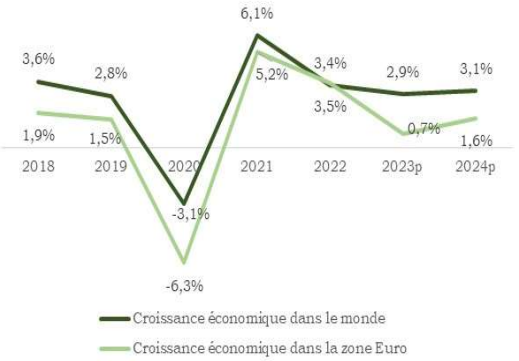
- Selon le Fonds Monétaire International, la croissance mondiale devrait ralentir davantage en 2023 pour s'établir à 2,9% en 2023, avant de remonter à 3,1% en 2024. La croissance de 2023 serait de 0,2 point de pourcentage de plus que ce qui a été anticipé dans l'édition d'Octobre 2022 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM), mais elle reste inférieure à la moyenne historique (2000–2019) de 3,8%. En effet, la récente réouverture de la chine permet d'envisager une reprise plus rapide que prévu. Toutefois, la révision à la hausse des taux d'intérêt par les banques centrales, afin de juguler l'inflation provoquée par la guerre Russo-Ukrainienne, continuera de peser sur l'activité économique en 2023. L'inflation mondiale devrait décliner de 8,8% en 2022 à 6,6% en 2023 et à 4,3% en 2024, mais continuera à dépasser les niveaux enregistrés avant la pandémie (2017–2019) d'environ 3,5%.

- Ces prévisions sont fondées sur plusieurs hypothèses, notamment sur une révision à la baisse, depuis Octobre dernier, des prix des produits de base combustibles et hors combustibles, ainsi qu'une réévaluation à la hausse des taux d'intérêt. En 2023, les prix du pétrole devraient chuter d'environ 16%, tandis que les prix des produits de base hors combustibles devraient baisser en moyenne de 6,3%. Les hypothèses concernant les taux d'intérêt mondiaux sont revues à la hausse, compte tenu du durcissement effectif et annoncé des politiques monétaires des principales banques centrales depuis Octobre 2022.

- Dans les pays avancés, la croissance devrait connaître une baisse, passant de 2,7% en 2022 à 1,2% en 2023, avant de remonter à 1,4% en 2024, avec une révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2024. Selon les prévisions du FMI de Janvier 2023, environ 90% des pays avancés enregistreront une décélération de la croissance en 2023. Aux États-Unis, la croissance devrait reculer, passant de 2% en 2022 à 1,4% en 2023 et à 1% en 2024. Dans la zone euro, la croissance devrait atteindre son niveau le plus bas (0,7% en 2023), avant de remonter à 1,6% en 2024. La France, le premier partenaire économique de la Tunisie, devrait s'aligner aux taux de croissance de la zone Euro, enregistrant des croissances de 0,7% et 1,6%, respectivement en 2023 et 2024.

- De l'autre côté, la croissance dans les pays émergents et les pays en développement d'Asie devrait s'accélérer pour atteindre 5,3% et 5,2% en 2023 et 2024, respectivement, après un fléchissement plus marqué que prévu à 4,3 % en 2022, imputable à la situation économique de la Chine. Pour la première fois en plus de 40 ans, le taux de croissance de la Chine a été inférieur à la moyenne mondiale. Celui-ci devrait remonter de 3% en 2022 à 5,2% en 2023, grâce à l'amélioration rapide de la mobilité, et chuter à 4,5 % en 2024, avant de se stabiliser en dessous de 4% à moyen terme, compte tenu de la perte de dynamisme des entreprises et de la lenteur des réformes structurelles.

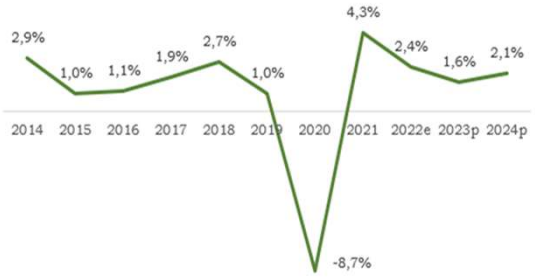
La croissance économique dans le monde et dans la Zone Euro



Source: FMI

« La reprise mondiale a été modeste en 2022, freinée par la résurgence de la pandémie Covid-19 en Chine et par les efforts mondiaux pour contrer l'inflation provoquée par la guerre entre la Russie et l'Ukraine »

La croissance du PIB de la Tunisie



Sources: INS et Ministère des Finances

- Selon les prévisions du fonds, la croissance au Moyen-Orient et en Asie Centrale devrait passer de 5,3% en 2022 à 3,2% en 2023, avec une révision à la baisse de 0,4 point de pourcentage depuis Octobre 2022, principalement attribuable à un ralentissement plus marqué que prévu de la croissance en Arabie saoudite, qui passe de 8,7% en 2022 (supérieure aux prévisions de 1,1 point de pourcentage) à 2,6% en 2023, avec une révision négative de 1,1 point de pourcentage. La révision à la baisse pour 2023 reflète principalement la diminution de la production de pétrole, conformément à un accord conclu par l'OPEP+ (Organisation des pays exportateurs de pétrole, y compris la Russie et d'autres exportateurs de pétrole non-membres de l'OPEP), tandis que la croissance hors pétrole devrait rester robuste.

Conjoncture économique nationale: une croissance insuffisante plombant le PIB potentiel

- En 2022, la baisse de l'investissement, la persistance des retombées de la Covid-19 et de la crise russo-ukrainienne ont continué de peser sur l'activité des opérateurs économiques en Tunisie. Les indicateurs économiques de 2022, font état d'une croissance économique faible, d'une inflation galopante, d'un niveau de réserves en devises qui s'érode et d'un élargissement des déficits jumeaux (déficit courant et déficit budgétaire). La reprise économique est minée par le flou politique et par l'absence de plan de relance, de réformes et de visibilité.

1) Une croissance en berne

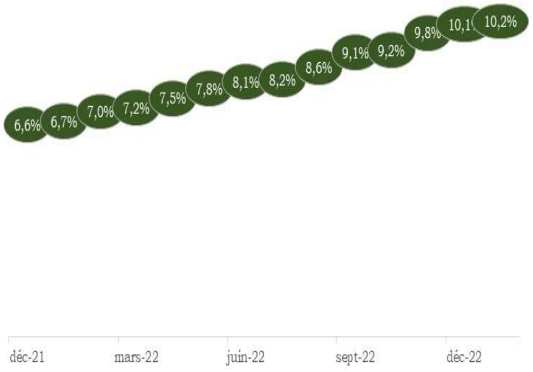
- Freinée par la baisse des investissements, la persistance des effets de la crise sanitaire et l'impact de la guerre russo-ukrainienne sur le tissu productif, le PIB courant l'année 2022, n'a progressé que de +2,4%, contre 4,3% en 2021. Selon les projections du FMI qui datent de Janvier 2023, la croissance du PIB en perte de vitesse, devrait s'établir à 1,6% en 2023. Cette modeste croissance en 2022 a été tirée vers le bas par la mauvaise tenue, au cours de l'année, des activités du secteur des énergies et des mines (-6,3%). La bonne tenue du secteur des services (+3,3%) et des industries manufacturières et transformatrices (+5,3%) a compensé le fléchissement des autres activités. La croissance de la valeur ajoutée du secteur de l'agriculture a été modeste, s'élevant à 2% en 2022.

2) Une nette accélération de l'inflation

- L'inflation s'est nettement accélérée entre Janvier et Décembre 2022, passant de 6,7% à 10,1%, portant le taux d'inflation annuel moyen à 8,3%, contre une moyenne de 5,7% enregistrée en 2021. Cette évolution a résulté essentiellement du fort rebond de la composante sous-jacente (+7,9% après +5,4% en 2021), qui s'est conjugué à la flambée des prix des produits alimentaires frais (+14,1% après +7,1% en 2021), en relation avec la persistance des problèmes au niveau des chaines d'approvisionnement (sécheresse, hausse des coûts des intrants, …). Également, le prix des produits administrés a poursuivi sa tendance haussière (+6,3% après +5,8%), sous l'effet de l'ajustement à la hausse des prix de certains produits et tarifs publics tout au long de l'année 2022.

« Freinée par la baisse des investissements, la persistance des retombées de la crise sanitaire et de la guerre russo-ukrainienne sur le tissu productif, la croissance en Tunisie a été insuffisante en 2022. Les indicateurs économiques font état également d'une inflation galopante, d'un niveau de réserves en devises qui s'érode et d'un élargissement des déficits jumeaux »

Evolution de l'inflation moyenne en 2022



Source: BCT

3) Un déficit commercial inédit

- **Les exportations préservent le même rythme de croissance que celui de l'année dernière** : En 2022, les exportations ont progressé de +23,4% pour atteindre 57 573,2MDt, contre une progression de +20,5% en 2021. Cette croissance à deux chiffres des exportations s'explique par l'amélioration des exportations de plusieurs secteurs notamment : le secteur de l'énergie (+49,9%), celui des mines, phosphates et dérivés de (+56,1%), des industries agro-alimentaires (+34,1%), celui des textiles, habillement et cuirs (+21%) et des industries mécaniques et électriques de (+14,5%).

- **Une hausse plus prononcée des importations** : Les importations ont évolué plus rapidement que les exportations, se hissant de +31,7% contre +22% durant l'année 2021 pour atteindre 82 789,2 MDt. L'augmentation des importations provient de la flambée enregistrée au niveau des importations des produits énergétiques (+83,1%), des matières premières et demi-produits (+33%), des biens d'équipement (+12%), ainsi que des biens de consommation (+13,8%).

- **Un déficit commercial inédit :** Le déficit commercial s'est élargi en fin d'année à -25 216 MDt contre un déficit de -16 210,7 MDt une année auparavant. Il s'agit d'un déficit jamais atteint. Ainsi, le taux de couverture a perdu 4,7 points de pourcentage par rapport à 2021 pour s'établir à 69,5%.

- **Un déficit courant qui se creuse :** Sur l'année 2022, les recettes touristiques et les revenus du travail ont atteint 13 183 MDt (contre 9 879 MDt en 2021), ce qui a permis d'atténuer partiellement l'impact de l'élargissement important du déficit commercial et sa portée sur les paiements courants. Le déficit courant s'est établi, toutefois, à -12 366 MDt (ou -8,6% du PIB), contre -7 844 MDt (ou -6% du PIB) en 2021.

4) Des réserves de change en baisse

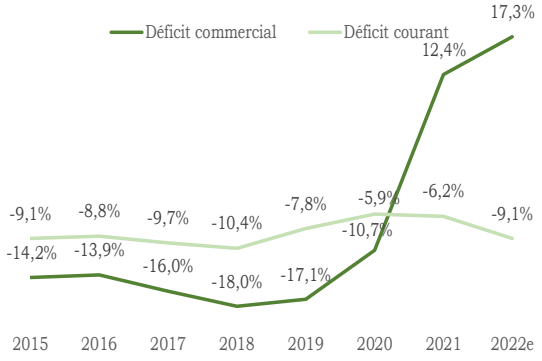
- Pâtissant des pressions sur la balance des paiements, les réserves en devises se sont érodées pour s'établir à 22,9 milliards (ou 100 jours) à fin 2022 contre 23,3 milliards de dinars (ou 133 jours d'importation) à fin 2021. A fin Janvier 2023, les réserves en devises en poursuivi leur trend baissier pour s'établir à 97 jours d'importation.

5) Un retard dans l'exécution du budget de l'Etat et un endettement alarmant

- Selon la Loi de Finances Rectificative pour 2022, le déficit budgétaire est attendu à 9,8 Mds de Dt (6,8% du PIB) à fin 2022, contre 10,4 Mds de Dt (8,3% du PIB) une année auparavant. Cette relative atténuation du déficit budgétaire s'explique par le retard accusé par l'Etat dans l'exécution de ses dépenses publiques.

- Depuis la Révolution, les finances publiques affichent un déficit primaire structurel, alors qu'historiquement la Tunisie était dans une situation d'autonomie financière. Cette situation est la résultante d'une politique budgétaire expansionniste adoptée depuis la Révolution favorisant la hausse plus proportionnelle des dépenses de gestion (dont notamment la masse salariale qui a triplé durant la dernière décennie).

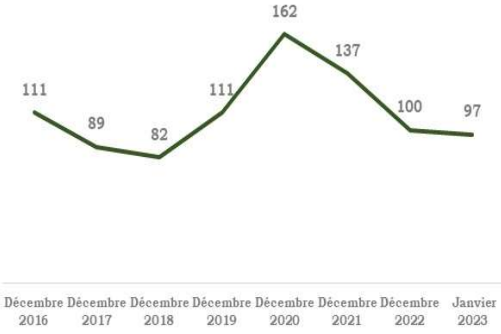
Evolution des principaux soldes extérieurs



Source: FMI, BCT

« Le déficit commercial a atteint un niveau record, dépassant 25 milliards de dinars, soit 17,5% du PIB estimé de 2022».

Evolution des réserves en devises (en nb de jours d'importation)



Source: BCT

- La loi de Finances pour l'année 2023 prévoit une hausse de 15% du budget de l'Etat à 69,9 milliards de dinars, contre 60,8 milliards de dinars prévu dans la Loi de Finances Rectificative de 2022. En 2023, le Gouvernement prévoit un déficit budgétaire de 7 497 MDt, soit 4,7% du PIB, contre un déficit de 9 784 MDt prévu dans la LFR de 2022, représentant 6,8% du PIB. Cet apaisement, en 2023, reflète, une hausse plus importante des recettes fiscales (+12,9%) que celle des dépenses de gestion (+2,6%). La Loi de Finances de 2023 suppose une révision à la baisse de -26,4% des dépenses de compensation à 8,832 milliards de dinars et ce grâce notamment à l'allégement de 25,7% des dépenses de compensation consacrées au carburant estimés à 5,669 milliards de dinars contre 7,628 milliards de dinars prévus dans la LFR de 2022.

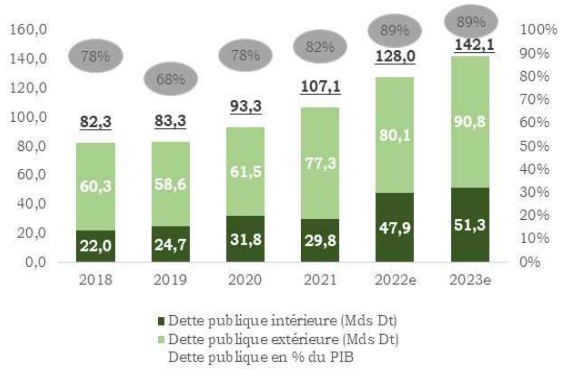
« L'apaisement du déficit budgétaire prévu dans la LF 2023 reflète une hausse plus importante des recettes fiscales (+12,9%) que celle des dépenses de gestion (+2,6%) et suppose une révision à la baisse de -26,4% des dépenses de compensation à 8,832 milliards de dinars»

- Les dépenses de l'Etat déjà insoutenables semblent incompressibles, constituant véritablement un frein à toute marge de manœuvre en vue d'une relance budgétaire. Le budget de 2023 ne prévoit qu'une révision insuffisante des dépenses d'investissement, qui devront s'établir à 4,692 milliards de dinars, ne représentant que 7% du budget de 2023 et 3% du PIB.

- En 2023, l'Etat aura un recours massif à l'endettement. Les ressources d'emprunt devront s'élever à 23,490 milliards de dinars dont 14,859 milliards de dinars de financements extérieurs. Le service de la dette devrait atteindre un summum de 21,1 milliards de dinars, dont 15,8 milliards de dinars en principal et 5,3 milliards de dinars en intérêts. Un niveau d'endettement inédit. En 2023, la dette publique devrait atteindre 142,1 milliards de dinars, soit 89,2% du PIB, contre 88,8% dans la Loi de Finances Rectificative pour l'année 2022

- Cette Loi de Finances suppose la conclusion de l'accord définitif avec le FMI, qui constituerait la clef pour l'obtention d'autres sources de financement alors que le fonds a déprogrammé le dossier de la Tunisie de l'ordre du jour de sa réunion prévue le 19 Décembre. Aucune date de sa reprogrammation n'a été fixée.

Evolution des principaux indicateurs d'endettement public



Source: BCT

Evolution du budget de l'Etat

Evolution des ressources

Ressources (MDt)	2019	2020 LFC	2021 LFC	LFR 2022	LF 2023	VAR LF 2023-LFR 2022	VAR LF 2023-LFR 2022 en %
Ressources propres	**32 185**	**30 221**	**34 449**	**41 130**	**46 424**	**5 294**	**12,9%**
Fiscales	*28 901*	*26 407*	*30 816*	*36 040*	*40 536*	*4 496*	*12,5%*
Non fiscales	*3 284*	*2 757*	*3 103*	*5 090*	*5 888*	*798*	*15,7%*
Emprunts	**10 089**	**19 491**	**21 071**	**19 690**	**23 490**	**3 800**	**19,3%**
Intérieur	*2 640*	*11 948*	*8 120*	*9 278*	*9 533*	*255*	*2,7%*
Extérieur	*7 053*	*7 364*	*12 150*	*11 916*	*14 859*	*2 943*	*24,7%*
Autres (Resources de trésorerie)	*397*	*179*	*801*	*- 1 504*	*- 902*	*602*	-
Total Ressources	**42 274**	**49 712**	**55 520**	**60 820**	**69 914**	**9 094**	**15,0%**

Evolution des dépenses

Dépenses (MDt)	2019	2020 LFC	2021 LFC	LFR 2022	LF 2023	VAR LF 2023-LFR 2022	VAR LF 2023-LFR 2022 en %
Dépenses de gestion	**26 433**	**33 753**	**35 939**	**42 794**	**43 922**	**1 128**	**2,6%**
Salaires	*16 765*	*19 547*	20345	21553	22772	1220	5,7%
Compensation	*4 790*	*4 486*	*6 027*	*11 999*	*8 832*	*-3 167*	-26,4%
Autres*	***4 878***	***9 720***	***9 567***	***9 242***	***12 317***	3075	33,3%
Dépenses d'Investissement	**6 140**	**3 826**	**4 218**	**3 567**	**4 692**	**1 125**	**31,5%**
Service de la dette	**9 601**	**11 588**	**15 213**	**14 359**	**21 100**	**6 741**	**46,9%**
Principal	*6 396*	*7 454*	*11 129*	*9 806*	*15 793*	*5 987*	*61,1%*
Intérêt	*3 205*	*4 134*	*4 084*	*4 553*	*5 307*	*754*	*16,6%*
Crédits et avances sur trésor	**100**	**545**	**150**	**100**	**200**	**100**	**100,0%**
Total Dépenses	**42 274**	**49 712**	**55 520**	**60 820**	**69 914**	**9 094**	**15,0%**

Source: Ministère des finances

III) Perspectives

- L'économie tunisienne traverse l'une des plus grandes épreuves qu'elle ait connue depuis son indépendance. En plus des séquelles sanitaire et socioéconomique de la pandémie Covid-19, la Tunisie à l'instar des économies mondiales a dû subir de plein fouet l'onde de choc du conflit russo-ukrainien qui s'est matérialisé par une crise du coût de la vie et par des déficits jumeaux qui s'aggravent. Outre le contexte international morose, la relance économique en Tunisie est de plus en plus une tâche ardue au vu de la baisse des investissements courant la dernière décennie et de la précarité de plusieurs secteurs d'activité, notamment celui de l'agriculture souffrant de la sécheresse et de l'accentuation du stress hydrique et celui d'extraction du phosphate, du gaz naturel et du pétrole, souffrant d'une production toujours en baisse.

- Les pressions inédites sur la balance commerciale couplées à l'insuffisance des recettes du secteur extérieur (tourisme, transferts des travailleurs à l'étranger) et de l'investissement étranger, accentuent les pressions sur les déficits jumeaux (courant et budgétaire) du pays.

- En date du 27 Janvier 2023, l'agence de notation Moody's a révisé à la baisse, les notations à long terme des émetteurs en devises étrangères et locales de la Tunisie de Caa1 à Caa2 et a placé la perspective à négative. Ces notations étaient auparavant en cours de révision pour déclassement.

- L'agence américaine justifie sa décision par l'absence de financement extérieur pour répondre aux importants besoins de financement du Gouvernement. Le communiqué se réfère notamment à l'accord sur le programme d'appui financier avec le 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, qui reste à confirmer malgré l'accord obtenu au niveau du personnel depuis le mois d'Octobre. Les besoins en financement extérieur et les pressions sur les réserves en devises s'aggravent selon Moody's.

- Selon l'agence de notation, davantage de retard dans la finalisation d'un deal avec le FMI pourrait éroder les réserves de devises par le biais de prélèvement pour le paiement du service de la dette. Les conditions de financements intérieurs et extérieurs très stricts et le profil difficile du service de la dette du Gouvernement tunisien augmentent les risques de refinancement et compromettent la capacité du pays à assurer le service de la dette, exacerbant, ainsi, les risques de la balance des paiements et augmentant le risque d'une restructuration de la dette. L'agence précise que les risques pesant sur le profil de crédit de la Tunisie resteront orientés à la baisse, même dans le cadre d'une éventuelle amélioration des perspectives de financements extérieurs, ce qui est cohérent avec la notation Caa2.

- Le faible espace budgétaire et la hausse notable des coûts de financement sur les marchés financiers, mettra davantage de pression sur les dépenses d'investissement à court et à moyen terme, urgeant les autorités à effectuer des ajustements (à la hausse) plus importants et plus fréquents des prix de produits et services administrés, à libéraliser plus rapidement les prix administrés et à relever les taux d'imposition.

Evolution du chômage

*** Au terme du troisième trimestre de 2022**

Source: INS

« Les conditions de financements intérieurs et extérieurs très stricts et le profil difficile du service de la dette du Gouvernement tunisien augmentent les risques de refinancement et compromettent la capacité du pays à assurer le service de la dette, exacerbant, ainsi, les risques de la balance des paiements et augmentant le risque d'une restructuration de la dette »

- Les perspectives d'obtention de financement extérieur restent tributaires de la mise en œuvre rapide et soutenue de réformes qui s'avèreront invariablement difficiles face aux faiblesses de la gouvernance et à l'exposition aux risques sociaux.

- Le pays qui a commencé la levée graduelle des subventions généralisées et coûteuses des prix, en procédant à des ajustements réguliers pour aligner les prix nationaux aux prix mondiaux, doit offrir une protection ciblée adéquate aux catégories vulnérables de la population.

- Les autorités doivent accélérer les réformes structurelles visant à stimuler la concurrence et à créer un environnement transparent et équitable pour les investisseurs, en rationalisant et simplifiant les mesures d'incitation à l'investissement et s'engager dans un programme complet de réformes des entreprises publiques.

« Les perspectives d'obtention de financements extérieurs restent tributaires de la mise en œuvre rapide et soutenue de réformes qui s'avèreront invariablement difficiles face aux faiblesses de la gouvernance et à l'exposition aux risques sociaux»

Principaux indicateurs économiques

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB prix courants (en milliards de dinars)	84,7	90,4	97,4	105,6	122,5	119,6	130,9	144,2	159,3
Taux de croissance du PIB	1,0%	1,1%	1,9%	2,7%	1,0%	-8,7%	4,3%	2,4%	1,6%
Taux d'investissement (% du PIB)	20,0%	18,4%	19,4%	21,1%	19,5%	15,8%	14,4%	15,9%	16,3%
Taux d'épargne nationale (% du RNDB)	10,3%	9,1%	8,9%	9,6%	11,1%	6,20%	8,2%	6,9%	8,3%
Taux d'inflation	4,9%	3,7%	5,3%	7,3%	7,0%	5,7%	5,7%	8,3%	11,0%
Budget de l'Etat (en milliards de dinars)	26,9	29,2	34,3	37,8	42,3	49,7	55,5	60,8	69,9
Déficit budgétaire (% du PIB)	-4,8%	-6,1%	-6,1%	-4,8%	-3,5%	-11,1%	-8,3%	-6,8%	-4,7%
Dette publique (en milliards de Dt)	46,9	57,5	67,9	82,3	83,3	93,3	107,1	128,0	142,1
Dette publique (% du PIB)	55,4%	63,6%	69,7%	77,9%	68,0%	78,0%	81,8%	88,8%	89,2%

Sources: INS, FMI et ministère des finances

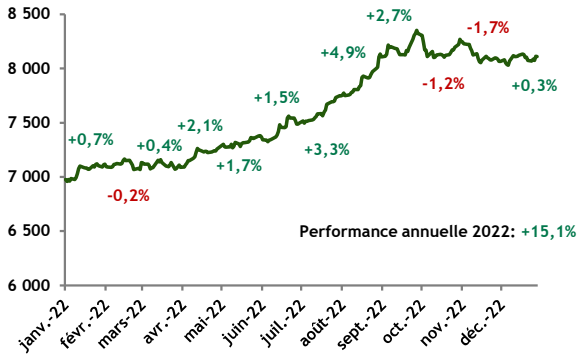
♦ **2022 s'est avérée une année porteuse pour l'investissement en bourse. Malgré la recrudescence de la Covid-19, le manque de visibilité politique, la situation économique difficile et des finances publiques exsangues, notre marché a manifesté une résistance salutaire, dopé par les valeurs bancaires. La capitalisation boursière a progressé et l'indice de référence a affiché une performance à deux chiffres. Cependant, le constat est moins reluisant au rayon des volumes, notre bourse ayant enregistré un faible rythme des échanges, témoignant d'un assèchement de la liquidité.**

♦ **L'éclatement de la guerre en Ukraine a entraîné une hausse de l'inflation et un resserrement des conditions financières. En venant s'ajouter aux dégâts causés par la pandémie de Covid-19, l'invasion russe de l'Ukraine a accentué le ralentissement de l'économie mondiale, qui entre dans ce qui pourrait devenir une période prolongée de croissance faible et d'inflation élevée. Il en résulte un risque grandissant de stagflation, ce qui aurait des conséquences délétères tant pour les pays à faible revenu que pour ceux à revenu intermédiaire comme la Tunisie.**

♦ **La conjoncture actuelle a incontestablement de quoi désorienter plus d'un épargnant. Entre la hausse des taux d'intérêt, le retour d'une forte inflation et une volatilité imprévisible sur les placements boursiers. L'équation est en effet complexe car la rémunération réelle des placements sans risque traditionnels reste faible alors que l'inflation atteint désormais -et de façon semble-t-il durable- des sommets. 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, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite pour faire face aux vicissitudes de l'environnement et à la grisaille ambiante.**

♦ **Dans un climat qui offre peu de visibilité, l'année 2023 s'annonce mitigée. Alors que les incertitudes économiques et politiques nous incitent à la prudence, trois facteurs accréditent la thèse d'une poursuite du rebond boursier: la croissance des bénéfices, la poursuite des introductions en bourse et le plan de relance économique annoncé par le Gouvernement dans le cadre du programme de financement préliminaire conclu avec le FMI.**

Evolution du Tunindex en 2022



« 2022 s'est avérée une année porteuse pour l'investissement en bourse. Malgré la recrudescence de la Covid-19, le manque de visibilité politique, la situation économique difficile et des finances publiques exsangues, notre marché a manifesté une résistance salutaire, dopé par les valeurs bancaires »

I- Un parcours boursier en deux teintes

▪ 2022 s'est avérée une année porteuse pour l'investissement en bourse. Malgré la recrudescence de la Covid-19, le manque de visibilité politique, la situation économique difficile et des finances publiques exsangues, notre marché a manifesté une résistance salutaire, dopé par les valeurs bancaires (une performance de 15,1% pour le Tunindex en 2022). Le secteur bancaire, poids lourd de la cote, représentant plus de 40% de la capitalisation flottante de l'indice de référence, est de nouveau dans le radar des investisseurs grâce à la bonne croissance bénéficiaire affichée en 2021 et sur le premier semestre 2022, à la distribution généreuse de dividendes, malgré les conditions strictes de distribution des dividendes imposées par la BCT et aux anticipations de relèvement des taux bénéfique pour le PNB (une envolée 36,8% pour l'indice bancaire en 2022).

▪ Dans une place dominée par les investisseurs particuliers, les annonces de dividendes revêtent un intérêt capital et la confirmation de la reprise de la distribution des dividendes par les banques, en 2022, au titre de l'exercice 2021, a créé un effet d'entrainement sur l'ensemble du marché.

« Dans une place dominée par les investisseurs particuliers, les annonces de dividendes revêtent un intérêt capital et la confirmation de la reprise de la distribution des dividendes par les banques, en 2022, au titre de l'exercice 2021, a créé un effet d'entrainement sur l'ensemble du marché »

▪ A y regarder de plus près et, dans la continuité des dernières années, le marché a connu, en 2022, un parcours boursier en deux temps. Le vent d'optimisme qui a soufflé sur le marché, au début de l'année, sur fond d'une reprise quasi généralisée de l'activité pour la majorité des sociétés cotées et, tout particulièrement pour les banques, a cédé sa place aux craintes des investisseurs relatives à la dégradation de la situation des finances publiques et au manque de visibilité politique.

1) Un démarrage en beauté: L'année a débuté dans l'euphorie portée par les anticipations de résultats records pour le secteur bancaire. L'enthousiasme pour la première force du marché a été soutenu par le relèvement du taux directeur de la BCT de 75pb à 7% au mois de Mai 2022 et par la publication des résultats et des indicateurs d'activité des banques traduisant un secteur bien portant. Cet épisode de liesse a perduré jusqu'au 29 Septembre 2022, date à laquelle l'indice de référence cumulait une performance annuelle de 18,5%.

2) Une fin d'année mouvementée: Si le marché a montré une résistance appréciable face à la morosité ambiante, jusqu'au mois de Septembre, l'exacerbation des tensions politiques à l'approche du rendez-vous électoral du 17 Décembre 2022 et la dégradation de la situation des finances publiques ont affaibli la confiance des investisseurs, les embarquant dans un mouvement de prise de bénéfices. Les pressions vendeuses ont enfoncé l'indice vedette dans un mouvement baissier. Depuis le 30 Septembre jusqu'à la fin de l'année, le marché a enregistré une correction de -2,9%.

▪ Durant 2022, la cote de la bourse s'est enrichie de deux nouvelles sociétés. Il s'agit de **STA** et de **Assurances Maghrebia Vie** faisant leur entrée sur le marché en Mars et en Décembre respectivement.

▪ STA, le concessionnaire automobile de la marque chinoise Chery en Tunisie, s'est introduit sur le marché principal de la cote de la bourse au moyen d'une offre à prix ferme (OPF) de 480 000 actions et d'un placement global de 120 000 actions, soit 30% du capital social avec un cours d'introduction de 17 dinars par action (correspondant à une capitalisation boursière de 34MDt).

▪ La société « Assurances Maghrebia Vie » s'est introduite sur le marché principal de la cote de la bourse via une cession de 2 500 000 actions et une émission de 5 000 000 nouvelles actions, portant sur 30% du capital post-IPO. La mise sur le marché de la filiale du Groupe Assurances Maghrebia s'est faite à un prix de 6,080Dt l'action, soit une capitalisation post-money de 152MDt. Assurances Maghrebia Vie s'impose en tant qu'acteur de référence en matière d'assurance Vie en Tunisie, s'adjugeant la deuxième position en termes de primes émises, derrière Attijari Assurance.

▪ Suite à l'introduction en bourse de STA et de Assurances Maghrebia Vie, le nombre de sociétés admises à la cote de la bourse a été porté à 82 à la fin de l'année 2022.

▪ En 2022, la capitalisation boursière de la cote s'est légèrement accrue de 3,3% à 24 milliards de dinars, soit 16,7% du PIB de la Tunisie.

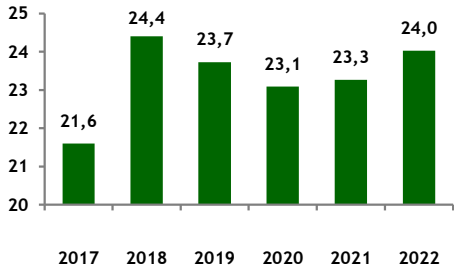
▪ Si l'indice vedette et la capitalisation boursière ont opposé la meilleure résistance face à la grisaille ambiante, le constat est beaucoup moins reluisant sur le front des volumes. Le marché a connu, en effet, un faible rythme des échanges, dans la continuité de 2021. Malgré un nombre record de jours de bourse (257 jours en 2021 contre 248 jours), les volumes transigés sur le compartiment actions de la bourse de Tunis ont atteint 1,6 milliard de dinars, soit une moyenne quotidienne de 6,3MDt contre une moyenne quotidienne de 6,5MDt en 2021.

▪ Le marché des blocs qui jouait un rôle de tremplin pour les échanges du marché a, également, souffert de l'assèchement de la liquidité. 53 transactions de bloc, seulement, ont eu lieu en 2022, cumulant 325,5MDt contre 89 transactions de bloc en 2021, cumulant 563,7MDt.

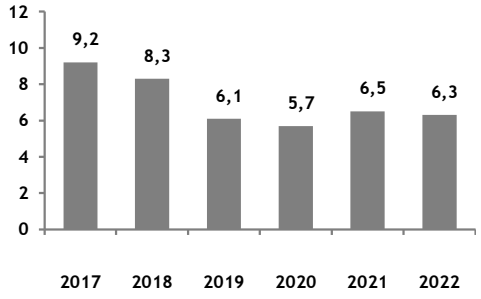
Les principaux évènements qui ont marqué l'année boursière 2022

Date	Evènement
24-févr-22	Déclenchement de la guerre en Ukraine
25-mars-22	Publication de la note de la BCT n°2022-11 fixant les conditions de distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2021
18-mai-22	Relèvement du taux directeur de la BCT de 75pb à 7%
25-juil-22	Organisation du référendum sur la nouvelle constitution de 2022
06-oct-22	Rehaussement du taux directeur de la BCT de 25pb à 7,25%
15-oct-22	Les services du FMI parviennent à un accord au niveau des services avec la Tunisie au titre du Mécanisme Elargi du Crédit pour une enveloppe de 1,9 milliard de dollars américains
17-déc-22	Tenue des élections législatives
30-déc-22	Augmentation du taux directeur de la BCT de 75pb à 8%

Evolution de la capitalisation boursière (en milliards de dinars)



Evolution des volumes journaliers moyens (en MDt)



« Le marché des blocs qui jouait un rôle de tremplin pour les échanges du marché a, également, souffert de l'assèchement de la liquidité »

▪ Il sied de noter que les capitaux échangés en 2022 tiennent compte des opérations suivantes :

- L'entrée du Groupe KILANI dans le capital de **Adwya** : Il s'agit de la cession de la participation de la société Royal Investissements et Participations Holding (détenue par les héritiers du feu Taher EL MATERI) aux Messieurs Rafik KILANI et Lassaad KILANI. L'opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe globale de 51,2MDt et qui valorisent Adwya à 128,1MDt. S'en est suivie une Offre Publique d'Achat Obligatoire au prix unitaire de 5,950 dinars, ouverte dans un premier temps, du 10 Août 2022 au 30 Août 2022 inclus et prorogée par décision du CMF jusqu'au 5 Septembre 2022. Le nouveau noyau dur de Adwya (détenant plus de 99% des droits de vote) a clairement affiché la volonté de retirer la société de la cote. Une Offre Publique de Retrait a été lancée (au prix de 5,950 dinars l'action) à partir du 30 Novembre 2022 jusqu'au 30 Décembre 2022. Le titre Adwya a été radié de la cote de la bourse à partir du 5 Janvier 2023.

- La cession par la **STB** d'une part de sa participation dans **Wifak International Bank**, soit 7,7% à 6,600 dinars l'action. Suite à cette transaction, un franchissement de la part de la STB du seuil de 5% à la baisse dans le capital de Wifak Bank a été enregistré.

▪ L'année 2022 a été caractérisée par la multiplicité des mouvements capitalistiques. Outre l'OPA Obligatoire de **Adwya** susmentionnée, l'année a été marquée par l'OPA sur les actions de **Monoprix** (OPA Simplifiée) et de **Céréalis** (OPA obligatoire).

« L'année 2022 a été marquée par la multiplicité des mouvements capitalistiques »

▪ Les actionnaires de référence de la société Monoprix: Tunisia Retail Group Holding TRG SA, agissant de concert avec les sociétés MONOGROS, IFICO et EXIS ont initié une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions de Monoprix au prix de 5,500 dinars l'action. Valable du 23 Septembre 2022 au 24 Octobre 2022 inclus, l'OPA Simplifiée a permis aux actionnaires de référence d'acquérir 598 259 actions Monoprix, soit 3% du capital de la société.

▪ Dans le cadre de l'opération d'Offre Publique d'Achat Obligatoire sur les actions de la société Céréalis au prix unitaire de 13,300 dinars, ouverte le 17 Novembre 2022 et clôturée le 7 Décembre 2022, La société « Power Brands » agissant de concert avec l'initiateur « Cardinal Brands Limited » a déclaré avoir acquis en bourse, durant la période de l'Offre 20,98% du capital de Céréalis. Ainsi, la société « Cardinal Brands Limited », agissant de concert avec la société « Power Brands » détient 4 647 673 actions, représentant 95,07% du capital de la société Céréalis. Le CMF a été saisi d'une demande de lancement d'une Offre Publique de Retrait visant les actions de la société Céréalis. Par cette demande, la société « Cardinal Brands Limited », détenant de concert avec la société «Power Brands», 4 654 447 actions, représentant 95,20% des droits de vote de la société Céréalis, entend lancer une OPR visant l'acquisition par la société «Power Brands» des actions que cette dernière ne détient pas dans le capital de ladite société et ce, dans le cadre des dispositions de l'article 173 du Règlement Général de la Bourse. L'OPR a été lancée le 28 Décembre 2022 et s'est poursuivie jusqu'au 7 Février 2023 inclus. La société a été radiée de la cote de la bourse à partir du 13 Février 2023.

▪ L'investissement étranger a aligné une troisième année consécutive dans le rouge. La part de la capitalisation boursière détenue par les étrangers, qui demeure essentiellement stratégique est passée à 5 022MDt représentant 20,9% de la capitalisation globale du marché contre 5 374MDt et une part de 23,1% en 2021, soit une baisse de 2,2% correspondant à 351MDt.

▪ Nonobstant la morosité ambiante, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Le nombre de véhicules en activité a augmenté à 118 entités en 2022 contre 115 véhicules à fin 2021.

Chiffres clés du marché financier	2019	2020	2021	2022
Performance du Tunindex	-2,1%	-3,3%	+2,3%	+15,1%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	23,7	23,1	23,3	24,0
Capitalisation boursière en % PIB	20,8%	20,8%	17,9%	16,7%
Nombre de sociétés cotées	81	80	80	82
Volumes de transaction (en MDt)	1 522	1 423	1 614	1 624
Participation étrangère	24,7%	25,3%	23,1%	20,9%
Nombre d'OPCVM en activité	119	119	115	118
Actifs gérés des OPCVM en MDt	3 675	4 683	4 813	5 197

- Par ailleurs, l'actif net de la gestion collective a bien repris du poil de la bête (+8% à 5,2 milliards de dinars avec une collecte additionnelle nette de 383,4MDt).

- Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à manifester un appétit pour les émissions obligataires. 20 émissions obligataires, dont 14 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1er Janvier au 31 Décembre 2022) pour une enveloppe totale de 900,5MDt.

- Depuis le début de l'année 2022, le Trésor a effectué 25 adjudications de BTA (y compris trois adjudications d'échange) ce qui lui a permis de lever 2441,9MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3650MDt.

- Sur le court terme, le Trésor a levé 14010MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 800MDt). Ce montant tient compte de 24 émissions exceptionnelles faites quasi-exclusivement auprès des banques, et portant sur 13971,2MDt.

- En 2022, le Trésor a lancé 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'Etat de mobiliser 2974,8MDt, contre un montant budgétisé dans la Loi de Finances de 2022 de 1,4 milliard de dinars.

- Dans le cadre du financement du Budget de l'État, le Gouvernement a, également, contracté, le 18 Mai 2022, un prêt syndiqué en devises auprès d'un consortium de 9 banques de la place lui permettant de lever 81,5 millions d'euros et 25 millions de dollars, soit l'équivalent de 341,8MDt. Rappelons que selon la Loi de Finances de 2022, l'Etat comptait contracter des prêts syndiqués en devises auprès des banques de la place, en 2022, pour un montant de 1481MDt.

- Notons, enfin, que selon la Loi de Finances Rectificative de 2022, l'Etat devrait terminer l'année sur une levée nette d'emprunts de 19,7 milliards de dinars (dont 9,3 milliards de dinars d'emprunts nets mobilisés sur le marché intérieur et 11,9 milliards de dinars de financements nets extérieurs).

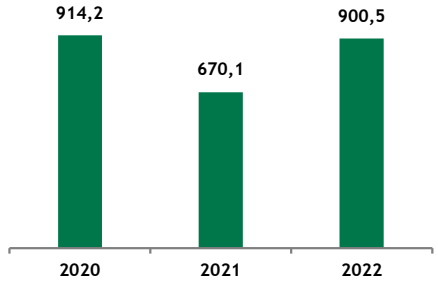
II - Quelle stratégie d'investissement à adopter en 2023?

- A l'instar de l'économie mondiale, l'économie tunisienne devrait continuer à pâtir des conséquences de la guerre russo-ukrainienne, témoignant d'une croissance en perte de vitesse (une croissance du PIB de 1,6% en 2023 contre 2,4% en 2022), d'une inflation galopante, de déficits jumeaux toujours dans une situation préoccupante et d'un endettement public de plus en plus insoutenable. Cependant, la Tunisie devrait pousser un soupir de soulagement après l'obtention du staff-level agreement du FMI pour un financement de 1,9 milliard de dollars étalé sur quatre ans. Loin d'être une solution miracle pour l'économie du pays, cet accord avec le FMI- toujours en attente de validation par le Conseil d'Administration de l'institution de Bretton Woods- représente un appel d'air et une bouffée d'oxygène pour une économie et des finances publiques en souffrance. Il permet de desserrer la bourse des crédits bilatéraux et multilatéraux pour alimenter nos réserves en devises, financer le budget (salaires, dépenses de compensation et paiement du service de la dette, etc..) et envisager l'avenir proche avec moins de craintes et d'appréhensions.

- Dans un climat qui offre peu de visibilité, l'année 2023 s'annonce mitigée. Alors que les incertitudes économiques et politiques nous incitent à la prudence, trois facteurs accréditent la thèse d'une poursuite du rebond boursier.

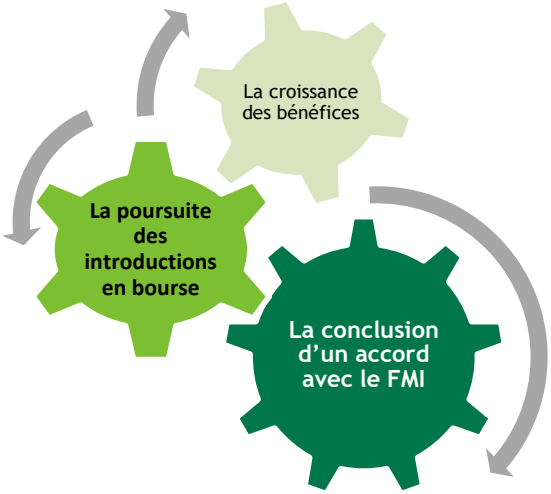
1) La croissance des bénéfices : Soutenue par le secteur bancaire et par son autre poids lourd, la SFBT, nous pensons que la cote devrait enregistrer une croissance notable de sa masse bénéficiaire (+29,3%). En tenant compte de cette reprise, notre marché affiche des multiples incontestablement acheteurs (un multiple de PER estimé de 8,4x pour l'année 2022) et un rendement en dividende alléchant (un dividend yield 2022 estimé de 5,6%).

Evolution des émissions obligataires privées (en MDt)



« L'année 2022 a été marquée par une intense activité d'émission d'emprunts d'Etat »

Les opportunités pour le marché actions en 2023



En tout état de cause, les indicateurs d'activité trimestriels seront très suivis pour avoir un aperçu sur la tendance des résultats et ajuster le consensus du marché.

2) La poursuite des introductions en bourse : 2023 devrait connaitre une poursuite du rythme des introductions en bourse. Après l'IPO réussie de STA au début de cette année (une capitalisation boursière de 34MDt) et l'entrée sur le marché de Assurances Maghrebia Vie réalisée à la fin de l'année (une capitalisation boursière de 152MDt), pas moins de deux nouvelles sociétés devront faire leur entrée en bourse en 2023. La réussite de ces opérations dépendra des niveaux de valorisation proposés qui ont tout intérêt à être attrayants pour attirer de nouveaux investisseurs (locaux ou étrangers) et améliorer l'offre de papier.

3) Le plan de relance économique annoncé par le Gouvernement dans le cadre du programme de financement conclu avec le FMI : Sous la houlette du FMI, le Gouvernement a annoncé un ambitieux programme de relance économique qui s'articule autour de quatre grands axes prioritaires : i) soutenir la trésorerie et l'accès au financement des entreprises, ii) redynamiser l'investissement, iii) faciliter la réglementation des affaires et iv) simplifier les procédures et promouvoir les exportations. Nous pensons que ce programme est faisable malgré l'ambiance politique délétère. Bien que ce programme de relance contienne plusieurs signaux positifs pour l'investissement en bourse, la réaction du marché face à ces mesures d'urgence a été limitée, jusqu'à présent. Les investisseurs attendent le passage à l'acte avant de faire leur retour!

▪ 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 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. A noter que selon la BCT, l'inflation devrait se monter à 11%, en 2023, se ressentant de la flambée des prix de l'énergie et des produits de première nécessité comme le blé, contre un TMM de 7,96% (celui du mois de Janvier 2022). Ce constat est de nature à favoriser l'arbitrage des investisseurs pour les actifs risqués de qualité. La deuxième raison qui explique la résistance de l'investissement en bourse dans ce contexte morne 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. Les investisseurs restent intéressés par les opportunités de placement surtout dans les valeurs à fort rendement en dividendes.

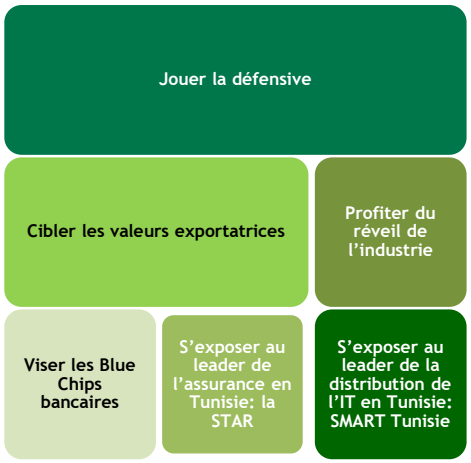
▪ La conjoncture actuelle a incontestablement de quoi désorienter plus d'un épargnant. Entre la hausse des taux d'intérêt, le retour d'une forte inflation et une volatilité imprévisible sur les placements boursiers. L'équation est en effet complexe car la rémunération réelle des placements sans risque traditionnels reste faible alors que l'inflation atteint désormais -et de façon semble-t-il durable- des sommets. 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, la qualité du management et le faible profil de risque 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, d'au moins deux ans.

▪ Pour l'année 2023, notre stratégie d'investissement est axée sur les thématiques suivantes:

1) Jouer la défensive

▪ Quand la morosité ambiante gagne la bourse, les valeurs défensives retrouvent leur attrait auprès des investisseurs fébriles. Nous recommandons un positionnement sur **SFBT**, **SAH Lilas**, **Délice Holding** et **UNIMED**.

Stratégie d'investissement « actions » en 2023



« Le placement boursier pourrait 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 »

« Entre la hausse des taux d'intérêt, le retour d'une forte inflation et une volatilité imprévisible sur les placements boursiers. L'équation est, en effet, complexe car la rémunération réelle des placements sans risque traditionnels reste faible alors que l'inflation atteint désormais -et de façon semble-t-il durable- des sommets. Pour ne pas subir l'érosion monétaire de son capital, la prise de risque devient donc nécessaire »

▪ Ces quatre valeurs présentent des vertus recherchées dans les périodes de crise : un positionnement solide sur le marché, un dynamisme qui défie la conjoncture et une bonne santé financière. Ces sociétés affichent également une visibilité appréciable, un management de qualité et une bonne capacité à attirer les investisseurs institutionnels en quête d'actifs refuges.

2) Rester aux aguets sur les valeurs exportatrices

▪ Depuis le choc de la Révolution de 2011, les valeurs exportatrices ont fait le bonheur des investisseurs. Ces actions ont pleinement rempli leur rôle de bouclier face à l'étroitesse du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.

▪ A l'évidence, ces valeurs subissent les contrecoups de la flambée des prix des matières premières, l'onde de choc de la crise russo-ukrainienne sur les prix de l'énergie et les effets de second tour des perturbations des chaines de valeur survenues partout dans le monde. A cet effet, nous ne recommandons pas une exposition à toutes les sociétés exportatrices, dans leur ensemble. Nous nous montrons encore plus sélectifs dans le choix des sociétés exportatrices et nous nous limitons au Groupe Telnet. La manne financière de Telnet, son tournant vers l'innovation (ciblage de l'activité « Aérospace ») et la perspective d'un rebond de son activité dans les prochaines années nous semblent opportuns.

« Les valeurs exportatrices offrent un remède implicite contre le risque de change. Toute dépréciation éventuelle du dinar, dans les prochaines années, devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre dans le viseur des investisseurs »

▪ D'une manière générale, nous conseillons de continuer à surveiller de très près les valeurs exportatrices car elles offrent un « remède » implicite contre le risque de change. Toute dépréciation éventuelle du dinar, dans les prochaines années, devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre dans le viseur des investisseurs.

▪ Sur le long terme, nous restons optimistes pour les valeurs exportatrices. Ces dernières pourront profiter d'une potentielle reconfiguration des chaines d'approvisionnement à l'échelle planétaire. Les multinationales et les grands groupes industriels devraient, dès la sortie de la crise, songer à diversifier leurs risques et repenser leur manière de s'approvisionner et de sous-traiter surtout dans des secteurs essentiels comme la santé, l'alimentation, l'informatique et les technologies numériques. En promouvant leurs avantages en matière de proximité géographique de l'Europe, de qualification du capital humain et en capitalisant sur leur intégration réussie dans les chaines de production mondiales, les sociétés exportatrices tunisiennes pourront investir dans la compétitivité, accroitre leur capacité de production et fortifier leur positionnement dans les chaines de valeur mondiales.

3) Profiter du réveil de l'industrie

▪ Les indicateurs d'activité et les états financiers au 30 Juin 2022 le montrent : un rebond technique de l'activité industrielle à partir de l'année 2022 se profile pour la majorité des sociétés industrielles. Les prémices de normalisation de l'activité, après une période 2020-2021 difficile, se traduisent par une croissance à deux chiffres au niveau du chiffre d'affaires pour la majorité des compagnies industrielles.

« Un rebond technique de l'activité industrielle à partir de l'année 2022 se profile pour la majorité des sociétés industrielles »

▪ Malgré un top line qui affiche bonne mine, le constat est tout autre au niveau de la rentabilité. La majorité des sociétés industrielles ont pâti, en 2022, d'un effritement de leurs marges et de leur profitabilité en raison de la flambée des coûts des intrants aggravée par la hausse des prix de l'énergie, par l'éclatement de la guerre en Ukraine et par la dépréciation du dinar. Les compagnies industrielles ont aussi payé les frais de l'augmentation exponentielle des frais de logistique en raison de la désorganisation sensible du commerce international qui marque la période post-Covid. A cela s'ajoutent l'augmentation des frais financiers à cause du rehaussement du taux directeur par la BCT et la constatation de pertes de change pour les entreprises importatrices en raison de la dépréciation du dinar.

▪ Pour ce faire, nous ne conseillons pas une exposition à toutes les entreprises industrielles en général. Nous recommandons une exposition aux titres **SOTUVER, SOTIPAPIER, TPR, et MPBS**. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position confortable sur le plan commercial, ces quatre groupes jouissent d'une bonne capacité à répercuter la hausse des prix des matières premières sur les prix de vente. Elles affichent, par ailleurs, des réalisations satisfaisantes sur la première moitié de l'année 2022 qui laissent entrevoir un excellent cru 2022.

« Nous recommandons une exposition aux titres SOTUVER, SOTIPAPIER, TPR, et MPBS. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position confortable sur le plan commercial, ces quatre groupes jouissent d'une bonne capacité à répercuter la hausse des prix des matières premières sur les prix de vente »

4) Viser les Blue Chips bancaires

▪ Contrairement aux sociétés industrielles et de services, l'onde de choc de la crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente de la conjoncture économique devraient se répercuter avec un certain décalage sur le secteur bancaire. Grâce à la normalisation attendue des PNB, à partir de 2021, en raison de la récupération du manque à gagner en termes de commissions et du rehaussement du taux directeur (+175pb à 8% en 2022) et à une bonne « digestion » de la hausse des frais généraux intervenue en 2021, les banques devraient afficher une amélioration de leur capacité bénéficiaire.

▪ Il convient de souligner que le manque de visibilité entache le coût du risque à accuser en 2022 et en 2023. Ce dernier devra continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-Covid dégradée, d'une situation tendue au niveau de la trésorerie des entreprises et des ménages et de la levée du moratoire d'échéances au profit des entreprises depuis Septembre 2021 (circulaire BCT n°2020-2021) qui devrait révéler la qualité du portefeuille réelle de chaque banque. Le manque de visibilité concerne, également, l'impact chiffré de la migration vers les normes IFRS (à compter du 1er Janvier 2023) sur les comptes des banques et notamment de l'adoption de la normes IFRS 9.

▪ En tout état de cause, les réserves de solvabilité accumulées par les banques sur les trois dernières années grâce à la solide croissance bénéficiaire, aux levées de dette subordonnée réalisées, aux exigences supplémentaires de provisionnement au titre des provisions collectives et aux conditions de distribution des dividendes fixées par la BCT afin de maintenir un matelas de solvabilité, permettront aux banques d'absorber le choc de la crise et de réduire l'impact de la transition à la norme IFRS 9.

« Les banques qui affichent une diversification saine du portefeuille de crédits, un matelas confortable de ressources faiblement rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice de commissions et une bonne culture de gestion des risques seront les mieux disposées à résister à la crise actuelle »

▪ Il va sans dire que les effets des tendances sus-décrites ne seront pas les mêmes chez toutes les banques. Celles qui affichent une diversification saine du portefeuille de crédits, un matelas confortable de ressources faiblement rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice de commissions et une bonne culture de gestion des risques seront les mieux disposées à résister à la crise actuelle. C'est en ce sens que nous choisissons l'**UIB** et **Attijari Bank** à l'achat. Les multiples actuels de ces Blue chips sous-estiment nettement la capacité de rebond commercial et financier de ces deux banques. **Nous considérons la BIAT parmi les Blue Chips du secteur bancaire. Cependant, nous nous abstenons d'émettre une recommandation sur la valeur, vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT.**

« Nous considérons la BIAT parmi les Blue Chips du secteur bancaire. Cependant, nous nous abstenons d'émettre une recommandation sur la valeur, vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT »

5) Cibler la STAR, l'étoile des assureurs

▪ Malgré la poursuite des efforts de désengagement volontaire de la branche Automobile, la **STAR** préserve son positionnement de leader sur le marché local. L'assureur se distingue par rapport à ses pairs par sa solidité bilantielle. Un critère très important dans ce contexte de changement réglementaire et de passage aux normes IFRS dès le début de 2023. En effet, la compagnie jouit de larges fonds propres, lui permettant d'afficher une marge de solvabilité confortable, s'établissant à 4,4x la marge réglementaire requise. L'assureur jouit, également, du portefeuille d'actifs le plus conséquent.

▪ La STAR est prête pour le passage aux normes IFRS qui lui sera bénéfique. Au 30 Juin 2022, en dépit d'un contexte opérationnel difficile pour les assureurs, marqué par une sinistralité qui ne cesse de s'aggraver pour les branches Automobile et Maladie, la compagnie a publié un résultat net en forte ascension de 51,1% à 12,8MDt porté par l'amélioration du résultat technique non-vie et ce, grâce à une activité financière en nette amélioration. Au regard des niveaux attrayants de la valorisation actuelle, nous recommandons le titre à « l'achat », particulièrement approprié pour un horizon de placement moyen- long termes.

6) Profiter de la mise sur le marché d'un leader dans le secteur de la distribution de l'IT en Tunisie: SMART Tunisie

▪ SMART Tunisie, le leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, s'est introduit, en 2021, sur le marché principal de la cote de la bourse via une opération mixte de cession de titres (46MDt) et d'augmentation de capital (10MDt). La levée de fonds permettra au Groupe de renforcer son assise financière et de financer un programme d'investissement, portant sur une enveloppe de 17MDt. La valorisation actuelle affichée par le Groupe est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. SMART affiche, également, un rendement en dividende attrayant (un dividend yield estimé de 2022 de 9,3%). Par ailleurs, le Groupe présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre : une position de leadership sur un marché en pleine croissance, un business model innovant et résilient et une vision globale grâce à un système d'information performant. Nous continuons à recommander SMART Tunisie à « l'achat ».

Principaux multiples du marché actions*	2020	2021	2022e
P/E	10,1	9,5	8,4
Dividend yield	5,0%	5,6%	5,6%
P/B	1,4	1,4	1,2

* Données calculées sur la base des cours boursiers au 17 Février 2023.

Les opportunités et les facteurs de risque qui devraient peser sur le marché actions en 2023

Les opportunités

- Une étonnante résilience du secteur privé et l'adaptabilité de son management à la conjoncture
- Une croissance notable estimée de la masse bénéficiaire (+29,3%) de la cote en 2022 de la cote portée par les banques et la SFBT
- Des multiples incontestablement acheteurs pour le marché (un multiple de PER estimé de 8,4x pour 2022) et un rendement en dividende alléchant (un dividend yield 2022 estimé de 5,6%)
- La conclusion de l'accord avec le FMI
- La poursuite des introductions en bourse

Les facteurs de risque

- Un manque de visibilité politique et un contexte social tendu
- Un investissement en berne, des finances publiques exsangues, une croissance économique molle combinée à une inflation galopante (stagflation)
- Une politique monétaire restrictive qui limite l'effet de levier
- Une forte concurrence des placements monétaires et un assèchement de la liquidité
- Une augmentation de la pression fiscale sur les opérateurs économiques et un effet d'éviction exercé par les émissions récurrentes du Trésor

Le portefeuille type de Tunisie Valeurs: déjouer la stagflation !

- SFBT: le succès coule de source
- SAH Lilas: une montée à pas de géant
- Délice Holding: l'heure est à l'écrémage
- UNIMED: cap sur l'export
- Telnet Holding : investir dans les hautes technologies
- SOTIPAPIER: vers de nouveaux horizons
- SOTUVER: une valeur à fort potentiel
- TPR: une valorisation décotée
- MPBS: une diversification prometteuse
- BIAT
- UIB: quand croissance rime avec rigueur
- Attijari Bank: des marges de manœuvre confortables
- STAR: un titre de qualité
- SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'*IT* en Tunisie

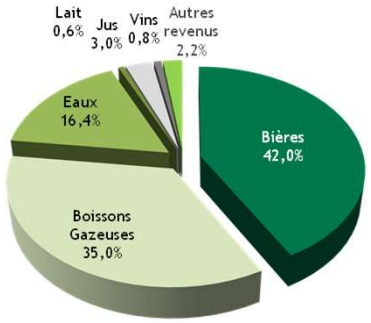
SFBT : le succès coule de source

Actionnariat

- Groupe Castel : 61,5%
- Groupe Poulina : 10,5%
- STAR : 5,0%
- Autres actionnaires: 23,0%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	3 440,3
PER 2023e	11,3x
EV/EBITDA 2022e	7,3x
Dividend yield 2022e	5,1%
Performance 2023	+3,0%

Structure du chiffre d'affaires du Groupe en 2021



Forces

- L'un des plus grands groupes agroalimentaires en Tunisie
- Une position de quasi-monopole sur le marché de la bière et des boissons gazeuses
- Une activité défensive peu sensible aux cycles économiques baissiers et une croissance « linéaire » des ventes
- Des fondamentaux solides avec une forte génération de cash flow (un matelas de trésorerie de 482,1MDt à fin 2021)
- Une activité large et diversifiée (boissons gazeuses, bière, jus, eau et vin) et une gamme de produits complète tout segment confondu
- Un portefeuille de marques à forte notoriété aussi bien sur le niveau national qu'international
- Un actionnaire de référence de renommée internationale (le Groupe « Castel » : un des plus grands groupes agro-alimentaires français)
- Un appareil productif substantiellement amorti. D'importantes barrières à l'entrée dans le secteur: secteur d'activité fortement capitalistique dissuasif pour la concurrence

Opportunités

- Une plus grande diversité de marques dans le segment bière et important potentiel pour la bière tunisienne à l'étranger notamment en Afrique
- Un fort intérêt pour l'eau embouteillée (le Groupe dispose d'une gamme de produits assez complète d'eau minérale)
- Une montée en puissance de l'activité jus dans les années à venir grâce aux efforts d'innovation avec le lancement d'une gamme de jus emballé en plastique et sans conservateur
- Une augmentation des prix des produits frais (les fruits et les desserts lactés), orientant le grand public vers les boissons gazeuses en substitution
- Une baisse du taux d'IS de 25% à 15% à partir de 2021. Il est à préciser que le taux d'imposition apparent du Groupe est de 17,1%, à fin 2021

Faiblesses

- Des interconnections inefficientes entre les différents pôles de distribution et de production du groupe
- Une insuffisance de communication sur la structure des coûts et des marges sous pression

Menaces

- Une concurrence des produits importés et des marques internationales
- Une introduction de nouvelles taxes sur l'alcool et sur le sucre. Une politique de suppression graduelle des subventions alourdissant la structure des coûts du Groupe comme la suppression des subventions sur le sucre depuis 2017
- Une détérioration du pouvoir d'achat en Tunisie et une situation exceptionnelle de pénurie et de renchérissement des matières premières à partir de l'année 2022

Opinion

- 2022 s'est inscrite sous le signe de la reprise pour la société mère du Groupe SFBT. Malgré la conjoncture économique difficile, la dégradation du pouvoir d'achat des ménages et la pénurie de plusieurs matières premières comme le CO^2 alimentaire et le sucre, les ventes ont affiché une croissance de 11,3% à 813,1MDt au niveau de le société mère et ce, en 2022. Il semble que la normalisation de l'activité de la restauration et des cafés et des habitudes de consommation des ménages et le retour des touristes grands consommateurs de bière locale aient alimenté la croissance de la société. Sur la période 2021-2022, 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. Du haut de sa capitalisation de plus de 3,4 milliards de dinars, la SFBT est sans doute la fierté du marché actions tunisien. Le Groupe devrait solliciter l'attention des investisseurs fébriles dans une conjoncture post-Covid dégradée où l'incertitude règne en maitre. La position de dominance de la SFBT, son business model défensif, sa solidité financière et sa bonne qualité du management en font l'investissement incontournable pour des investisseurs en quête d'actifs refuges.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	1 131,4	1 202,9	1 198,6	1 197,1	1 340,8	1 461,4
Progression	-	*6,3%*	*-0,4%*	*-0,1%*	*12,0%*	*9,0%*
Marge brute	509,3	556,2	610,8	626,7	687,8	749,7
Progression	-	*9,2%*	*9,8%*	*2,6%*	*9,8%*	*9,0%*
Taux de marge brute	45,0%	46,2%	51,0%	52,3%	51,3%	51,3%
EBITDA	304,5	343,9	396,2	395,1	441,6	481,4
Progression	-	*12,9%*	*15,2%*	*-0,3%*	*11,8%*	*9,0%*
Marge d'EBITDA	26,9%	28,6%	33,1%	33,0%	32,9%	32,9%
Résultat net part du groupe	177,3	210,9	210,6	251,0	279,9	304,7
Progression	-	*19,0%*	*-0,1%*	*19,2%*	*11,5%*	*8,9%*
Marge nette	15,7%	17,5%	17,6%	21,0%	20,9%	20,8%

SAH Lilas: une montée à pas de géant

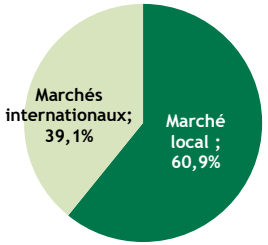
Actionnariat

- JM Holding* : 52,1%
- ECP: 5,5%
- Autres actionnaires: 42,4%

* Holding contrôlé par Mme Jalila MEZNI.

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	735,1
PER 2023e	13,8x
EV/EBITDA 2022e	7,1x
Dividend yield 2022e	3,3%
Performance 2023	-1,1%

Répartition des revenus du Groupe en 2022



Forces

- Une marque bien positionnée sur ses différents marchés et une large notoriété
- Une présence dans une vingtaine de pays africains et un leadership confirmé en Tunisie, Libye, Mauritanie et Congo conférant à SAH Lilas un pouvoir de marque
- Une gamme de produits diversifiés et des produits complémentaires permettant une présence dans le panier des consommateurs
- Une diversification des sites de production : Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal
- Un département Recherche & Développement permettant de se positionner sur des marchés à forte valeur ajoutée et d'assurer une veille technologique
- Un réseau de distribution performant et puissant (le nerf de la guerre dans les produits de grande consommation)
- Des stratégies de diversification, d'internationalisation et d'intégration en amont créatrices de valeur ajoutée et l'atteinte d'une taille critique valant au Groupe de concurrencer les mastodontes africains du métier
- Un actionnariat institutionnalisé avec la présence d'investisseurs étrangers dans le tour de table et une gouvernance qui se modernise

Opportunités

- Une pénétration des marchés de l'Afrique Subsaharienne de l'Ouest et de l'Est dont le potentiel de croissance est immense, grâce à la création récente d'unités industrielles en Côte d'Ivoire et au Sénégal et au démarrage des exportations au Kenya et en Ouganda depuis Octobre 2020
- Une montée en capacité (extension de l'usine d'Ouate de Cellulose et de SAH Tunisie) et lancement de l'activité des détergents avec d'importantes synergies logistiques et commerciales
- Un potentiel de croissance inexploité en Tunisie , dans les pays du Maghreb et en Afrique subsaharienne (marchés fortement fragmentés avec des taux de natalité élevés, une urbanisation croissante et une occidentalisation du mode de vie)
- Une amorce du processus de désendettement du Groupe grâce à la recapitalisation réalisée en 2019 (une levée de 50MDt), à l'atteinte de l'activité « Détergents » de son rythme de croisière et au redressement des cash-flows
- Une pénétration prochaine du segment des produits cosmétiques qui devrait profiter de synergies opérationnelles et commerciales avec les autres entités du Groupe

Faiblesses

- Un faible taux d'encadrement du personnel
- Quelques filiales n'ont pas encore atteint leur seuil de rentabilité (SAH Côte D'ivoire, Azur Détergent, SAH Maroc, SAH Algérie)

Menaces

- Un renchérissement des prix des matières premières importées et des fluctuations importantes sur le marché des changes
- Une forte concurrence étrangère et l'occurrence de perturbations logistiques caractéristiques de la période post-covid

Opinion

- L'année 2022 a été une excellente année en termes de croissance de revenus et de rentabilité grâce en particulier à la forte hausse des ventes régionales de 46,4%. Au 31 Décembre 2022, les revenus nets consolidés cumulés ont atteint 862,9MDt, en hausse de 28,7% à par rapport à 2021. Au terme des six premiers mois de 2022, SAH a enregistré une consolidation de sa rentabilité d'exploitation avec un résultat d'exploitation en hausse de 13,1% à 34,7MDt. Côté rentabilité nette, SAH a pu stabiliser son résultat net part du groupe à 13,3MDt, comparativement au S1 2021. Le management de SAH confirme ses prévisions de croissance profitable pour l'année 2022 et les années d'après. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain et profondément marqué par l'inflation et la pénurie des matières premières et les perturbations logistiques, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux. Dans une conjoncture malmenée par la crise, le titre représente une opportunité d'investissement intéressante à bien des égards. Il s'agit d'une valeur défensive et de croissance, d'une valeur internationale et d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels en quête de « Blue chips ». SAH Lilas continue à distribuer des dividendes, envoyant un signal fort au marché que le Groupe est bien disposé à entamer une phase de génération de cash-flows, et de désendettement et qu'il est sur le point de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	440,4	560,1	624,6	670,5	862,9	940,6
Progression	-	*27,2%*	*11,5%*	*7,4%*	*28,7%*	*9,0%*
Marge brute	113,6	208,2	261,4	272,7	336,5	376,2
Taux de marge brute	25,8%	37,2%	41,8%	40,7%	39,0%	40,0%
EBITDA	62,1	81,3	110,3	102,4	135,9	164,1
Progression	-	*30,9%*	*35,7%*	*-7,2%*	*32,7%*	*20,7%*
Marge d'EBITDA	14,1%	14,5%	17,7%	15,3%	15,8%	17,5%
Résultat net part du groupe	22,8	23,0	30,6	16,2	35,5	53,3
Progression	-	*0,8%*	*33,4%*	*-47,0%*	*118,6%*	*50,3%*
Marge nette	5,2%	4,1%	4,9%	2,4%	4,1%	5,7%

Acheter (+)

Délice Holding: l'heure est à l'écrémage

TunisieValeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

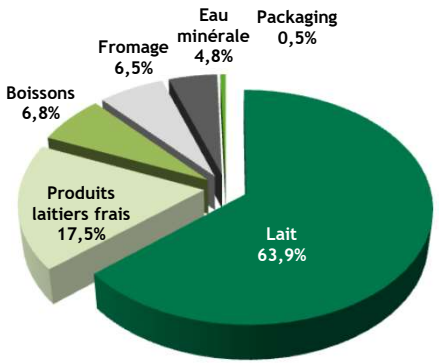
Actionnariat

- Société MEDDEB CONSULTING*: 85,0%
- Société Agricole El Hadayek: 6,1%
- Autres actionnaires: 8,9%

* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB.

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	653,9
PER 2023e	8,3x
EV/EBITDA 2022e	4,3x
Dividend yield 2022e	3,4%
Performance 2023	-7,5%

Structure du chiffre d'affaires consolidé en 2021



Forces

- Une position de leader sur quatre segments de marché (lait, yaourt, jus et desserts) et de challenger sur le segment du fromage
- Une marque bien positionnée, une large notoriété et une qualité des produits certifiée
- Un groupe intégré et disposant d'un outil de production implanté sur des sites « laitiers » stratégiques
- Une offre de produits bien segmentée et une force de distribution (une large flotte de véhicules de distribution propres)
- Des partenariats avec des géants de l'industrie agroalimentaire en Tunisie et à l'étranger (Danone et Savencia)
- Un climat social serein et une politique de fidélisation du personnel
- Une grande capacité de production et de stockage avec une capacité d'investissement importante. La taille critique du Groupe est une barrière à l'entrée de la concurrence
- Un endettement maitrisé (un gearing de 32,3% à fin 2021) et une importante manne financière pour financer le cycle d'exploitation et les investissements

Opportunités

- Une meilleure maitrise de la chaine de valeur en amont: partenariats avec les éleveurs
- Des perspectives de développement intéressantes des marchés à l'export et essentiellement les pays limitrophes (marchés libyen et algérien)
- Des marchés de lait et dérivés et des boissons à base de fruit porteurs avec une consommation par habitant faible comparée à d'autres pays développés
- Une stratégie orientée vers la montée en capacité, l'innovation et les produits à plus forte valeur ajoutée: les produits frais, les desserts et des boissons dans de nouvelles formes de packaging (comme les bouteilles en plastique aseptisé)
- Une entrée en force sur le marché de l'eau minérale grâce à la forte notoriété de la marque Délice et au réseau de distribution bien rodé
- Une libéralisation inévitable à long terme du prix du lait mais sans visibilité aujourd'hui et une baisse du taux de l'IS de 25% à 15% à partir de 2021

Faiblesses

- Une exposition importante à l'activité lait. Une activité qui connait des difficultés structurelles présentement en raison d'un prix contrôlé et subventionné par les pouvoirs publics à la production et à la consommation
- La consommation du lait en Tunisie reste caractérisée par une saisonnalité importante, qui va à l'encontre de celle de la production. Une capacité de collecte et de transformation limitée pour le secteur pendant la période de haute lactation
- Un tissu de production du lait dominé par les petits éleveurs (à hauteur de 80%) sensibles aux conditions météorologiques et une filière peu productive par rapport aux standards internationaux

Menaces

- Une intensification de la concurrence avec l'entrée d'un nouvel acteur sur le marché « Natilait » depuis 2015
- Une hausse des prix des matières premières importées qui risque de pénaliser les marges
- Une concurrence informelle du lait en vrac et une législation rigoureuse et contraignante

Opinion

- Malgré la crise que traverse actuellement le secteur laitier en Tunisie (les prix du lait au niveau de la production n'ont pas évolué depuis Avril 2021, malgré la hausse sans précédent des prix de l'alimentation bovine, de l'assemblage et des fournitures de fabrication, entraînant une baisse des quantités de lait acceptées au niveau des usines estimée entre 20 et 30%), Délice a réussi à naviguer dans un bon rythme de croisière (une hausse du chiffre d'affaires de 8,3% en 2022) grâce à la diversité de ses métiers et à ses importantes capacités logistiques et de stockage. Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme de produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2022 devrait inaugurer une nouvelle phase de croissance prometteuse pour le fleuron de l'industrie laitière en Tunisie. 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.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	851,8	978,8	1 078,0	1 186,2	1 284,2	1 361,2
Progression	-	*14,9%*	*10,1%*	*10,0%*	*8,3%*	*6,0%*
Marge brute	205,9	251,2	294,2	326,6	355,7	374,3
Progression	-	*22,0%*	*17,1%*	*11,0%*	*8,9%*	*5,2%*
Taux de marge brute	24,2%	25,7%	27,3%	27,5%	27,7%	27,5%
EBITDA	84,5	106,7	134,9	141,3	151,9	158,0
Progression	-	*26,3%*	*26,4%*	*4,7%*	*7,5%*	*4,0%*
Marge d'EBITDA	9,9%	10,9%	12,5%	11,9%	11,8%	11,6%
Résultat net part du groupe	30,9	46,5	57,8	70,4	75,6	79,2
Progression	-	*50,6%*	*24,3%*	*21,7%*	*7,5%*	*4,8%*
Marge nette	3,5%	4,4%	5,4%	6,1%	6,0%	6,0%

Acheter (+)

Unimed: cap sur l'export

TunisieValeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

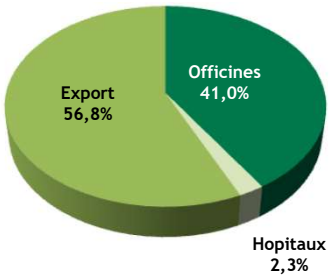
Actionnariat

- Premium Holding*: 40,8%
- M. Ridha CHARFEDDINE: 29,2%
- Ekuity Capital : 12,3%
- Autres actionnaires: 17,7%

* Holding contrôlé par M. Ridha CHARFEDDINE.

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	227,2
PER 2023e	22,1x
EV/EBITDA 2022e	11,7x
Dividend yield 2022e	5,7%
Performance 2023	-0,3%

Répartition des revenus (en 2022)



Forces

- Un acteur de référence sur le segment des 'injectables et collyres' avec une part de marché proche de 30%
- Une business model « générique » (70% des produits fabriqués) réduisant la dépendance vis-à-vis des partenaires étrangers
- Des barrières à l'entrée importantes : secteur fortement réglementé, un environnement sanitaire sensible et une industrie capitalistique
- Un laboratoire jouissant de plusieurs certifications et agréments internationaux et appliquant des technologies conformes aux normes européennes: un atout indéniable pour la conquête de l'export
- Une activité R&D dynamique, permettant le développement de nouveaux produits et l'étoffement continu du portefeuille des AMM
- Un équipement moderne, une maitrise du processus de production et une forte notoriété sur le marché local et international
- Des produits à forte valeur ajoutée avec des niveaux de rentabilité qui se comparent favorablement aux standards de l'industrie aussi bien au niveau national qu'international: une marge d'EBITDA supérieure à 30%, en moyenne sur les quatre dernières années, parmi les plus élevées de la cote
- Une structure financière saine (un gearing de 22,4% en 2021) avec un matelas de trésorerie confortable permettant d'autofinancer une bonne partie des investissements

Opportunités

- Un potentiel de croissance important du secteur pharmaceutique particulièrement à l'export que la société se prépare à accompagner par les investissements de capacité et d'automatisation. Il s'agit d'un projet d'investissement de 60MDt qui a été achevé en 2022 et qui devrait permettre à Unimed d'élargir sa gamme de production, d'une part, et d'augmenter sa capacité de production de produits à forte valeur ajoutée, d'autre part.
- La société a opté pour une stratégie d'internationalisation. A ce titre, des démarches préliminaires ont été entamées avec des fonds d'investissement y compris le fonds East Lane Partners, et ce afin 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.
- Une diversification des marchés à l'export: des contrats ont été conclus avec de nouveaux clients et sur de nouveaux marchés dans la région MENA (l'Irak, le Soudan, la Jordanie, les Émirats Arabes Unis et le Qatar) et en Afrique (le Mali).
- Avec le retrait de l'actuel Directeur Général et actionnaire de référence de la société, M. Ridha CHARFEDDINE de la vie politique et associative et la disparition de toute situation éventuelle de conflit d'intérêt, les ventes avec la PCT devraient reprendre, à partir de 2022, selon le management.

Faiblesses

- Des prix administrés sur le marché local, laissant une faible marge de manœuvre en termes d'évolution des prix et un processus d'enregistrement des AMM dans les pays étrangers assez long

Menaces

- Une exposition au risque de change qui pénalise le coût d'approvisionnement de la société. Une situation qui reste toutefois globalement maitrisée grâce au maintien des prix de vente à l'export en devises
- Une activité concurrentielle, particulièrement à l'export

Opinion

- L'année 2022 est un accident de parcours pour Unimed. Le spécialiste des produits stériles a enregistré une détérioration de sa rentabilité malgré la bonne orientation de son top line. En 2022, les ventes de l'entreprise ont augmenté de 14% à 96,4MDt. La détérioration de la rentabilité est perceptible dans les états financiers du premier semestre de 2022, à travers l'érosion des marges (une diminution du taux de marge brute de 5,2 points de pourcentage à 53,4% et une baisse de la marge EBITDA de 9,4 points de pourcentage à 21,9% au 30 Juin 2022) et la baisse du bénéfice net (un bénéfice net de 1,4MDt au 30 juin 2022 contre 5MDt un an plus tôt). Cette baisse de la rentabilité est due à la conjonction de plusieurs facteurs défavorables : la force du dollar américain, l'augmentation des prix des matières premières, la hausse des coûts logistiques. Compte tenu des niveaux de valorisation actuels d'Unimed, le choc de Covid-19 et la baisse de régime de 2022 sont consommés par le marché. Nous considérons Unimed comme une opportunité d'investissement intéressante à moyen terme. 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 la conjoncture actuelle morne. Le rétablissement des relations commerciales avec la PCT, l'achèvement du projet d'extension de capacité et d'automatisation et l'augmentation continue des exportations donneront à l'entreprise une nouvelle dimension.

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	87,1	107,2	91,0	84,5	96,4	137,0
Progression	-	*23,1%*	*-15,1%*	*-7,2%*	*14,0%*	*42,2%*
Marge brute	53,3	61,1	49,6	48,7	51,5	72,6
Progression	-	*14,7%*	*-18,9%*	*-1,7%*	*5,6%*	*41,1%*
Taux de marge brute	61,2%	57,0%	54,4%	57,7%	53,4%	53,0%
EBITDA	31,2	36,0	23,9	23,9	21,5	29,1
Progression	-	*15,4%*	*-33,6%*	*0,3%*	*-10,2%*	*35,3%*
Marge d'EBITDA	35,8%	33,6%	26,2%	28,3%	22,3%	21,2%
Résultat net	18,4	17,7	7,0	8,7	5,6	10,3
Progression	-	*-3,6%*	*-60,5%*	*24,7%*	*-36,2%*	*85,3%*
Marge nette	21,1%	16,5%	7,7%	10,3%	5,8%	7,5%

Acheter (+)

Telnet Holding: investir dans les hautes technologies

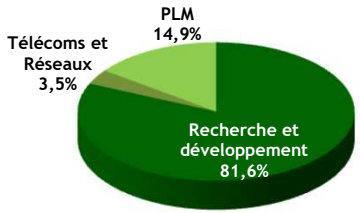
TunisieValeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

Actionnariat

- Hikma Participations: 42,0%
- Autres actionnaires: 58,0%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	88,2
PER 2023e	8,5x
EV/EBITDA 2022e	5,8x
Dividend yield 2022e	6,9x
Performance 2023	-5,3%

Structure du chiffre d'affaires consolidé (2022)



Forces

- Un groupe totalement exportateur qui réalise la majorité de ses revenus en devises fortes (substantiellement en euros)
- Un positionnement forte valeur ajoutée (forte exposition à l'activité recherche et développement, à hauteur de 81,6%, à fin 2022) et un savoir faire reconnu dans les technologies de pointe
- Un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût
- Un carnet de clientèle stable et de renommée internationale (Worldline, Softathome, CETIM et DASSAULT)
- Des partenariats et des relations privilégiés avec les laboratoires de recherches en Tunisie et à l'étranger
- Des fondamentaux robustes, une bonne rentabilité et une structure financière saine
- En mode télétravail depuis l'application du confinement général en Tunisie, l'activité du Groupe a été faiblement impactée par la crise sanitaire de la Covid-19

Opportunités

- Un secteur d'activité (NTIC) en pleine effervescence et suscitant un vif intérêt de la part des autorités tunisiennes
- La consolidation du cœur de métier et des projets actuels avec les partenaires historiques en France comme INGENICO, CAPGEMINI, et CETIM France (à travers le lancement d'une nouvelle activité de conception de bancs d'essais mécaniques)
- Une stratégie axée sur une poursuite de l'internationalisation et la montée en compétence technologique pour se positionner sur la voiture électrique, la robotique, les satellites et les drones: le démarrage de « l' activité Satellites » (le lancement réussi du premier nanosatellite de Telnet en Mars 2021) et la concrétisation du projet drone avec le partenaire japonais FUJI IMVAC (fabrication du premier prototype de drones en 2020)
- Lancement de l'intelligence artificielle et du cloud computing qui sera piloté par la filiale américaine « Telnet Corporation INC » implantée à la Silicon Valley depuis 2019
- La crise de la Covid-19 va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, télétravail, paiements digitaux, utilisation de logiciels. Autant d'activités sur lesquelles le Groupe est bien positionné aujourd'hui

Faiblesses

- Une relative concentration des clients (une exposition élevée au Groupe SAFRAN) et une présence faible sur les marchés autres que le marché français

Menaces

- Une forte concurrence de l'Inde, de l'Egypte, du Maroc et des pays de l'Europe de l'Est dans les nouvelles technologies. Une forte concurrence des SSII dans le métier qui jouissent d'une structure de charges plus légère
- Une exposition au risque de change (appréciation du dinar)

Opinion

Le Groupe a affiché au terme de l'exercice 2022 un bilan contrasté: une progression notable du top line (+15,7% à 57,1MDt) et une dégradation des marges (une marge d'EBITDA passant de 25,7% à fin 2021 à 19,1% en 2022) en raison d'une hausse des charges d'exploitation supérieure à celle des produits d'exploitation. La crise de la Covid-19 va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, Télétravail, paiements digitaux et utilisation de logiciels. Autant d'activités sur lesquelles le Groupe Telnet est bien positionné aujourd'hui. Le spécialiste de la recherche et développement en ingénierie produit dispose de tous les atouts nécessaires pour saisir les nouvelles opportunités de croissance dans un secteur en pleine effervescence: un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût, un carnet de clientèle stable et de renommée internationale et des relations privilégiées avec les laboratoires de recherche en Tunisie et à l'étranger. La valorisation du titre nous semble tentante pour une valeur technologique, sur la base du périmètre actuel de Telnet et comparativement à la médiane internationale. Par ailleurs, les nouveaux projets devraient donner un nouvel élan au Groupe sur le long terme. Nous réitérons notre opinion à « l'Achat » sur Telnet au regard de ce potentiel de croissance, de la qualité des fondamentaux et du profil « High Tech » du Groupe, tout en suivant de près l'impact de l'activité « satellites » sur les revenus et les marges du Groupe.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	40,4	43,8	40,6	49,4	57,1	66,3
Progression	-	*8,3%*	*-7,2%*	*21,5%*	*15,7%*	*16,0%*
Marge brute	33,6	35,7	34,0	43,1	49,3	57,8
Progression	-	*6,2%*	*-4,9%*	*26,7%*	*14,5%*	*17,3%*
Taux de marge brute	83,1%	81,5%	83,6%	87,2%	86,3%	87,3%
EBITDA	7,6	8,4	8,2	12,7	10,9	13,9
Progression	-	*11,2%*	*-2,4%*	*54,4%*	*-13,9%*	*27,5%*
Marge d'EBITDA	18,7%	19,2%	20,2%	25,7%	19,1%	21,0%
Résultat net part du groupe	9,5	4,4	7,1	9,1	8,0	10,4
Progression	-	*-53,7%*	*63,2%*	*26,8%*	*-11,7%*	*29,9%*
Marge nette	23,4%	10,0%	17,6%	18,4%	14,0%	15,7%

Acheter (+)

SOTIPAPIER : vers de nouveaux horizons

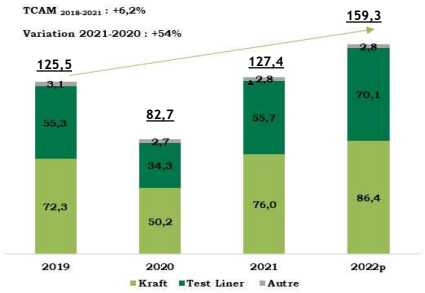
TunisieValeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

Actionnariat

- RECALL HOLDING: 33,8%
- S&S Ellis Holding : 17,7%
- Autres actionnaires : 48,5%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	181,8
PER 2023e	6,1x
EV/EBITDA 2022e	4,4x
Dividend yield 2022e	7,3%
Performance 2023	-3,4%

Evolution du chiffre d'affaires (en MDt)



Forces

- Position quasi-monopolistique sur le marché du papier Kraft (70% de part de marché)
- Position confortable sur le marché du Testliner (30% de part de marché)
- Une structure bilantielle solide (gearing 35% en 2021) et une activité structurellement génératrice de cash
- L'achèvement avec succès d'un vaste plan de développement ayant permis de mettre à niveau l'outil de production, d'améliorer la qualité des produits finis et de doubler la capacité et monter en valeur dans la ligne de Testliner (de 25 000 tonnes à 50 000 tonnes)
- A partir de 2022 et jusqu'en 2026, le papetier entamera une nouvelle phase d'augmentation de sa capacité de production à 80 000 tonnes/an contre une capacité de croisière actuelle de 60 000 tonnes/an

Opportunités

- La flambée du cours du papier qui s'est poursuivie en 2022 et qui devrait se poursuivre en 2023, est de nature à améliorer les revenus et les marges du papetier, en mesure de réviser à la hausse ses prix sur le marché local
- Le secteur du papier d'emballage est devant une décennie exceptionnelle profitant de nouveaux leviers favorisant sa croissance, à savoir le e-commerce et la substitution du plastique
- La signature d'un accord avec la firme panafricaine d'investissement « Sango Capital » pour une prise de participation majoritaire (52%) dans le capital de SOTIPAPIER et la sortie progressive de Swicorp du capital devront constituer un fort catalyseur pour le titre. Ces deux annonces envoient un fort signal positif quant aux perspectives prometteuses et le potentiel de croissance de l'industriel. Les nouveaux acquéreurs ambitionnent, à terme, de faire de SOTIPAPIER un projet phare et le pivot d'une plateforme panafricaine de l'industrie du papier et carton d'emballage et d'établir des partenariats stratégiques et des synergies à l'échelle africaine

Faiblesses

- L'exacerbation de la facture énergétique (augmentation des prix depuis 2018)
- La cyclicité de l'activité, fortement exposée aux fluctuations des matières premières notamment la pâte à papier, et sa dépendance au marché local demeurent les deux principales carences de SOTIPAPIER

Menaces

- Le marché du Testliner est plus concurrentiel avec une forte présence étrangère (plus de la moitié du marché est servi par les importations) et une concurrence locale (le Groupe Poulina, depuis 2011)
- Corrélation avec le secteur immobilier en difficulté et notamment avec le secteur cimentier, le débouché principal du papier Kraft

Opinion

- Après avoir été frappé de plein fouet en 2020 par la pandémie Covid-19, le leader national en papier a retrouvé les années de croissance à deux chiffres depuis 2021. La flambée du prix du papier a débuté en 2021 et s'est poursuivi en 2022. Le management a été en mesure de maintenir un niveau élevé des ventes et de répercuter intégralement les hausses des prix de ses intrants sur ses prix de vente. Sur l'année 2022, le résultat net du groupe devrait se situer aux alentours de 28,1MDt. Le Conseil du Marché Financier a décidé, en date du 13 Février 2023, de soumettre les sociétés acquéreuses agissant de concert : « S&S ELLIS HOLDING » et « SANGO ELLIS S.A » à une Offre Publique d'Achat Obligatoire portant sur le reste du capital de la Société Tunisienne Industrielle du Papier et du Papier Carton -SOTIPAPIER-, soit 6 896 251 actions représentant 24,47% du capital de la société. Le prix de l'offre est fixé à 6,340Dt par action. Suite aux engagements pris par les deux actionnaires «Value Consulting» et «Swicorp Conseil et Investissement» détenant respectivement une part de 19,28% et 4,71%, de ne pas vendre leurs actions dans le cadre de cette opération, la société « SOTIPAPIER » demeurera cotée sur le marché principal de la cote de la Bourse de Tunis et son retrait n'est pas envisageable suite à cette opération. L'OPA et la sortie progressive de Swicorp et de Value Consulting du capital de SOTIPAPIER couplées à la valorisation abordable de la société sur le marché (PE 2022e de 6,4x et EV/EBITDA 2022e de 4,4x), envoient un signal positif quant aux perspectives prometteuses et le potentiel de croissance de l'industriel et représentent un fort catalyseur pour le titre en bourse.

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	106,6	125,5	82,7	127,4	159,3	170,4
Progression	-	*17,7%*	*-34,1%*	*54,1%*	*25,0%*	*7,0%*
Dont Kraft	65,9	68,9	50,2	76	86,4	-
Dont TestLiner	40,9	53,4	34,3	55,7	70,1	-
Marge Brute	37,0	47,0	25,1	45,8	62,0	66,4
Taux de marge Brute	34,7%	37,5%	30,4%	35,9%	38,9%	39,0%
EBITDA	25,0	33,3	13,1	31,6	45,2	48,1
Progression	-	*33,2%*	*-60,7%*	*141,2%*	*43,0%*	*6,4%*
Marge d'EBITDA	23,5%	26,5%	15,8%	24,8%	28,4%	28,2%
Résultat net part du groupe	14,7	21,3	1,6	18,6	28,1	29,7
Progression	-	*44,9%*	*-92,5%*	-	*51,1%*	*5,7%*
Marge nette	13,8%	16,9%	1,9%	14,6%	17,6%	17,4%

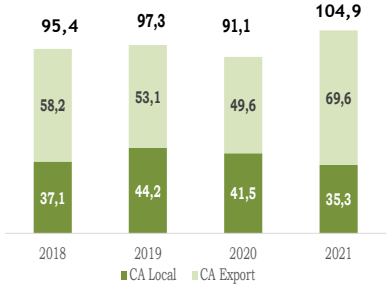
SOTUVER : une valeur à fort potentiel

Actionnariat

- Groupe BAYAHI: 83,3%
- Autres actionnaires : 16,7%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	369,3
PER 2023e	9,3x
EV/EBITDA 2022e	7,2x
Dividend yield 2022e	4,2%
Performance 2023	+8,9%

Evolution du chiffre d'affaires consolidés (en MDt)



Forces

- SOTUVER est l'embouteilleur de référence sur le marché local (position monopolistique avec une part de marché de 80%)
- Acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée (plus de 200 références) et une expertise reconnue depuis plusieurs années
- Importante capacité de production (600 tonnes par jour) comparée au pays méditerranéen, grâce à l'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice d'une capacité de 300 tonnes par jour
- Les efforts de diversification des marchés à l'export (Afrique et Moyen Orient) permettant d'atténuer les incertitudes sur le marché algérien
- Une structure financière saine (gearing de 44% en 2021)

Opportunités

- L'obtention des homologations Heineken et Lesieur constitue une niche d'entrée sur les marchés internationaux
- Le lancement de deux projets concernant la substitution du fuel par le Pet-Coke et la production de l'électricité à travers les panneaux photovoltaïques devrait alléger à terme la facture énergétique de l'industriel
- Les augmentations successives des capacités de production et le projet d'installation d'un troisième four et d'une nouvelle ligne triple gouttes ont permis au Groupe de répondre aux besoins de leurs anciens et nouveaux partenaires
- L'investissement de 150MDt dans une nouvelle entité de production destinée exclusivement à l'export (SGI), a doublé la capacité de production de l'industriel, lui permettant de mieux répondre à la demande grandissante à l'export et d'atteindre notamment à partir de 2023 de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité
- Forte reprise de la demande internationale sur l'emballage en verre pour des raisons écologiques et sanitaires

Faiblesses

- En attendant le passage définitif au Pet-Coke, les marges de l'industriel demeureront sous pression en raison du coût élevé de l'énergie

Menaces

- Contexte économique local en berne
- Perturbations sur le marché algérien
- Exposition à la fluctuation des prix du gaz naturel

Opinion

- 2021 a été un bon cru pour le verrier tunisien. Porté par l'envolée des ventes à l'export, le chiffre d'affaires de l'embouteilleur SOTUVER s'est hissé de 15,2% pour atteindre un chiffre record de 104,9MDt. Le résultat consolidé s'est établi à 19,9MDt contre 10,7MDt, en hausse de 85% par rapport à 2020.
- A fin Décembre 2022, les réalisations du verrier ont été fort encourageantes. Le chiffre d'affaires de la société s'est accru de 49% pour atteindre à 159,9MDt. La consolidation par intégration globale de SGI, permettrait à la SOTUVER de connaître, notamment à partir de 2023, de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité. Détenue à hauteur de 11% par SOTUVER SA, le résultat net revenant à la société consolidante évoluerait à une moindre mesure (tient compte uniquement de 11% des bénéfices de la nouvelle entité jusqu'en 2026, date de sortie des SICARs du capital de la SGI).
- Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe sur le court terme, notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur.

Chiffres consolidés (en MDt)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Revenus	95,4	97,3	91,1	104,9	160	238,1
Progression	-	*2,0%*	*-6,4%*	*15,1%*	*52,5%*	*48,8%*
Marge brute	46,0	41,4	45,4	54,1	79,3	118,1
Progression	-	*-10,0%*	*9,7%*	*19,2%*	*46,6%*	*48,9%*
Taux de marge brute	48,2%	42,5%	49,8%	51,6%	49,6%	49,6%
EBITDA	30,4	26,3	27,7	36,6	56,7	87,9
Progression	-	*-13,5%*	*5,3%*	*32,1%*	*54,9%*	*55,0%*
Marge d'EBITDA	31,9%	27,0%	30,4%	34,9%	35,4%	36,9%
Résultat net part du groupe	17,4	11,6	10,7	20	29,5	39,6
Progression	-	*-33,3%*	*-7,8%*	*86,9%*	*47,5%*	*34,2%*
Marge nette	18,2%	11,9%	11,7%	19,1%	18,4%	16,6%

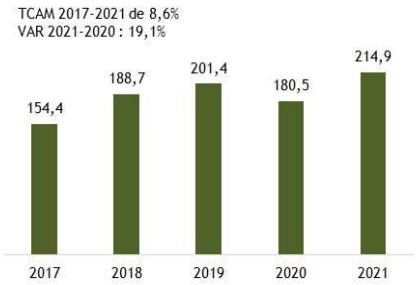
TPR : une valorisation décotée

Actionnariat

- Famille BAYAHI: 35,6%
- CFI: 39,7%
- Lloyed Tunisien: 8,5%
- Autres actionnaires: 16,2%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	205,0
PER 2023e	7,5x
EV/EBITDA 2022e	5,7x
Dividend yield 2022e	7,3%
Performance 2023	-1,4%

Evolution du chiffre d'affaires de TPR



Forces

- TPR est le leader sur le marché local des profilés en aluminium avec une part de marché de 65%
- La position de leader sur le marché permet à l'extrudeur d'afficher une résilience appréciable de ses revenus, et ce en dépit d'un environnement globalement défavorable
- Les marchés européens à très forte valeur ajoutée permettent d'immuniser les marges de TPR à l'export puisque les prix de vente sont indexés aux cours du LME
- Un bilan solide (un faible gearing de 7% en 2021) et une génération de cash-flows régulière

Opportunités

- La filiale algérienne PROFAL MAGHREB représente un levier de croissance pour le Groupe
- L'investissement de 12MDt pour un matériel de traitement de surface permettrait au profileur d'aluminium de réduire ses coûts d'énergie et de servir de nouveaux marchés, notamment le secteur automobile
- Les trois filiales (TPR Glass, TPR Color, TPR Anodal), nouvellement créées (entrées en exploitation en 2022) serviront à améliorer le taux d'intégration vertical du Groupe et d'amortir la hausse des coûts des intrants

Faiblesses

- L'appréciation du dinar est de nature à décélérer les ventes à l'export de la société entrainant un effet de change moins favorable
- Le renchérissement du prix international de l'aluminium affecte les marges du profileur d'aluminium sur le marché local

Menaces

- Une concurrence étrangère déloyale, commercialisant un produit contrefait sous le nom de TPR
- La crise immobilière et les difficultés budgétaires de la Tunisie pèsent sur les perspectives de croissance de l'extrudeur sur le marché local

Opinion

- L'année 2021 a été marquée par une forte reprise de l'activité sur le marché local et une stabilité des ventes à l'export. Cependant, la profitabilité de l'extrudeur a été mise à rude épreuve en raison du renchérissement du prix international de l'aluminium.
- TPR a su remonter la pente en 2021, affichant un chiffre d'affaires record. Les revenus du groupe ont bondi de 19,1% à 214,9MDt. Toutefois, le Bottom line s'est inscrit en retrait de -10,2% à 19,1MDt. Un retrait expliqué par la baisse des marges et l'aggravation des charges financières nettes.
- 2022 a été une année sous de meilleurs auspices. Le chiffre d'affaires de la société TPR s'est hissé de 35%, franchissant pour une fois, la barre des 200MDt grâce à une forte croissance attendue et déjà amorcée aussi bien des ventes locales que des ventes à l'export. En 2022, le management s'attend à un résultat net de 25MDt en 2022.
- Le groupe affiche aujourd'hui des niveaux de valorisation attractifs (un PE2023e de 7,5x et un EV/EBITDA 2022e de 5,7x). La reprise attendue des ventes locales et des ventes à l'export, les bons fondamentaux du groupe, sa distribution généreuse et ses niveaux de valorisation attractifs, sont autant d'atouts qui réconfortent notre recommandation à « l'achat » sur le titre.

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	188,7	201,4	180,5	214,9	283,6	303,5
Progression	-	*6,7%*	*-10,4%*	*19,1%*	*32,0%*	*7,0%*
dont local	116,7	127,6	121,2	153	206,6	221,1
Progression	-	*9,3%*	*-5,0%*	*26,2%*	*35,0%*	*7,0%*
dont export	72	73,8	59,3	61,9	77	82,4
Progression	-	*2,5%*	*-19,6%*	*4,4%*	*24,4%*	*7,0%*
Marge brute	58,8	76,5	66,8	73,7	87,9	94,0
Progression	-	*30,1%*	*-12,7%*	*10,3%*	*19,3%*	*6,9%*
Taux de marge brute	31,2%	38,0%	37,0%	34,3%	31,0%	31,0%
EBITDA	28,6	42,1	31,1	32,1	40,3	43,4
Progression	-	*47,2%*	*-26,1%*	*3,2%*	*25,5%*	*7,7%*
Marge d'EBITDA	15,2%	20,9%	17,2%	14,9%	14,2%	14,3%
Résultat net part du groupe	19,8	21,7	21,2	19,1	25,0	27,2
Progression	-	*9,6%*	*-2,3%*	*-10,1%*	*30,9%*	*8,8%*
Marge nette	10,5%	10,8%	11,7%	8,9%	8,8%	9,0%

Acheter (+)

MPBS : une diversification prometteuse

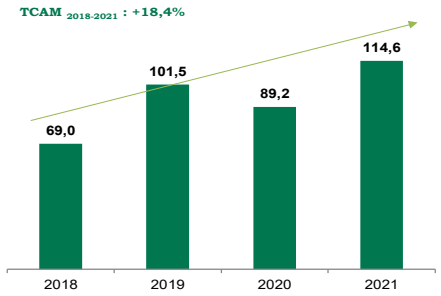
TunisieValeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

Actionnariat

- Famille SELLAMI: 63,1%
- Autres actionnaires : 36,9%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	43,2
PER 2023e	5x
EV/EBITDA 2022e	3,5x
Dividend yield 2022e	4,8%
Performance 2023	-12,0%

Evolution des ventes consolidées



Forces

- Acteur de référence dans le secteur de production de panneaux de bois avec une part de marché de 30%
- Des efforts d'investissement privilégiant les technologies avancées et touchant de nouvelles catégories de produits
- Le recentrage sur les activités à plus fortes valeurs ajoutées comme les panneaux plaqués, le panneaux acryliques et les panneaux synchronisés a été fructueux
- MPBS réduit son exposition à l'industrie du bois à travers des participations majoritaires dans deux filiales : HABITAT (spécialisée dans le commerce de parquets et de portes de sécurité) et SPECTRA (installation de panneaux photovoltaïques). Ces deux filiales contribuent d'une manière non négligeable aux résultats du Groupe (de 25% à 30%).
- Une structure financière solide (gearing de 43% en 2021) et un BFR maîtrisé

Opportunités

- Une demande croissante sur le marché, le panneau de bois étant de plus en plus apprécié pour son rapport qualité prix, comparativement au bois
- Un potentiel de croissance important sur le segment des panneaux plaqués, sur lequel MPBS est leader
- MPBS a acquis des participations majoritaires dans trois sociétés opérant dans le secteur du bois à savoir : « CBM : « Comptoir des bois et matériaux », « MBS : Maison du Bois du Sud » et « SCIAF : Scierie Africaine », ce qui a créé un effet taille et des synergies positives
- Un potentiel à l'export sur les marchés limitrophes (Algérie et Libye)

Faiblesses

- Une activité export qui peine encore à décoller
- Absence de certification selon une norme internationale

Menaces

- Ralentissement du secteur du bâtiment et érosion du pouvoir d'achat des ménages
- Restrictions sur les crédits à la consommation
- Hausse du coût de la matière première suite à la dépréciation du dinar

Opinion

- En 2021, le Groupe MPBS a honoré ses promesses. Après une année fortement impactée par la crise sanitaire, le spécialiste des panneaux en bois a su rebondir, affichant un chiffre d'affaires en hausse de 28,4% à 114,6MDt, soit une hausse de 2% par rapport au budget et un résultat net de 7,9MDt, dépassant l'objectif fixé à 6,6MDt.
- En dépit du contexte local et international délicat, le manufacturier de bois table, en 2022, sur un chiffre d'affaires consolidé de 124,3MDt, en progression annuelle de 8,5%. Une croissance qui sera soutenue par le renforcement des ventes à l'export surtout avec la confirmation de l'ouverture du marché libyen et la consolidation du positionnement de l'industriel sur le marché local. Le management table sur un résultat net de l'ordre de 8,5MDt en 2022, soit une marge nette stable à 6,8%.
- Le respect du budget annoncé par le management de la société, ramène MPBS à un niveau de valorisation fort alléchant et réconforte notre opinion positive à l'« Achat » sur le titre.

Chiffres consolidés (MDt)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	69,0	101,5	89,2	114,6	124,3	130,5
Progression	20%	47%	-12%	28%	8%	5%
Marge brute	18,0	23,3	20,5	33,1	32,8	34,4
Progression	20%	29%	-12%	62%	-1%	5%
Taux de marge brute	26,1%	22,9%	23,0%	28,9%	26,4%	26,4%
EBITDA	8,7	10,1	7,8	18,1	17,7	18,4
Progression	32%	16%	-23%	132%	-2%	4%
Marge d'EBITDA	12,7%	10,0%	8,7%	15,8%	14,2%	14,1%
Résultat net part du groupe	3,5	2,9	0,8	7,9	8,2	8,6
Progression	25%	-17%	-74%	-	3%	6%
Marge nette	5,1%	2,9%	0,9%	6,9%	6,6%	6,6%

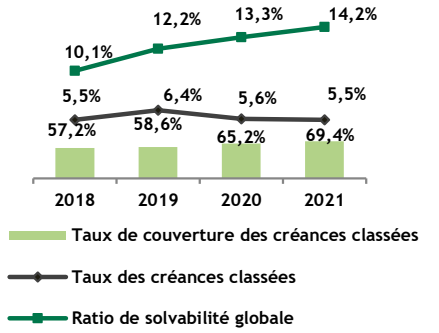
Actionnariat

- Groupe MABROUK: 38,6%
- Groupe MILAD: 13,1%
- Groupe TAMARZISTE: 9,3%
- Groupe HORCHANI: 7,1%
- Autres actionnaires: 31,9%

Source: BVMT

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	3 301,9
PER 2023e	7,6x
P/B 2022e	1,6x
Dividend yield 2022e	5,6%
Performance 2023	+5,1%

Evolution des principaux ratios réglementaires



Forces

- 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 bonne marge de manœuvre au niveau du ratio de transformation réglementaire (un ratio de 85% contre un maximum de 120%)
- Une position dominante (1er collecteur d'épargne, 2ème pourvoyeur de fonds du secteur, 1er PNB et 1ère capitalisation boursière du secteur bancaire) qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes
- Une productivité supérieure à la moyenne sectorielle
- Une bonne diversification du portefeuille des crédits avec une faible présence sur le secteur du tourisme (une exposition ≃ 5%)
- Le portefeuille de créances le plus sain du secteur avec un taux des créances classées le plus faible du secteur coté (de 5,5% à fin 2021)
- Un adossement à un groupe solide et diversifié et présence dans tous les métiers de la finance
- Une gouvernance institutionnalisée et un management de qualité

Opportunités

- Un important potentiel de développement de synergies à exploiter entre les métiers et les filiales: bancassurance, conseil en ingénierie financière et gestion d'actifs
- Un important gisement de PNB et de réduction des charges avec la digitalisation
- Un potentiel de croissance pour le segment des Tunisiens Résidant à l'Etranger

Faiblesses

- Un taux de couverture des créances classées (de 69,4% à fin 2021) inférieur au seuil recommandé par la BCT. Cependant, vu le niveau maitrisé du taux des créances classées, les efforts de couverture supplémentaires à consentir par la banque pour renouer avec le taux de couverture recommandé par la BCT (de 70%) devraient être très limités dans le temps.

Menaces

- Une réglementation prudentielle de plus en plus contraignante
- Le manque de visibilité politique, le contexte social tendu et la dégradation de la conjoncture économique devraient représenter une menace pour la qualité du portefeuille et partant pour la rentabilité
- Une pression fiscale de plus en plus élevée sur les banques

Opinion

- La banque n°1 en Tunisie a publié au terme de l'année 2022 des indicateurs d'activité rassurants. L'activité d'exploitation continue à récolter les fruits d'une stratégie qui a toujours fait la force de la BIAT: une collecte peu onéreuse, une structure du PNB favorable à la hausse des taux, des niveaux de commissions parmi les plus élevés du secteur et une politique de placement dynamique. Le PNB de la banque a enregistré une croissance remarquable de 24,5% à 1,3 milliards de dinars. Malgré son parcours sur les dernières années, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation tentants qui intègrent les surcoûts de la crise et sous-estiment les qualités fondamentales de la banque en termes de résilience du business model face aux chocs externes. La crise de la Covid-19, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement du chantier de la migration vers les normes IFRS, devraient générer un mouvement de « *Flight To Quality* » qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental comme la BIAT. **Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.**

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Créances sur la clientèle	10 676,7	10 389,1	11 341,0	12 138,0	12 278,2	13 395,5
Progression	-	*-2,7%*	*9,2%*	*7,0%*	*1,2%*	*9,1%*
Dépôts clientèle	11 512,7	12 996,8	14 786,8	16 220,1	17 166,8	19 225,1
Progression	-	*12,9%*	*13,8%*	*9,7%*	*5,8%*	*12,0%*
PNB	834,5	956,9	940,8	1 015,5	1 264,0	1 381,5
Progression	-	*14,7%*	*-1,7%*	*7,9%*	*24,5%*	*9,3%*
Dotations aux provisions sur les créances	103,1	105,0	133,8	190,8	150,0	170,0
Coefficient d'exploitation	*46,0%*	*41,7%*	*43,4%*	*44,3%*	*39,3%*	*41,0%*
Résultat net	254,8	333,0	281,8	266,8	400,4	423,3
Progression	-	*30,7%*	*-15,4%*	*-5,3%*	*50,1%*	*5,7%*
Résultat net part du groupe	261,1	344,8	277,5	283,4	409,3	432,8
Progression	-	*32,0%*	*-19,5%*	*2,1%*	*44,4%*	*5,7%*

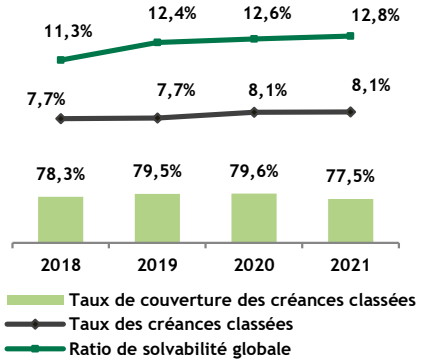
UIB: quand croissance rime avec rigueur

Actionnariat

- Société Générale: 52,3%
- Groupe MZABI: 11,0%
- Société tunisienne d'investissement: 6,6%
- M. Habib BOUAZIZ: 5,0%
- Autres actionnaires: 25,0%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	778,2
PER 2023e	6,2x
P/B 2022e	0,9x
Dividend yield 2022e	2,9%
Performance 2023	-0,4%

Evolution des principaux ratios réglementaires



Forces

- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un actionnariat stable
- Une dynamique commerciale confirmée et une forte capacité génératrice de commissions (une contribution des commissions dans le PNB de 31,8% à fin 2021, soit la deuxième part la plus élevée à l'échelle du secteur coté après celle de la BTE)
- Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur : meilleure posture pour profiter du contexte de taux haussiers
- Une diversification saine du portefeuille des crédits: l'agriculture, le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours des crédits de la banque (3,1% des engagements, en 2021)
- Une bonne qualité des actifs et une productivité en ligne avec le secteur privé.

Opportunités

- Un potentiel de collecte au niveau des dépôts à vue dont la proportion reste peu élevée comparativement aux principaux concurrents (Attijari Bank et BIAT)
- Un potentiel de diversification du PNB (un manque à gagner au niveau de l'activité de placement en bons d'Etat) et une poursuite de l'amélioration de la productivité
- Un rééquilibrage du modèle d'affaires vers le segment des entreprises
- Une amélioration de l'efficacité opérationnelle avec l'automatisation des processus du parcours client et la poursuite de la modernisation de l'infrastructure informatique
- Un potentiel de développement de nouvelles activités comme la bancassurance, la LLD, le leasing, l'affacturage et les métiers de la banque d'investissement (gestion du patrimoine, OPCVM…)

Faiblesses

- Une banque de taille moyenne (8ème position en termes de dépôts et 7ème position en termes de crédits, à fin 2021)
- Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements)
- Un ratio de transformation réglementaire à améliorer (113,5% à fin 2021, contre un plafond réglementaire de 120%) comparativement aux majors privés du secteur

Menaces

- Un renforcement de l'arsenal réglementaire par la BCT et la mise en application de nouvelles exigences règlementaires (risque opérationnel, risque de marché, fonds de garantie des dépôts, IFRS…)
- Le manque de visibilité politique, le contexte social tendu, et la dégradation de la conjoncture économique devraient représenter une menace pour la qualité du portefeuille et partant pour la rentabilité
- Une pression fiscale de plus en plus élevée sur les banques

Opinion

- L'UIB a publié au titre du premier semestre de l'année 2022 des résultats d'excellente facture, alliant croissance et rentabilité. Le bilan de la première moitié de 2022 a profité d'une activité d'exploitation qui poursuit sur sa lancée positive et d'une baisse du coût du risque, malgré le contexte économique morne et la dégradation du climat des affaires. Au regard de ses multiples actuels et des perspectives de la poursuite de la croissance profitable dans les prochaines années, l'UIB est bien outillée pour poursuivre son rebond boursier en 2023. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, l'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes bâloises de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise actuelle.

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Créances sur la clientèle	5 330,4	5 499,3	5 833,0	5 950,0	6 384,2	6 831,1
Progression	-	*3,2%*	*6,1%*	*2,0%*	*7,3%*	*7,0%*
Dépôts clientèle	4 688,8	4 972,1	5 132,9	5 412,2	5 877,6	6 377,2
Progression	-	*6,0%*	*3,2%*	*5,4%*	*8,6%*	*8,5%*
PNB	362,7	419,4	402,2	442,8	490,4	534,6
Progression	-	*15,6%*	*-4,1%*	*10,1%*	*10,7%*	*9,0%*
Dotations aux provisions sur les créances	24,2	45,3	70,0	46,0	30,0	35,0
Coefficient d'exploitation	*46,5%*	*45,5%*	*50,3%*	*53,9%*	*49,0%*	*47,7%*
Résultat net	111,8	117,1	61,6	81,4	124,6	137,9
Progression	-	*4,7%*	*-47,4%*	*32,0%*	*53,1%*	*10,7%*
Résultat net part du groupe	109,4	116,3	65,2	82,8	126,1	139,5
Progression	-	*6,4%*	*-44,0%*	*27,0%*	*52,3%*	*10,7%*

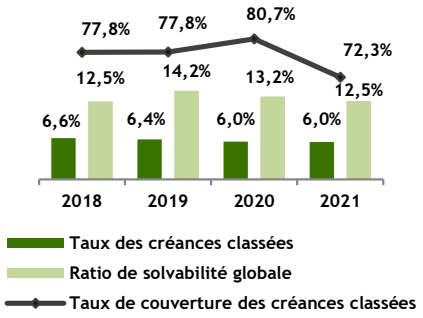
Attijari Bank: des marges de manœuvre confortables

Actionnariat

- Groupe ATTIJARIWAFABANK: 59,0%
- Groupe MZABI: 11,1%
- Groupe DRISS: 9,8%
- Autres actionnaires: 20,2%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	1 629,7
PER 2023e	7,4x
P/B 2022e	1,6x
Dividend yield 2022e	7,9%
Performance 2023	+8,1%

Evolution des principaux ratios réglementaires



Forces

- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité avec Attijariwafa Bank
- Une référence en matière de réactivité commerciale: un réseau d'agences développé (de 200 agences en 2021), une offre de produits bien segmentée, une base de clientèle diversifiée, une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place
- Une présence dans tous les métiers de la finance grâce à des filiales spécialisées (banque, assurance, leasing, gestion d'actifs et intermédiation boursière)
- Une capacité de résilience et une dynamique commerciale prouvées: la banque la plus rentable du secteur bancaire coté en termes de rentabilité financière (un ROE de 22,1%, en 2021, contre une moyenne sectorielle de 14,4% pour le secteur coté) avec une liquidité qui se compare favorablement par rapport à la concurrence (un ratio de transformation global* de 73,5%, à fin 2021, contre une moyenne sectorielle de 91,6% pour le secteur coté)
- Une qualité du portefeuille dans les standards les plus élevés du secteur: un taux des créances classées de 6% couvertes à hauteur de 72,3% par les provisions
- Une politique de dividendes historiquement attrayante, qui répond à la volonté de son actionnaire de référence, le Groupe Attijariwafa Bank

Opportunités

- Un potentiel important pour les entreprises et les institutionnels en Tunisie et dans les pays où le Groupe Attijariwafa Bank est présent (en Afrique notamment)
- Un potentiel important pour le segment des Tunisiens Résidant à l'Etranger et la bancassurance
- Des gains de productivité à réaliser avec le développement de la digitalisation

Faiblesses

- Importance de l'effectif du siège par rapport au réseau commercial

Menaces

- Une réglementation prudentielle de plus en plus contraignante
- Le manque de visibilité politique, le contexte social tendu, et la dégradation de la conjoncture économique devraient représenter une menace pour la qualité du portefeuille et partant pour la rentabilité

* 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 2021, notre ratio de transformation global inclut les dépôts en devises, les emprunts obligataires et les emprunts sur le marché monétaire.

Opinion

- 2022 semble être un bon cru pour Attijari Bank. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a opposé la meilleure résistance face à un environnement économique et opérationnel hostile. L'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance (une progression du PNB de 10% à 574,8MDt). Quant à la rentabilité, elle a récolté les fruits d'une culture de risque bien ancrée dans la maison et d'une bonne discipline prudentielle (une envolée du résultat net de 46,1% à 95,2MDt sur le S1 2022). Dans les prochaines années, Attijari Bank devrait composer avec un environnement post-covid morose. Mais, Attijari devrait être relativement parmi les banques les moins touchées par la crise, grâce à son assise financière solide, à sa bonne qualité du portefeuille et à son matelas de liquidité confortable. Malgré son évolution en 2022, l'action traite à une valorisation décotée qui sous-estime les qualités fondamentales d'Attijari Bank et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés. La liquidité élevée de la banque (un ratio de transformation Crédits/ Dépôts des plus faibles du secteur bancaire coté) et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires, la morosité ambiante et le durcissement du cadre réglementaire.

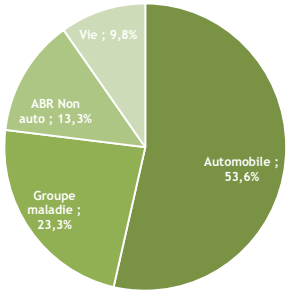
Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Créances sur la clientèle	5 440,2	5 707,8	5 979,5	6 344,7	6 716,3	7 119,3
Progression	-	*4,9%*	*4,8%*	*6,1%*	*5,9%*	*6,0%*
Dépôts clientèle	6 760,8	7 144,1	7 972,4	8 545,0	9 345,0	10 186,1
Progression	-	*5,7%*	*11,6%*	*7,2%*	*9,4%*	*9,0%*
PNB	436,4	484,2	487,2	522,5	574,8	620,7
Progression	-	*11,0%*	*0,6%*	*7,3%*	*10,0%*	*8,0%*
Dotations aux provisions sur les créances	34,9	18,7	31,1	22,6	25,0	30,0
Coefficient d'exploitation	*46,9%*	*45,5%*	*47,1%*	*53,1%*	*49,1%*	*48,1%*
Résultat net	144,9	174,2	131,7	160,0	194,1	211,3
Progression	-	*20,2%*	*-24,4%*	*21,5%*	*21,3%*	*8,8%*
Résultat net part du groupe	151,9	176,9	140,1	166,3	201,6	219,5
Progression	-	*16,4%*	*-20,8%*	*18,8%*	*21,2%*	*8,9%*

Actionnariat

- Etat Tunisien : 38,6%
- Groupama: 35,0%
- Ekuiy capital: 5,5%
- Autres actionnaires : 20,8%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	354,2
PER 2023e	12,8x
P/B 2022e	0,9x
Dividend yield 2022e	2,1%
Performance 2023	-0,3%

Structure du chiffre d'affaires par branche en 2021



Forces

- Incontestable leader du secteur de l'assurance en Tunisie avec une part de marché de 13% en 2021
- Premier réseau d'agences en Tunisie permettant de diversifier son portefeuille clientèle
- L'actif financier de la STAR recèle des plus values latentes consolidant davantage la capacité de la compagnie à couvrir ses provisions techniques (taux de couverture des provisions techniques par les placements de 108% en 2021)
- Un ratio de solvabilité nettement supérieur au minimum réglementaire (4,4x en 2021)

Opportunités

- Groupama de plus en plus impliqué dans le processus de prise de décision
- Portefeuille d'actifs solide permettant une croissance plus forte de la société
- Le contexte de taux haussiers devrait améliorer la profitabilité de l'assureur fortement exposé aux produits de taux
- L'assureur, qui se distingue par sa solidité bilantielle, est prêt pour le passage aux normes internationales, dès le début de 2023. Les normes internationales renforceront aussi bien l'actif, le passif et les fonds propres de l'assureur

Faiblesses

- Un portefeuille assurance exposé aux entreprises publiques
- Un modeste rendement en dividendes (un dividend yield de 2,1%) comparé à ses pairs cotés.
- Un modeste ROE de 5,9% en 2021

Menaces

- Un contexte national marqué par une forte sinistralité et des filières affaiblies par la crise sanitaire
- La forte exposition à la branche Automobile obère la rentabilité technique en raison du renchérissement des pièces de rechange et des indemnisations

Opinion

- Malgré la poursuite des efforts de désengagement volontaire de la branche Automobile, la STAR préserve son positionnement de leader sur le marché local. L'assureur se distingue par rapport à ses pairs par sa solidité bilantielle. Un critère très important dans ce contexte de changement réglementaire et de passage aux normes IFRS dès le début de 2023. En effet, la compagnie jouit de larges fonds propres, lui permettant d'afficher une marge de solvabilité confortable, s'établissant 4,4x la marge réglementaire requise. L'assureur jouit également du portefeuille d'actifs le plus conséquent. La rentabilité des placements nets de la STAR a été la meilleure sur le marché en 2021.

- La STAR est prête pour le passage aux normes IFRS qui lui sera bénéfique. Au 30 Juin 2022, en dépit d'un contexte opérationnel difficile pour les assureurs, marqué par une sinistralité qui ne cesse de s'aggraver pour les branches Automobile et Maladie, la compagnie a publié un résultat net en forte ascension de 51,1% à 12,8MDt porté par l'amélioration du résultat technique non-vie et ce, grâce à une activité financière en nette amélioration. Au regard des niveaux attrayants de la valorisation actuelle notamment en termes de P/B 2022e (de 0,9x), nous recommandons le titre à « l'Achat », particulièrement approprié pour un horizon de placement moyen- long terme.

- Au 30 Juin 2022, la compagnie a publié un résultat net en forte ascension de 51,1% à 12,8MDt porté par l'amélioration du résultat technique non-vie et ce grâce à une activité financière en nette amélioration.

Chiffres (en MDt)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Primes émises nettes	322,5	340,2	326,0	329,2	339,8	350,7
Progression		*5,5%*	*-4,2%*	*1,0%*	*3,2%*	*3,2%*
Sinistres réglés	260,2	289,2	274,7	287,6	303,3	313,3
Progression		*11,1%*	*-5,0%*	*4,7%*	*5,5%*	*3,3%*
Taux d'indemnisations	80,7%	85,0%	84,3%	87,4%	89,3%	89,4%
Résultat technique non-Vie	-0,7	-6,4	-8,4	-7,4	-7,3	-6,6
Résultat technique Vie	1,8	13,3	14,3	4,0	3,7	4,1
Progression			*7,6%*	*-72,0%*	*-6,5%*	*10,7%*
Revenus des placements	66,9	77,5	65,9	77,6	83,9	86,7
Progression		*15,9%*	*-14,9%*	*17,8%*	*8,1%*	*3,3%*
Résultat net	17,7	22,1	16,4	21,1	23,8	27,6
Progression		*24,3%*	*-25,7%*	*28,4%*	*13,2%*	*15,6%*
Marge nette	5,5%	6,5%	5,0%	6,4%	7,0%	7,9%

Acheter (+)

SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'*IT* en Tunisie

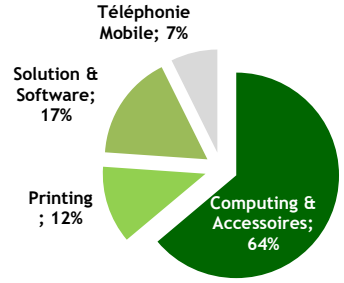
TunisieValeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

Actionnariat

- Famille ESSAFI : 30,9%
- Famille BOUDEN: 24,0%
- M. Taoufik BEN KHEMIS: 13,7%
- Autres actionnaires: 31,4%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	154,7
PER 2023e	6,7x
EV/EBITDA 2023e	5,8x
Dividend yield 2022e	10,5%
Performance 2023	-11,6%

Structure du chiffre d'affaires par ligne de produits (2021)



Forces

- Une position de leadership sur le marché de l'IT depuis plus de 30 ans. Cette réussite est due à plusieurs facteurs : (i) la relation de confiance bâtie avec les fournisseurs, (ii) une force commerciale aguerrie, (iii) un réseau logistique efficient et (iv) une connaissance approfondie du marché grâce à une écoute continue
- Un portefeuille de plus de 25 marques représentées, de renommée internationale
- Une maitrise de l'offre IT pour les entreprises
- Un réseau de plus de 2300 revendeurs
- Un service après-vente performant et certifié
- Une situation financière solide et de bons niveaux de rentabilité
- Des délais de paiement fournisseurs assez confortables

Opportunités

- Le programme 'Sajalni' comme solution contre le marché parallèle
- Le programme 'Tunisia 2020' et le plan de digitalisation ambitieux lancé par la Tunisie
- Un positionnement sur un marché avec une demande en croissance étant donné la crise sanitaire
- Un marché des smartphones en forte croissance en Tunisie et dans le monde
- L'avènement de la 5G
- Une plateforme logistique à construire dans les prochaines années qui permettrait d'apporter plus de fluidité à l'activité du Groupe

Faiblesses

- Une focalisation sur le marché domestique et une faible présence à l'export

Menaces

- Une concurrence importante dans le secteur de l'IT
- Un risque lié à la règlementation : l'activité de la société nécessite de travailler avec beaucoup d'institutions comme la douane, la BCT, l'ANCE, la CERT et le Ministère du Commerce. Afin d'être agile avec cet écosystème, le Groupe SMART dispose d'un département logistique qui contient une cellule transit et règlementation et ne fait pas appel à des services extérieurs
- Une exposition au risque de change. Ce risque est en grande partie maitrisé grâce à une politique des achats qui intègre les achats à terme et une politique de mix-financement en devises et en dinars

Opinion

- Les indicateurs clés de performance de la société mère du Groupe ont été bien orientés en 2022. SMART Tunisie a affiché, en effet, une croissance du chiffre d'affaires de 15,6% à 330,1MDt. Malgré la bonne tenue de l'activité d'exploitation, la société a enregistré une légère dégradation de sa rentabilité nette au 30 Juin 2022 (une légère baisse du résultat net individuel de 3,3% à 9,4MDt), en raison d'une augmentation sensible des pertes de change (des pertes de change de près de 4MDt contre un montant de 1,2MDt au terme du premier semestre de 2021), dopant les charges financières (des charges financières de 6,5MDt au 30 Juin 2022, contre une enveloppe de 2,9MDt, une année plus tôt). Ces pertes de change subies sur le premier semestre de l'année 2022 trouvent leur origine dans l'importante appréciation du dollar américain face au dinar. Nonobstant des réalisations semestrielles marquées par les pertes de change, nous avons la conviction que le Groupe est bien outillé pour honorer ses promesses faites lors de son IPO et ce, pour la deuxième année de suite. Outre sa valorisation intéressante, la valeur offre un rendement en dividende attractif. SMART présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre : 1) un leader de la distribution du matériel informatique en Tunisie avec 30 ans d'expérience dans le domaine IT, 2) un business model innovant, 3) une politique de distribution de dividendes des plus généreuses du marché actions, 4) une vision globale grâce à un système d'information performant, 5) un important capital de confiance accordé par un réseau développé de partenaires et 6) une situation financière post augmentation plus assainie.

Chiffres consolidés en MDt	2020	2021	2022e	2023p	2024p	2025p
Chiffre d'affaires	266,2	316,3	331,9	362,8	395,3	424,5
Progression	-	*18,8%*	*4,9%*	*9,3%*	*9,0%*	*7,4%*
Marge brute	35,6	54,3	54,6	59,7	64,7	69,8
Progression	-	*52,5%*	*0,6%*	*9,3%*	*8,3%*	*8,0%*
Taux de marge brute	13,4%	17,2%	16,5%	16,5%	16,4%	16,5%
EBITDA	26,0	34,6	35,3	39,0	42,4	46,0
Progression	-	*33,1%*	*2,0%*	*10,5%*	*8,9%*	*8,5%*
Marge d'EBITDA	9,8%	10,9%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%
Résultat net part du groupe	11,0	20,2	20,6	23,0	26,5	30,0
Progression	-	*83,2%*	*1,6%*	*11,8%*	*15,1%*	*13,3%*
Marge nette	4,1%	6,4%	6,2%	6,3%	6,7%	7,1%

Contact

Département Etudes & Recherches

recherche@tunisievaleurs.com

Intermédiation en bourse- Gestion d'actifs – Ingénierie financière - Spécialiste en Valeurs du Trésor

TunisieValeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

Filiale du groupe BIAT

AML 30000

Disclaimer:

Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être de confiance. Il n'est néanmoins donné aucune garantie quant à l'exactitude de ces informations. Les estimations et projections exprimées dans ce document ont été élaborées par Tunisie Valeurs. Aucune garantie, expresse ou implicite, n'est faite en ce qui concerne l'exactitude, la précision et la réalisation des projections contenues.