

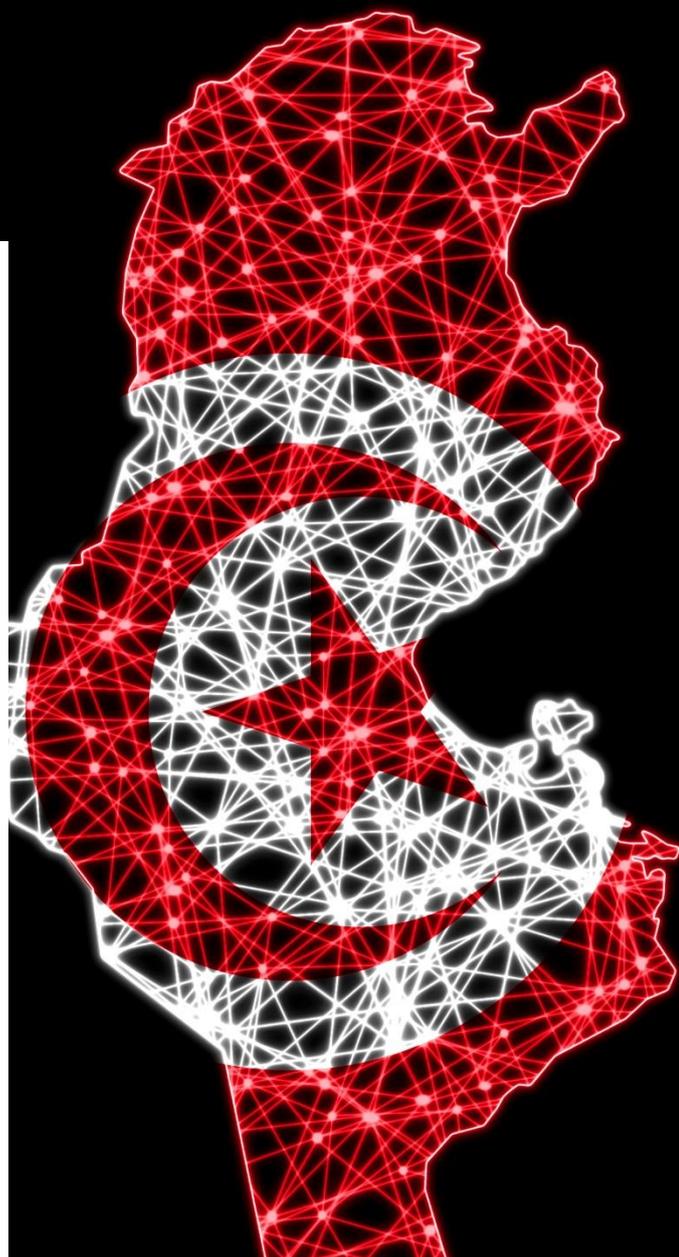
# 2024, année de tous les défis

---

*Rétrospectives 2023 et  
perspectives 2024*

---

**JANVIER 2024**



## L'EDITO

### Des signes de résilience malgré le ralentissement de l'économie tunisienne

Bien que des développements positifs aient été enregistrés, tels que l'amélioration des termes des échanges commerciaux et une reprise du secteur touristique, la croissance du PIB tunisien pour l'année 2023 a été révisée à la baisse, pour se limiter à 0,9% contre une prévision initiale de 1,8%. Ce ralentissement prévu s'explique par une multitude de facteurs, en particulier la faiblesse de la pluviométrie pour la quatrième année consécutive affectant considérablement la production agricole, la poursuite de la contraction de la production extractive, outre la diminution de la demande émanant de la Zone Euro touchant les industries manufacturières exportatrices notamment le secteur du textile et de l'habillement. En revanche, la croissance devrait bénéficier de la bonne performance de certains secteurs à l'instar du tourisme et des industries mécaniques et électriques.

L'inflation a diminué mais elle reste élevée — notamment pour les produits alimentaires. L'inflation a commencé à diminuer depuis le pic de février 2023 (10,4 pour cent). Elle a atteint 8,1% en décembre grâce à la baisse des prix mondiaux et la faiblesse de la demande intérieure. Cependant, l'inflation reste élevée, en particulier dans le secteur alimentaire (12,3%), car la sécheresse et la compression des importations ont réduit l'offre sur les marchés alimentaires intérieurs. L'inflation demeure également bien supérieure au taux d'intérêt, même si ce dernier a été maintenu constant en 2023.

Quant au taux de chômage, il a enregistré une baisse, au cours du deuxième trimestre de 2023, pour revenir à 15,6% contre 16,1% au premier trimestre suite à la diminution du nombre des chômeurs à 638,1 mille personnes contre 655,8 mille au cours du trimestre précédent.

Le déficit commercial de la Tunisie a diminué de 39% au cours des 11 premiers mois de 2023 pour atteindre 16,5 milliards de DT, grâce à des prix internationaux plus favorables de l'énergie et des produits alimentaires. Le déficit énergétique s'est creusé en raison d'une baisse de la production intérieure et malgré des prix internationaux plus favorables, continuant ainsi, de représenter la majeure partie du déficit commercial. La réduction du déficit commercial conjuguée au rebond des recettes touristiques (+32% pour cent sur un an à fin novembre 2023 à 6,5 Milliards de DT) et à la stabilité des envois de fonds (+3,1% à 6,9 milliards de DT), ont réduit le déficit des opérations courantes à fin novembre qui s'est établi à -4.234 MDT (ou - 2,7 % du PIB), contre - 11.982 MDT (ou -8,3 % du PIB) une année auparavant.

La baisse du DOC a atténué la pression sur les besoins de financement extérieur, qui restent cependant importants au vu du lourd échéancier à venir de remboursement de la dette extérieure : 4,8 milliards de DT, soit 3% du PIB au cours des deux derniers trimestres de 2023. La diminution du déficit courant ainsi que les récents financements extérieurs supplémentaires, notamment de la part de l'Arabie Saoudite, ont contribué à atténuer la pression sur les réserves de change et sur le dinar, fournissant ainsi une certaine marge de manœuvre pour préserver les équilibres extérieurs.

### Une loi de finances 2024 sous le signe de la mobilisation des recettes fiscales dans un contexte de pression budgétaire persistante

Le budget de l'Etat prévu pour 2024 atteindra 77,9 milliards de dinars financés à raison de 63,16 % par les ressources propres et 36,84% par les emprunts, notamment extérieurs, soit l'équivalent de 16,4 Milliards de dinars.

Les dépenses de fonctionnement totalisent 54,5 milliards de dinars en 2024, contre 42,2 milliards de dinars en 2023 et 21,1 milliards de dinars en 2022. Quant aux dépenses d'investissement, elles passent de 4,6 milliards de dinars à 5,2 milliards de dinars.

Le service de la dette en principal et en intérêt totalise 24,7 milliards de dinars en 2024 contre 20,7 milliards de dinars en 2023, dont 17,9 milliards de dinars en principal et 5,8 milliards de dinars en intérêt.

Le déficit budgétaire s'établirait en 2024 à 11,5 milliards de dinars (6,6% du PIB) contre 12,3 milliards de dinars en 2023 (7,7% du PIB).

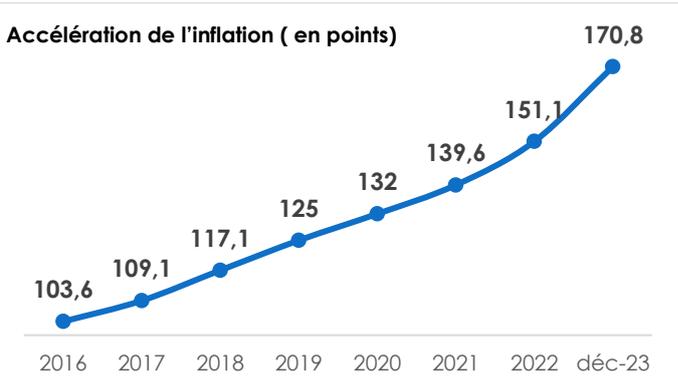
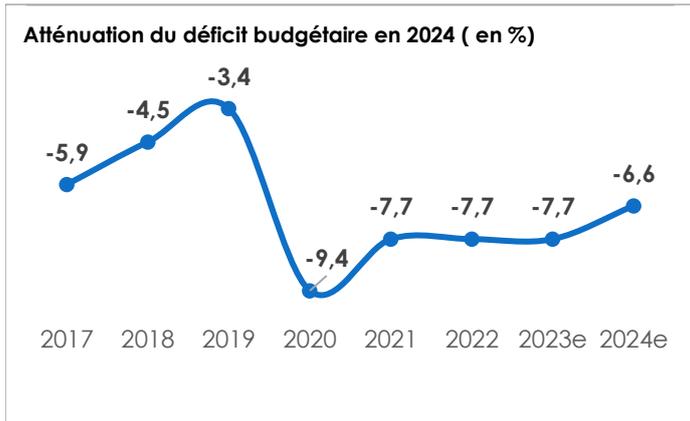
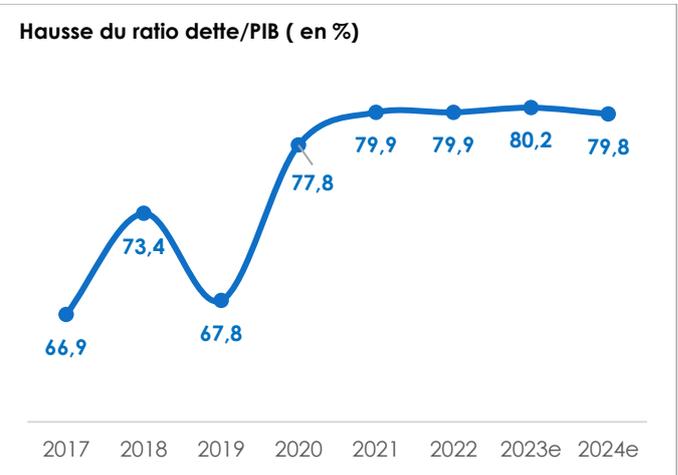
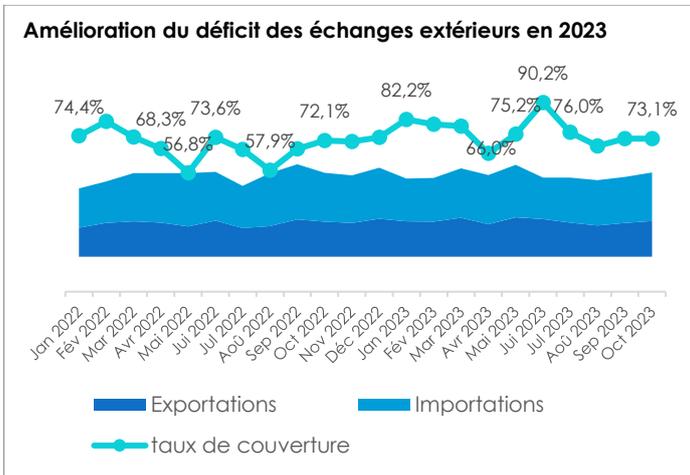
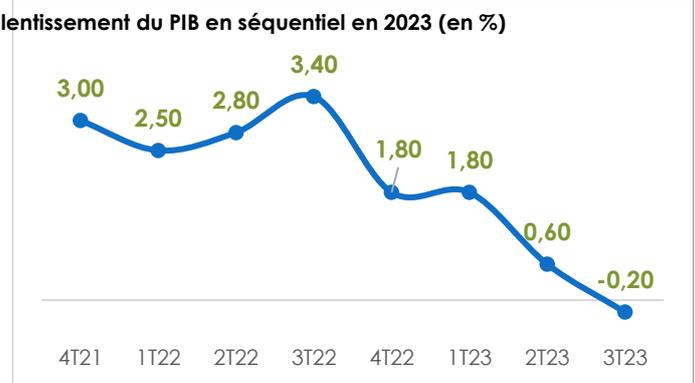
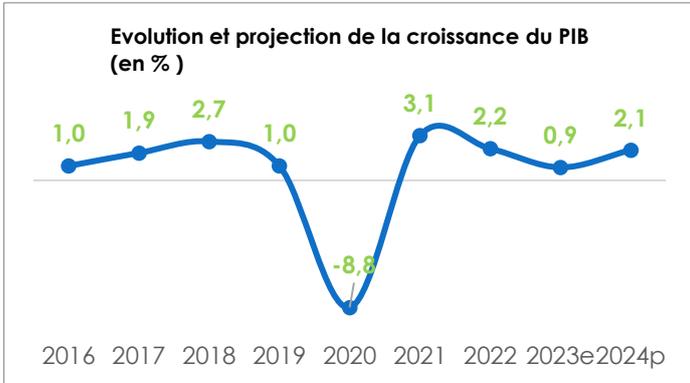
Le budget est établi sur la base d'une hypothèse de croissance de 2,1% et d'un prix de baril de pétrole Brent de 81 US\$. Le cours de dollar retenu n'est pas divulgué.

Environ 43% de dettes sont internes et 57% de dettes sont externes. Sur la base de la LF2024, l'endettement public totaliserait 137,8 milliards de dinars à fin 2024.

### Budget de l'Etat Tunisien pour 2024

Budget Etat (MD)	LFC 2022	LFC 2023	LF 2024	% var
Recettes fiscales	35 449	39 488	44 050	+11.55%
Recettes non fiscales	4 166	4 335	4 760	+9.80%
Dons	1 378	1 537	350	
<b>=Recettes propres</b>	<b>40 993</b>	<b>45 360</b>	<b>49 160</b>	<b>+8.4%</b>
Emprunts intérieurs	10 503	11 368	11 743	+3.3%
Ressource trésorerie	1 392	3 948	520	
Emprunts extérieurs	7 777	10 563	16 445	+55.7%
<b>=Emprunts +trésorerie</b>	<b>19 671</b>	<b>25 879</b>	<b>28 704</b>	<b>+10.9%</b>
<b>Total ressources</b>	<b>60 665</b>	<b>71 239</b>	<b>77 864</b>	<b>+9.3%</b>
Dépenses courantes	50 617	56 071	59 805	+6.66%
Remb principal interne	5 531	8 415	8 119	-3.52%
Remb principal externe	4 248	6 553	9 744	+48.7%
Prêts avances du Trésor	269	200	200	
<b>Total Emplois</b>	<b>60 665</b>	<b>71 239</b>	<b>77 864</b>	<b>+9.3%</b>
Besoin financement net	- 9 624	-10 711	-10 645	+0.62%
Déficit budget hors dons et confiscations	-11 047	-12 288	- 11 515	+6.0%
Déficit Budgétaire %PIB	-7,7%	-7,7%	-6,6%	
PIB MD courants	143,4	160,0		

# Overview de l'économie nationale

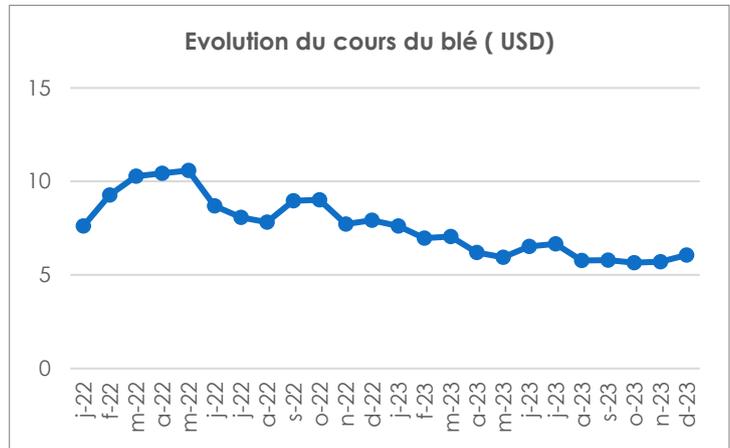
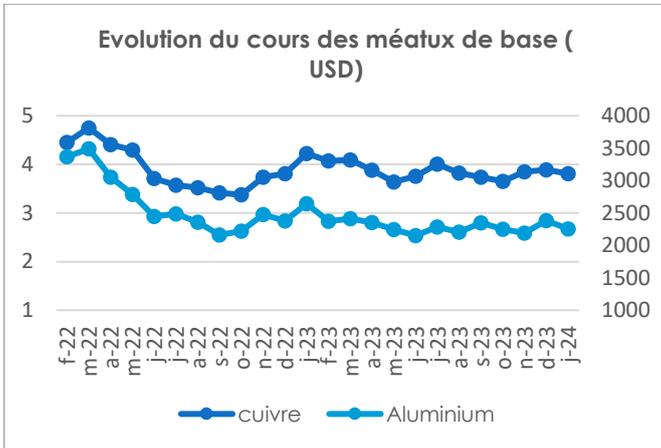
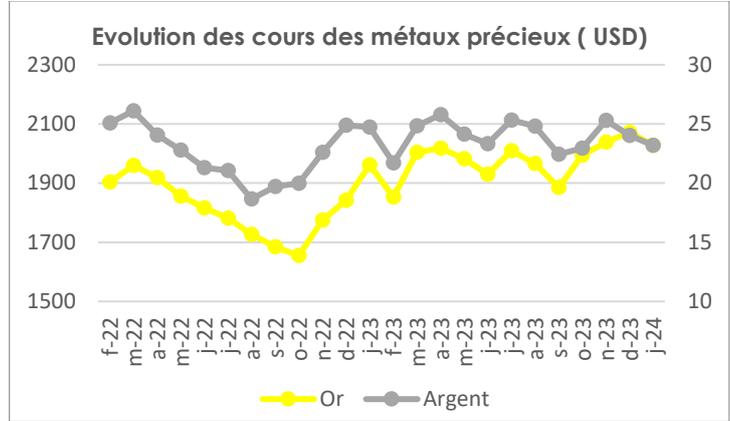
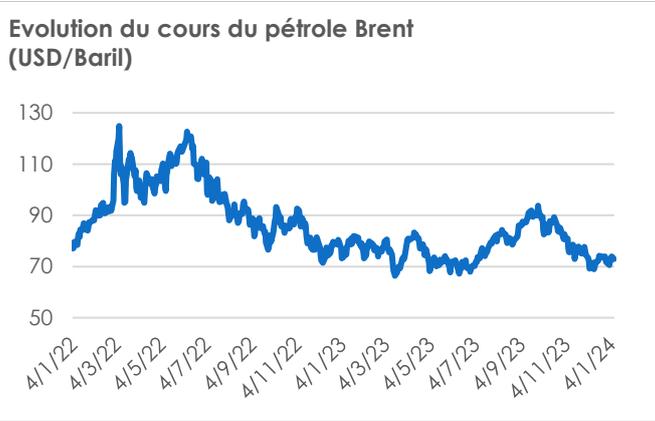


### Amélioration des réserves de change

Agrégats	En milliards de DT	Var
Réserves de change	26,629	+15.4%
En jours d'importation	121j	+21j
Recettes du tourisme	6.943	+28.1%
Recette des transferts des TRE	7.515	+2.0%
Service de la dette Extérieure	11.714	+31.7%

Source BCT en date du 05/01/2024

## Change et matières premières



### Evolution du prix des commodities en 2023

	Cours au 29/12/2023	Var annuelle
Pétrole Brent (USD/baril)	77.08	-6.35%
Or (Once en USD)	2 065.20	+13.23%
Argent (Once en USD)	23.845	-0.89%
Cuivre (USD/Tonne)	8529.25	+1.66%
Acier (USD/Tonne)	1149	+59.14%
Blé (USD/Tonne)	6.315	-20.26%

### Evolution des paires de devises en 2023

	Cours au 30/12/2023	Var annuelle
EUR/USD	1.10	+3.45%
EUR/GBP	0.86	-2.37%
EUR/YEN	155.65	+11.77%
TND/USD	3,07	+1.43%
TND/EUR	3,39	-2.43%
TND/YEN	21,67	+7.88%

## Overview de l'économie internationale

- L'économie mondiale poursuit son lent rétablissement après avoir été frappée par la pandémie, l'invasion de l'Ukraine par la Russie et la crise du coût de la vie. A posteriori, on peut dire que sa résilience a été remarquable. En dépit des perturbations sur le marché de l'énergie et des produits alimentaires provoquées par la guerre, et du durcissement sans précédent des conditions monétaires mondiales pour lutter contre une inflation qui n'avait jamais été aussi élevée depuis des décennies, l'économie mondiale a ralenti, mais n'est pas au point mort. La croissance n'en demeure pas moins lente et inégale, et les disparités s'accroissent entre les pays.
- Pour le FMI, **la croissance mondiale** va ralentir, passant de 3,5 % en 2022 à 3,0 % en 2023 et 2,9 % en 2024, soit bien moins que la moyenne historique (2000–19) de 3,8 %. Moins optimiste, la banque mondiale estime que la croissance globale devrait tomber à 2,1 % en 2023 avant de rebondir légèrement à 2,4 % en 2024.
- Dans **les pays avancés**, il est attendu un ralentissement, la croissance passerait de 2,6 % en 2022 à 1,5 % en 2023 et 1,4 % en 2024, car, même si le dynamisme des États-Unis est plus fort que prévu, la croissance serait inférieure aux prévisions dans la zone euro.
- **Les pays émergents et les pays en développement** devraient voir leur croissance reculer légèrement, de 4,1 % en 2022 à 4,0 % en 2023 et 2024, les prévisions ayant été revues à la baisse de 0,1 point de pourcentage en 2024 du fait de la crise du secteur de l'immobilier en Chine.
- Le ralentissement de l'économie a favorisé un recul de l'inflation par rapport aux niveaux atteints en 2022. **L'inflation mondiale** devrait régulièrement reculer, de 8,7 % en 2022 à 6,9 % en 2023, puis à 5,8 % en 2024, en raison du resserrement de la politique monétaire facilité par une baisse des cours internationaux des produits de base. L'inflation hors énergie et alimentation devrait diminuer plus progressivement, et globalement l'inflation ne devrait pas retrouver sa valeur cible avant 2025 dans la plupart des pays.

Evolution du PIB 2020-2025E des principaux pays et zones économiques ( en %)



Source : Banque Mondiale

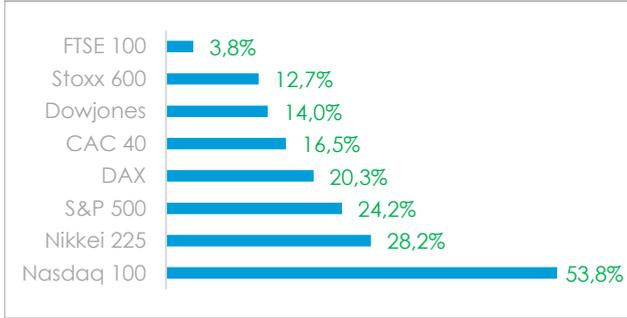
### Principaux taux directeurs et inflation

Pays	Taux Directeur	Taux d'inflation
Turquie	42,50%	64,77%
Egypte	19,25%	34,60%
Russie	16,00%	7,50%
Ukraine	15,00%	5,10%
Bésil	11,75%	4,68%
Afrique du Sud	8,25%	5,50%
Tunisie	8,00%	8,30%
Jordanie	7,50%	1,27%
Arabie Saoudite	6,00%	1,70%
Etats Unis	5,50%	3,10%
Zone Euro	4,50%	2,40%
Chine	3,45%	-0,50%
Maroc	3,00%	3,60%
Japon	-0,10%	2,80%

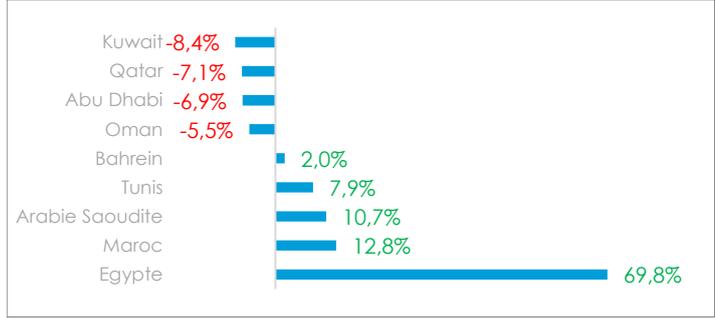
Novembre 2023

# Les marchés Boursiers

## Performance des principaux indices mondiaux (2023)



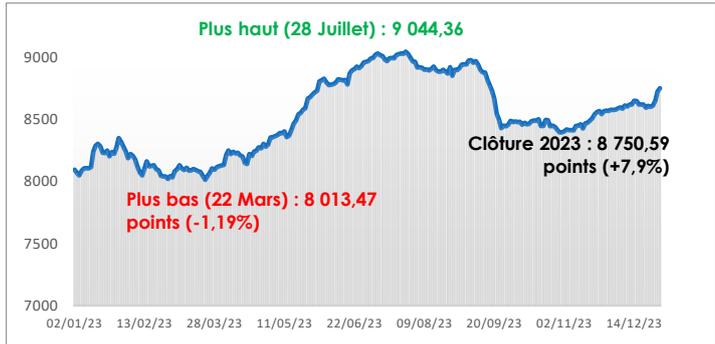
## Performance des principaux indices arabes (2023)



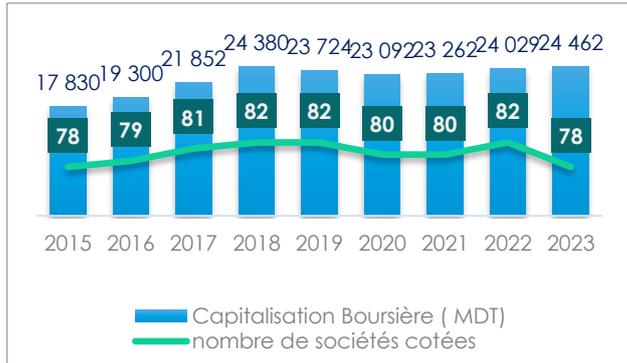
## Performance annuelle de la bourse de Tunis



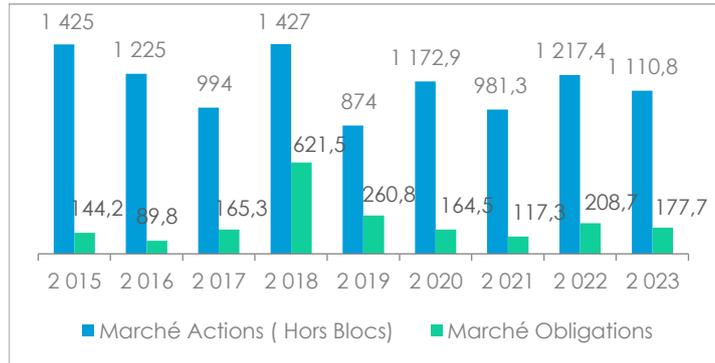
## Evolution du Tunindex en 2023



## Evolution de la capitalisation boursière ( MDT)



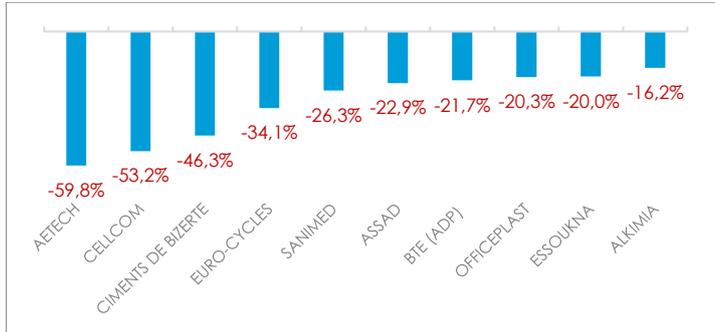
## Evolution des volumes de transactions ( MDT)



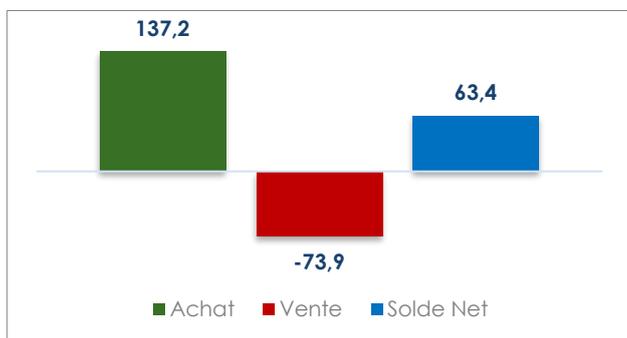
## Palmarès des hausses en 2023



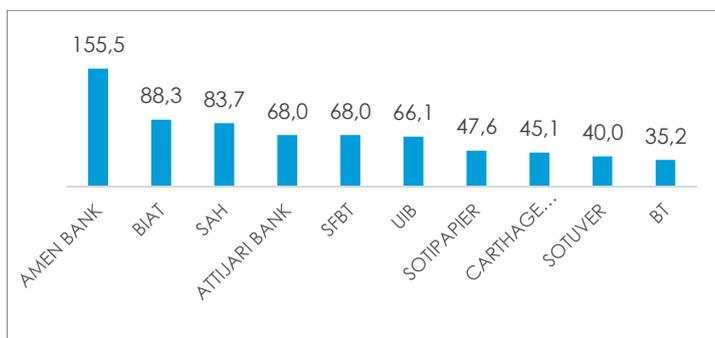
## Palmarès des baisses en 2023



## Mouvement des étrangers (en Mdt)

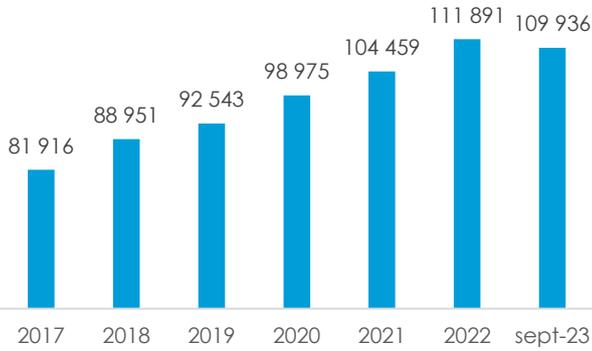


## Palmarès des valeurs les plus actives en 2023 ( MDT)

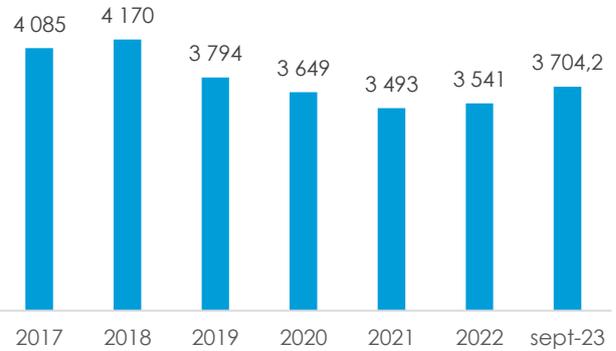


## Overview des secteurs

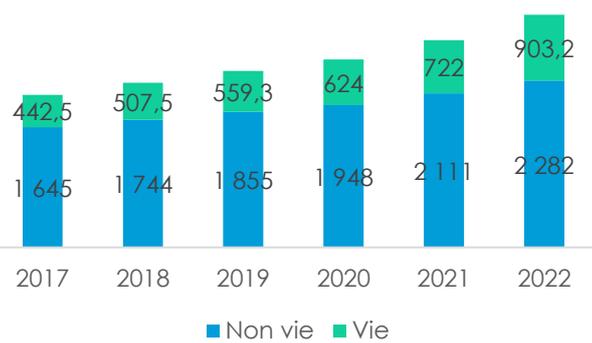
Evolution des crédits à l'économie à fin  
Septembre 2023 ( en MDT)



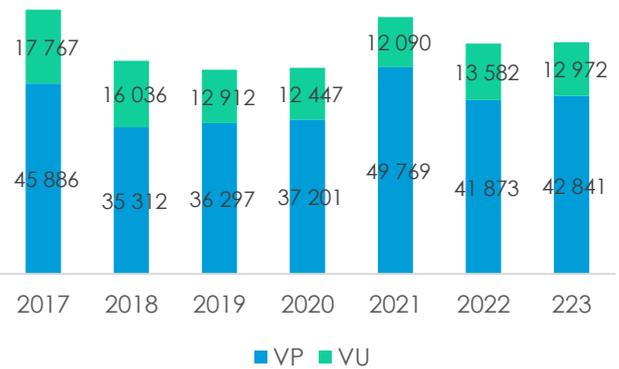
Evolution des encours de leasing à fin  
Septembre 2023 ( En MDT)



Evolution du chiffre d'affaires du secteur  
des assurances ( En MDT)



Evolution du nombre de véhicules vendus



## Quelles perspectives pour 2024 à la bourse de Tunis ?

### Que retenir de 2023 ?

En termes de performance, le Tunindex a résisté tant bien que mal durant 2023 pour évoluer de 7.9% vs 15,1% en 2022. Le fait marquant de l'année 2023 était surtout le faible niveau des échanges notamment lors du dernier trimestre, une faiblesse qui cache derrière elle un manque d'attrait pour le marché des actions de la part des investisseurs tous types confondus. Les raisons sont multiples venant à leur tête le taux d'intérêt élevé (8%) sur le marché monétaire créant un effet d'éviction pour des placements à risque. D'ailleurs, les investisseurs locaux se sont orientés plus vers les placements sans risque offrant des taux de rémunération dépassant dans certains cas les 7% en net. Plusieurs autres facteurs conjoncturels ont également pesé sur le moral des investisseurs à savoir la morosité économique nationale avec un PIB attendu en 2023 en progression de seulement 0.9%, des finances publiques mal au point, une loi de finances 2024 instaurant une nouvelle imposition de 4% pour les sociétés financières, des négociations quasiment à l'arrêt avec le FMI, un contexte international géopolitique instable et des prévisions de croissance faible dans la zone euro, notre principal marché export.

Idem pour les investisseurs étrangers pour qui notre pays est sorti de leur radar d'investissement ces dernières années au vu de la conjoncture économique difficile ajoutée à ceci les baisses successives de la note souveraine de la Tunisie.

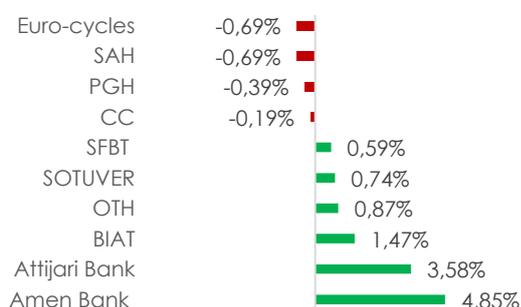
### Réalizations du portefeuille de conviction en 2023

En 2023, notre portefeuille proposé a surperformé l'indice du marché avec une performance de 10.8% vs 7.9% pour le Tunindex. Sur les 15 valeurs composant notre portefeuille 5 ont fini dans le rouge et 10 valeurs dans le vert dont 8 en évolution positive à deux chiffres. En termes de valorisation, le portefeuille MAC traite à 11.2x (vs. 10,4x pour le Tunindex) ses bénéfices prévisionnels en 2023E et affiche un D/Y de 5.3% équivalent à celui du marché.

Pondération	Valeur	Cours au 29/12/2023	Capitalisation (MDT)	P/E 2023e	P/BV 2023e	Div Yield	Performance 2023
12%	AMEN BANK	33,50	1 013,84	5,7	0,7	6,1%	54,3%
10%	SAH	8,00	672,13	17,7	2,1	4,1%	-5,7%
10%	CARTHAGE CEMENT	1,97	676,94	13,3	2,7	0,0%	3,7%
8%	Maghreb Vie	6,04	151,00	8,3	1,2	4,8%	2,1%
8%	SOTUVER	12,00	471,05	12,1	3,9	4,6%	44,3%
7%	PGH	7,64	1 375,23	16,8	1,4	3,1%	-10,3%
7%	SFBT	12,45	3 081,38	11,6	2,5	5,9%	-2,2%
5%	Attijari Bank	46,14	1 937,88	9,5	1,8	8,7%	35,5%
5%	BIAT	91,90	3 280,83	9,1	1,5	6,3%	11,0%
5%	ATB	2,70	270,00	6,0	0,4	0,0%	-6,6%
5%	One Tech Holding	8,92	717,17	19,3	1,9	2,0%	29,0%
5%	DELICE HOLDING	11,70	642,41	7,7	1,6	3,4%	-6,1%
5%	T.P.R	4,97	248,50	8,0	1,5	7,0%	27,9%
5%	TUNISIE LEASING	13,00	140,40	6,3	0,6	6,5%	47,3%
3%	UIB	25,90	843,30	6,8	0,9	3,1%	11,3%
<b>Portefeuille</b>			<b>14 679</b>	<b>11,2</b>	<b>1,8</b>	<b>5,3%</b>	<b>10,8%</b>
<b>Tunindex</b>			<b>24 462</b>	<b>10,4</b>	<b>1,5</b>	<b>5,3%</b>	<b>7,9%</b>

### Principaux contributeurs à la performance du portefeuille à fin 2023

Les valeurs bancaires ont été les principaux contributeurs à la performance du portefeuille et notamment Amen Bank, Attijari Bank et la BIAT. Pour les non financières, ce sont principalement OTH, SOTUVER et SFBT qui ont été les principaux contributeurs. Par contre, euro-cycles (qui a été retiré du portefeuille à partir du mois de mai 2023), SAH et PGH ont tiré le portefeuille vers le bas.



## Quelles perspectives pour 2024 à la Bourse de Tunis ?

Dans la continuité de la fin d'année 2023, la Bourse de Tunis a fait un mauvais démarrage en 2024. Sur la première semaine, l'indice a déjà perdu 2,25%. Les investisseurs sembleraient plus sceptiques en ce qui concerne cette nouvelle année qui porte plusieurs défis pour l'économie tunisienne notamment en termes de remboursements importants de dettes extérieures, et de besoin important de mobilisation de ressources extérieures. A ne pas oublier également qu'il s'agit d'une année électorale.

A l'échelle mondiale également des inquiétudes planent toujours sur l'inflation malgré des signes de ralentissement. Aussi, le continent européen est en difficulté principalement l'Allemagne, locomotive de la croissance européenne depuis une belle lurette ainsi qu'une Chine touchée par une crise immobilière majeure. De surcroît, plus de la moitié de la population mondiale sera appelée aux urnes, avec des élections prévues dans 76 pays, parmi lesquels les États-Unis, l'Inde, le Mexique ou encore la Russie sans oublier la guerre entre la Russie et l'Ukraine et celle de Gaza.

Indépendamment du bilan économique qu'il soit positif ou négatif, la bourse a toujours offert des opportunités de placement. Les investisseurs sur la BVMT sont dans l'attente de la publication des indicateurs d'activité au 31/12/2023 et des états financiers pour pouvoir ajuster leurs positionnements.

Pour 2024, chaque secteur aura ses propres défis. Les banques et les sociétés de leasing seront confrontées au risque de la hausse du coût de risque clientèle, variable aussi déterminante pour la rentabilité. Ou autrement comment gérer l'équation complexe de la croissance de l'activité et la maîtrise de la qualité du portefeuille. Encore, une petite révision à la baisse des taux reste envisageable au vu de la tendance récente de l'inflation ce qui impacterait légèrement leurs revenus. Sans oublier l'effet de la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat au taux de 4% au titre des bénéfices des années 2023 et 2024.

Pour les sociétés non financières, la plupart a réussi à répercuter la hausse des coûts des matières premières subies en 2022 sur leurs prix de vente mais jusqu'à quel niveau peuvent-elles encore le faire afin de maintenir de bonnes marges. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt devrait impacter négativement les sociétés déjà endettées et pénaliseraient également les coûts d'investissement vu que les montages reposent en grande partie sur le financement bancaire.

Pour les entités exportatrices, la consolidation des marchés à l'étranger figurera en tête des priorités d'autant plus que la zone euro connaît un fléchissement de la croissance en 2023 et 2024.

En résumé, une stratégie de diversification sectorielle et de « Stock-picking » est toujours de mise dans un contexte d'incertitude pour profiter des potentialités haussières et de rebond des valeurs. Un suivi minutieux des réalisations trimestrielles et semestrielles s'impose pour moduler le portefeuille. D'ailleurs, cette stratégie a été payante en 2023, avec notre portefeuille de conviction qui a réalisé un rendement de 10.8% vs 7.9% pour le Tunindex. Pour 2024, notre orientation vers les valeurs défensives moins sensibles aux soubresauts de l'économie, les valeurs exportatrices et enfin les valeurs à fort rendement dividende reste la ligne directrice.

Face à l'ensemble de ces observations, et comme en 2023, nous croyons que l'environnement boursier en 2024 demeure favorable pour les titres de qualité offrant un couple Croissance/Rendement attractif. Pour le choix de notre sélection de valeurs, nous mettons l'accent sur des critères tangibles tels que : (1) la croissance des bénéfices, (2) la distribution régulière des dividendes et (3) la qualité du Bilan.

Ce portefeuille devrait être rééquilibré trimestriellement en fonction des réalisations.

## PORTEFEUILLE DE CONVICTION EN 2024

VALEUR	PONDERATION 2023	Pondération 2024	COURS AU 19/01/2024	Capitalisation (MDT)	P/E 2023E	P/BV 2023E	DIV YIELD	Performance 2023	YTD
<b>AMEN BANK</b>	12%	10%	32,00	968,4	5,4	0,7	6,4%	54,3%	-4,5%
<b>BIAT</b>	5%	5%	89,50	3 195,2	8,8	1,5	6,5%	11,0%	-2,6%
<b>ATTIJARI BANK</b>	5%	5%	45,00	1 890,0	9,2	1,8	8,9%	35,5%	-2,5%
<b>TUNISIE LEASING</b>	5%	8%	13,00	140,4	6,3	0,6	6,5%	47,3%	0,0%
<b>HANNIBAL LEASE</b>		8%	5,27	58,0	6,3	0,7	5,7%	26,6%	0,0%
<b>MAGHREBIA VIE</b>	8%	8%	5,60	140,0	7,7	1,1	5,2%	2,1%	-7,3%
<b>MAGHREBIA</b>		7%	44,73	201,3	6,4	1,0	5,2%	-2,2%	-14,7%
<b>SAH</b>	10%	10%	7,99	671,3	17,7	2,1	4,1%	-5,7%	-0,1%
<b>CARTHAGE CEMENT</b>	10%	10%	1,94	666,6	13,1	2,6	0,0%	3,7%	-1,5%
<b>SOTUVER</b>	8%	5%	11,65	457,3	11,7	3,8	4,7%	44,3%	-2,9%
<b>PGH</b>	7%	7%	7,48	1 346,4	16,4	1,3	3,1%	-10,3%	-2,1%
<b>SFBT</b>	7%	7%	11,20	2 772,0	10,5	2,3	6,6%	-2,2%	-10,0%
<b>ONE TECH HOLDING</b>	5%	10%	8,10	651,2	17,5	1,7	3,7%	29,0%	-9,2%
	<b>Portefeuille MAC</b>			<b>13 158</b>	<b>10,9</b>	<b>1,8</b>	<b>5,8%</b>		<b>-4,4%</b>
	<b>Tunindex</b>			<b>23 483</b>	<b>9,9</b>	<b>1,4</b>	<b>5,6%</b>		<b>-3,8%</b>

Valeur	Drivers	Warning
<p style="text-align: center;"><b>Amen Bank</b> <i>Un profil de croissance intéressant</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Un fort positionnement sur le marché en étant 2ème banque privée en termes de crédits, 3ème en termes de dépôts et PNB et 4ème en termes de bénéfices en 2022.</li> <li>▪ Une structure financière solide permettant à la banque de faire face aux risques de son activité avec un ratio de solvabilité confortable devant se maintenir au-dessus des 16%, favorisé par un renforcement continu des Fonds propres par la croissance organique et une politique de distribution de dividende rigoureuse.</li> <li>▪ Une des meilleures structures du PNB.</li> <li>▪ Implémentation d'un nouveau plan stratégique de transformation dénommé « NEXT » adopté en 2019 qui commence à donner ses fruits pour les réalisations de la banque. Ce plan, vise entre autres, à rééquilibrer l'activité commerciale entre le Corporate et le Retail et diversifier les sources de revenus, tout en suivant des pratiques de gestion saine et prudente et ce, par le renforcement du système de maîtrise des risques. Ce plan permettrait à la banque d'afficher un profil de croissance attractif à moyen et long-terme.</li> <li>▪ Des résultats en forte croissance. Le premier semestre 2023 s'est soldée par un résultat net en hausse de 34% à 112,6 MDT.</li> <li>▪ Malgré la hausse du cours importante en 2023, la banque affiche encore un niveau de multiple capitaux propres de 0,67x très attrayant comparé aux autres banques privées dont le niveau est proche ou dépasse le niveau de 1x.</li> <li>▪ Une deuxième augmentation de capital par attribution d'actions gratuites est prévue en 2024.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Un coût des ressources à maîtriser</li> <li>▪ Hausse du coût de risque</li> <li>▪ Impact de l'application des normes IFRS</li> <li>▪ Un contrôle plus rigide de l'institution de tutelle sur les commissions et le respect des ratios prudentiels et de solvabilité.</li> <li>▪ Un ralentissement de la distribution de crédits, en raison de la hausse des taux et de la faible croissance économique</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>BIAT</b> <i>Le Leader indétronable</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leader bancaire en termes de dépôts, PNB et résultat net. La banque a réussi ces dernières années à creuser l'écart avec ses concurrents.</li> <li>▪ Avec un total bilan de plus de 21,5 milliards de dinars, le groupe BIAT compte parmi les institutions financières les plus influentes de la place.</li> <li>▪ Incontestablement leader dans les métiers de la banque classique, la BIAT s'est lancée vers de nouvelles activités plus rentables et plus innovantes : développement de la banque d'affaires, de la banque privée ou encore des métiers de la gestion de patrimoine. Cette orientation stratégique a permis à la banque d'accéder à une nouvelle dimension plus régionale et donner un nouvel élan à l'ensemble du secteur bancaire.</li> <li>▪ Maîtrise parfaite du coût des ressources (Un coût des ressources moyen apparent de 3,4% en 2022 contre une moyenne du secteur de 4,8%)</li> <li>▪ Le premier semestre 2023 s'est soldé par un résultat net en hausse de 6,8% à 222,9 MDT.</li> <li>▪ Plus forte capitalisation bancaire, la BIAT se traite à 1.5x ses capitaux propres 2023e, un niveau de valorisation certes supérieur à la moyenne sectorielle, mais qui se justifie largement au vu de ses fondamentaux solides, et de sa place incontournable dans le paysage bancaire.</li> <li>▪ Dans une stratégie de stock picking, le titre constitue un choix d'investissement opportun : une valeur à faible profil de risque, une liquidité améliorée et aux perspectives de croissance encore prometteuses dans un contexte de hausse des taux d'intérêts.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hausse du coût de risque</li> <li>▪ Impact de l'application des normes IFRS</li> <li>▪ Un contrôle plus rigide de l'institution de tutelle sur les commissions et le respect des ratios prudentiels et de solvabilité.</li> <li>▪ Un ralentissement de la distribution de crédits, en raison de la hausse des taux et de la faible croissance économique</li> </ul>

<p style="text-align: center;"><b>Attijari Bank</b> <i>Un challenger qui consolide sa position</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La banque tire profit d'un réseau commercial étendu et efficace, d'un portefeuille crédit sain et d'un soutien de la banque mère.</li> <li>▪ Attijari bank est le challenger en étant la 2ème banque privée du pays derrière la BIAT en termes de crédits et de dépôts.</li> <li>▪ Amélioration continue de l'exploitation. Les états financiers au 30 juin 2023 ont fait apparaître un résultat net en croissance de 14,7% à 109,1 MDT. La banque a vu son PNB sur 9 mois s'améliorer de 14% à 483,8 MDT.</li> <li>▪ Bonne maîtrise du coût des ressources (Un coût des ressources moyen apparent de 3,4% en 2022 contre une moyenne du secteur de 4,8%)</li> <li>▪ La banque affiche la meilleure rentabilité financière du secteur soit 24% en 2022</li> <li>▪ Attijari Bank constitue une bonne opportunité de placement : une valeur de croissance adossée à un portefeuille parmi les plus sains du secteur.</li> <li>▪ En termes de valorisation, la banque traite à 1,7x ses capitaux propres 2023e. Ce niveau comme indiqué ci-dessus est supérieure à la moyenne du secteur mais trouve son explication dans les réalisations très satisfaisantes de la banque et de sa généreuse politique de rémunération en dividendes. Avec un dividend yield 2023e de 9.1%, parmi les plus attractifs de la cote.</li> <li>▪ Dans une stratégie de stock picking, le titre constitue un choix d'investissement opportun : une valeur à faible profil de risque, une des valeurs les plus liquides et un rendement dividende fort appréciable.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hausse du coût de risque</li> <li>▪ Impact de l'application des normes IFRS</li> <li>▪ Un contrôle plus rigide de l'institution de tutelle sur les commissions et le respect des ratios prudentiels et de solvabilité.</li> <li>▪ Un ralentissement de la distribution de crédits, en raison de la hausse des taux et de la faible croissance économique</li> <li>▪ Eventuel durcissement de la politique de la distribution des dividendes par la Banque Centrale de Tunisie dans le cadre de la préservation des réserves en devises du pays</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>One Tech Holding</b> <i>Fort retour à la normale</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Le groupe recèle un potentiel de croissance provenant de la reprise progressive de l'activité économique en Europe et de la forte demande qu'enregistre le groupe sur les produits mécatroniques et câbles.</li> <li>▪ Le groupe a aussi un potentiel de croissance à moyen terme qui viendrait d'une ouverture plus large d'OTH à l'international à travers une ou des acquisitions en Europe pour se rapprocher de ses clients finaux et profiter de l'ambitieux projet européen pour les puces semi-conductrices qui impactera fortement l'industrie électronique.</li> <li>▪ OTH a bien confirmé en 2023 son retour à la normale après une année 2022 maigre et perturbée au niveau de l'approvisionnement, la demande, la logistique et les ressources humaines. Pour rappel, l'année 2022 s'est soldée par un résultat net en chute de 63,4%.</li> <li>▪ Forte croissance au niveau des marges en 2023 suite à l'imputation complète des augmentations des prix de la matière première et la stabilisation des chaînes logistiques. Au premier semestre 2023, le résultat net par du groupe a été quasiment multiplié par 4 à 21,5 MDT.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ De nouvelles perturbations du marché de l'automobile</li> <li>▪ Récession économique en Europe</li> <li>▪ Exposition au risque de change</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>SAH</b> <i>Le leader tunisien à dimension régionale</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leader incontesté du marché au niveau local et forte présence sur les marchés algérien, libyen et ivoirien avec des consolidations des parts de marché.</li> <li>▪ L'activité de AZUR PAPIER procure une importante intégration en amont pour le groupe permettant une stabilisation de la qualité des produits et de meilleures marges et procure également une source de revenus récurrents pour l'ensemble du groupe.</li> <li>▪ Après la réussite du lancement de l'activité détergents, le groupe SAH avance à grands pas dans la finalisation de son projet de produits cosmétiques sis à El Zriba. Le lancement de la production est prévu pour le premier trimestre de l'année 2024.</li> <li>▪ L'exercice 2023 a encore une fois marqué la trajectoire de croissance du Groupe SAH malgré le resserrement du contexte économique local et international. Au 30 septembre 2023, les revenus consolidés ont atteint 672,9 MDT, soit une évolution de 8,1% comparé à la même période en 2022.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hausse des prix des matières premières et des coûts de transport.</li> <li>▪ Baisse du pouvoir d'achat et pression sur les marges</li> </ul>

<p style="text-align: center;"><b>SFBT</b> <i>Un Mastodonte de l'économie nationale</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Le groupe SFBT est la valeur « Bluechip » par excellence du marché boursier tunisien et actuellement deuxième forte capitalisation de la bourse de Tunis.</li> <li>▪ Malgré les nombreuses secousses subies ces derniers temps (Pénuries de matières premières, perturbation d'approvisionnement), SFBT a montré sa forte résilience et a confirmé son statut de valeur sûre. Sur les neuf premiers mois de l'année 2023, le chiffre d'affaires a évolué de 2,3% à 614,7 MDT.</li> <li>▪ SFBT a une position de leader confortable sur ses principaux segments d'activité (boissons gazeuses, bière, et eau minérale) avec une variété de produits bénéficiant d'une excellente réputation et d'un vaste réseau de vente au détail. Elle se distingue également par ses fondamentaux solides et sa capacité de génération de cash permettant une politique généreuse et récurrente de distribution de dividendes.</li> <li>▪ Soutien du groupe Castel, actionnaire de référence de la société.</li> <li>▪ En dehors des chiffres, nous pensons que SFBT a plus d'une corde à son arc pour pouvoir maintenir sa capacité bénéficiaire et sa rentabilité historiquement élevée dans un secteur d'activité bien maîtrisé.</li> <li>▪ Sur la cote de la bourse, SFBT reste une des valeurs les plus liquides vue sa taille et son profil de valeur sûre. C'est la valeur de fonds de portefeuille par excellence.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pénuries de matières premières, perturbation d'approvisionnement</li> <li>▪ Baisse du pouvoir d'achat des ménages</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>PGH</b> <i>Un conglomérat créateur de valeur</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Le groupe est actuellement un des principaux producteurs d'aliments pour animaux et de produits agroalimentaires en Tunisie, mais aussi avicole.</li> <li>▪ Le groupe est aussi fortement positionné sur le secteur des matériaux de construction notamment en céramique et en briques.</li> <li>▪ Le groupe PGH reste l'un des plus gros investisseurs de l'économie nationale (une moyenne annuelle de 200 MDT en CAPEX) et ce pour maintenir sa position sur le marché et accroître ses capacités de production mais aussi pour pénétrer de nouveaux segments et de nouveaux marchés afin de renforcer davantage son niveau d'intégration et se positionner sur les segments à fortes valeurs ajoutées.</li> <li>▪ PGH présente un profil de croissance durable. Les pôles intégration avicole et agroalimentaire se sont portées nettement mieux en 2023 après une année 2022 difficile. Au premier semestre 2023, le résultat net a augmenté de 22,5% à 48,6 MDT.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Persistance des difficultés sur les filières nutrition animale et avicole</li> <li>▪ Détérioration du pouvoir d'achat du consommateur tunisien</li> <li>▪ Faible liquidité du titre intéressant peu les investisseurs malgré la résilience du groupe et son poids dans l'indice Tunindex.</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Délice Holding</b> <i>Le premier groupe laitier tunisien</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Délice Holding est le premier groupe laitier tunisien. Il a capitalisé sur la force de la marque française Danone et sur un portefeuille de produits extrêmement diversifié. Il est le leader sur le pôle lait et produits frais et challenger sur les boissons et fromage.</li> <li>▪ Le groupe Délice se distingue par une forte innovation et des produits avec une forte qualité perçue par les clients. Afin de conserver cet avantage concurrentiel, le groupe a adopté une politique d'investissement intensive, visant l'amélioration continue de la qualité des produits et l'optimisation des standards de production, stratégie qui devrait être maintenue dans l'avenir.</li> <li>▪ Une structure financière saine avec un niveau d'endettement maîtrisé soit un gearing de 23% en 2022 et un ratio Dette nette/ EBE de 0.6x</li> <li>▪ Consolidation de la performance opérationnelle malgré une conjoncture économique défavorable, induisant des pressions inflationnistes et les changements des habitudes du consommateur tunisien.</li> <li>▪ L'année 2022 s'est soldée déjà par un résultat net part du groupe en hausse de 11,6% à 78,5 MDT. Au 30 septembre 2023, les revenus consolidés ont progressé de 11,3% à 1 071,3 MDT. Cette tendance haussière devrait continuer en 2024 malgré le contexte.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Les retombées négatives des dernières perturbations de la filière laitière sur la situation du groupe.</li> <li>▪ Hausse des prix des matières premières et faible part des exportations ce qui pourrait peser sur les niveaux de marge du groupe</li> <li>▪ Une politique de dividende peu généreuse</li> </ul>

<p style="text-align: center;"><b>SOTUVER</b> <i>Au diapason du rythme de la transformation du secteur</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La SOTUVER confirme son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec 60% du chiffre d'affaires destinée à l'export.</li> <li>▪ La croissance a été bien au rendez-vous au cours des dernières années. Les revenus consolidés sont en augmentation continue, portés essentiellement par l'augmentation du chiffre d'affaires de la société mère demeurant principal contributeur aux revenus du groupe. Les états financiers individuels au 30 juin 2023 ont affiché un résultat net en évolution de 24,1% à 21,1 MDT, une croissance qui devrait se consolider davantage en rythme annuel.</li> <li>▪ L'entrée en production en 2023 de la nouvelle filiale SOTUVER Glass Industrie a consolidé les performances du groupe. Cette deuxième SOTUVER, ayant le statut de totalement exportatrice, permettra de doubler la capacité de production vu qu'elle produira aussi 300 tonnes jour. Cette montée en capacité de production permettra de satisfaire les besoins grandissants des différents clients surtout historiques.</li> <li>▪ Potentielle ouverture du capital à un investisseur stratégique</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hausse du coût des matières premières et des coûts de transport</li> <li>▪ Hausse des prix de l'énergie</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Carthage Cement</b> <i>Un leader qui se redresse</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Consolidation de la position de leader du marché national et déploiement sur le marché européen grâce à l'obtention du marquage CE (pour son ciment CEM1) en attendant la certification de son ciment CEM 2 à meilleures marges pour la société.</li> <li>▪ Soulagement progressif de l'endettement grâce à l'amélioration de la capacité de la société à générer des cashs-flows.</li> <li>▪ Amélioration de la capacité bénéficiaire avec un résultat net prévu de 51 MDT en 2023, soit +43,1% comparé à 2022 malgré un contexte peu favorable</li> <li>▪ Un nouvel appel d'offres pour la cession de la participation de l'Etat sera probablement lancé en 2024</li> <li>▪ La signature d'un marché d'export d'un million de tonnes de ciment vers le marché américain, avec une option de 500 000 tonnes additionnelles. Une commande qui s'étalera sur 18 mois. Pas d'informations à cette date sur la concrétisation de ladite commande.</li> <li>▪ Un titre fort liquide</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Des perspectives à l'export limitées comparée à la capacité de production</li> <li>▪ Hausse des coûts de transport et d'énergie</li> <li>▪ Baisse de la demande interne en lien avec le secteur du BTP</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>TPR</b> <i>Un leader local aux ambitions internationales</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leader sur le marché, TPR est devenu en quelques années un groupe intégré en amont et en aval dans l'industrie des profilés aluminium. Une physionomie fruit d'une stratégie de croissance externe dynamique dont le but est d'ancrer le positionnement de la marque sur le marché local et de se distinguer davantage sur les marchés étrangers.</li> <li>▪ TPR a poursuivi sa performance commerciale en 2023 malgré la persistance des difficultés du secteur bâtiment organisé, la chute du marché libyen et l'augmentation démesurée des produits importés en provenance de la Chine et la Turquie.</li> <li>▪ A l'international, TPR est en train de consolider son positionnement et notamment sur le marché européen.</li> <li>▪ TPR affiche aussi une structure financière saine avec un niveau d'endettement faible, une rentabilité élevée et une politique de distribution de dividende récurrente et relativement stable. Le premier semestre 2023 s'est soldé par un résultat net en croissance de 8% à 13,8 MDT.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ralentissement du secteur du BTP en Tunisie et de la demande extérieure</li> <li>▪ Hausse du coût des matières premières</li> <li>▪ Concurrence déloyale des produits importés</li> </ul>

<p><b>Tunisie Leasing et Factoring</b> <i>Bilan positif sur tous les plans</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leader du marché en termes de mises en force et d'encours</li> <li>▪ Amélioration des différents agrégats en 2023. La société a quasiment multiplié ses bénéfices au premier semestre 2023 à 12,4 MDT</li> <li>▪ Forte présence sur le marché algérien avec une part de marché de 17%</li> <li>▪ Eventuelle cession de certaines participations de la société Alios Finance. Une plus-value devrait être constatée pour TLF qui détient directement et indirectement plus de 26% du capital de la société Alios Finance.</li> <li>▪ Société fondamentalement solide avec des niveaux de risque fortement maîtrisés et un retour en dividendes stable et récurrent.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Augmentation du coût du risque</li> <li>▪ Hausse du coût des ressources et rétrécissement des marges</li> <li>▪ Disponibilité du matériel roulant représentant entre 75% à 80% de la production du secteur</li> <li>▪ Dévaluation du dinar engendrant une cherté des véhicules et un ralentissement de l'activité</li> <li>▪ Titre peu liquide</li> </ul>
<p><b>Hannibal Lease</b> <i>Une croissance saine</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Acteur majeur du secteur avec une moyenne de 240 MDT de mises en force par an au cours des cinq dernières années</li> <li>▪ Troisième PDM en termes d'encours avec plus de 543 MDT à fin septembre 2023 correspondant à une part de 14,7%</li> <li>▪ Un taux de créances classées maîtrisé malgré la situation fragile des PME, core business de l'activité (10,3% à fin 2022)</li> <li>▪ Taux de croissance remarquable du résultat net. Après une année 2020 déficitaire où la société a subi un coût de risque important, HL a rapidement surmonté ce creux en affichant un résultat net de 4,1 MDT en 2021 et plus de 6 MDT en 2022. Au 1S2023, le résultat net a été multiplié par six à 4,5 MDT.</li> <li>▪ Un rendement dividende attrayant</li> <li>▪ Une éventuelle OPA facultative visant 22% du capital initié par le Fonds SANAD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Augmentation du coût du risque</li> <li>▪ Hausse du coût des ressources et rétrécissement des marges</li> <li>▪ Disponibilité du matériel roulant représentant entre 75% à 80% de la production du secteur de leasing</li> <li>▪ Dévaluation du dinar engendrant une cherté des véhicules et un ralentissement de l'activité</li> <li>▪ Titre peu liquide</li> </ul>
<p><b>Assurances Maghrebia</b> <i>Acteur majeur du secteur</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Appartenance à UFI GROUP, un des plus importants groupes d'affaires tunisiens qui opère sur 5 secteurs d'activité (finance, industrie, hôtellerie, immobilier et services) et qui se développe de plus en plus tant au niveau local qu'international en investissant dans le cœur de métier de ses secteurs d'activité.</li> <li>▪ Leader en assurances Hors automobile (PDM de 13,4%) et en assurances Incendie (PDM de 16,7%).</li> <li>▪ Une structure du CA bien favorable comparé au marché avec une moindre exposition au segment automobile qui reste le plus sinistré.</li> <li>▪ Une politique de placement diversifiée, équilibrée et rentable permettant de pérenniser la capacité bénéficiaire du groupe</li> <li>▪ Une capacité bénéficiaire en croissance continue. Le premier semestre 2023 s'est soldé par un résultat net en hausse de 12% à 17 MDT</li> <li>▪ Une marge de solvabilité confortable (384% en 2022) laissant apparaître un excédent de fonds propres pouvant soutenir la croissance future de l'activité et/ou augmenter l'appétence de la société au risque d'investissement ;</li> <li>▪ Un rendement dividende assez intéressant</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La hausse de l'inflation et les répercussions directes sur les coûts</li> <li>▪ Risque de récession économique</li> <li>▪ Titre peu liquide malgré un niveau de valorisation attrayant</li> </ul>
<p><b>Assurances Maghrebia Vie</b> <i>Un challenger à forte croissance</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Appartenance au groupe Maghrebia qui fait partie aussi du groupe de référence UFI GROUP</li> <li>▪ Numéro 1 en Assurances de personnes avec une part de marché de 14,4%.</li> <li>▪ Une rentabilité élevée et une génération récurrente de bénéfices même lors des années difficiles comme celles de 2019 et 2020 marquées par une augmentation de la sinistralité à cause de la pandémie COVID 19 ;</li> <li>▪ Une marge de solvabilité de 293% nettement supérieure à la norme exigée laissant apparaître un excédent de fonds propres pouvant soutenir la croissance future de l'activité et/ou augmenter l'appétence de la société au risque d'investissement ;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Détérioration du pouvoir d'achat</li> <li>▪ Titre très peu liquide malgré son jeune âge sur la bourse de Tunis pénalisant fortement la valorisation du titre par rapport à ses fondamentaux et ses peers.</li> </ul>

### Informations importantes

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.



**MAC SA**

**GREEN CENTER BLOC C, RUE DU LAC CONSTANCE – 1053 LES BERGES DU LAC – TUNISIE**

**TEL : + 216 71 137 600**

**FAX : + 216 71 960 903**

**EMAIL : [macsa@macsa.com.tn](mailto:macsa@macsa.com.tn)**

**Web : [www.macsa.com.tn](http://www.macsa.com.tn)**

