

## Les opportunités d'investissement en bourse

- Conjoncture économique internationale et nationale
- Rétrospective boursière de 2021 et perspectives de 2022
- Portefeuille type de Tunisie Valeurs
- Valeurs adaptées aux petits tickets et au profil CEA
- Valeurs sous surveillance positive

**Tunisie Valeurs**  
LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

Filiale du groupe



## I) Conjoncture économique internationale : une reprise forte mais essouffée et déséquilibrée

▪ En 2021, la reprise mondiale a été plutôt forte. Toutefois, elle a été essouffée par la résurgence des énièmes vagues pandémiques. Par ailleurs, le rebond économique a, également, perdu de son élan face à l'envolée de la demande de biens, aux goulets d'étranglement dans les chaînes de production et aux pressions sur les prix. Des déséquilibres ont, de surcroît, émergé selon les secteurs, notamment ceux impliquant des contacts physiques, tels que : les voyages, le tourisme et les loisirs, alors que la demande de biens de consommation a été vigoureuse, en particulier aux États-Unis.

▪ Selon le Fonds Monétaire International, l'économie mondiale devrait croître de 5,9% en 2021 et de 4,4% en 2022. La mise à jour de Janvier 2022, en effet, révisé à la baisse (-0,5 point de pourcentage) les prévisions d'Octobre 2021 pour l'année 2022. La révision à la baisse des prévisions pour 2022 résulte d'une dégradation anticipée de la situation dans les pays avancés, en partie en raison des ruptures d'approvisionnement, et dans les pays en développement à faible revenu, principalement en raison de l'aggravation de la dynamique de la pandémie. En 2021, la reprise a été inégale aussi dans les économies avancées. Le PIB aux États-Unis s'est redressé plus rapidement qu'en Europe. Cette évolution est partiellement compensée par des perspectives à court terme plus favorables pour certains pays émergents et pays en développement exportateurs de produits de base. En 2023, le FMI estime que la croissance mondiale devrait s'établir à environ 3,8%.

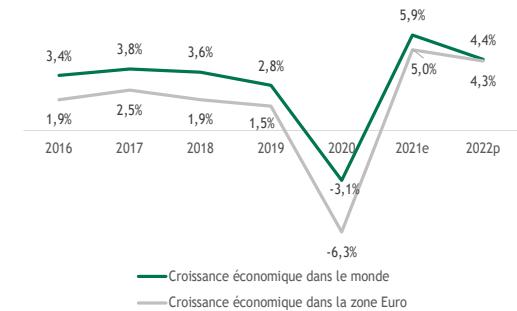
▪ La résurgence des tensions inflationnistes risque de durer plus longtemps. En effet, les flambées de Covid-19 et les intempéries ont provoqué des pénuries d'intrants essentiels et entraîné une baisse de l'activité manufacturière dans plusieurs pays. D'autre part, ces pénuries, conjuguées à la libération de la demande refoulée et au rebond des prix des produits de base, ont entraîné une accélération de la hausse des prix à la consommation dans de nombreux pays avancés, émergents et en développement. La hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie frappe en particulier les ménages modestes. C'est dans les pays à faible revenu, où l'insécurité alimentaire est la plus criante, que les prix des denrées alimentaires ont le plus augmenté, alourdissant le fardeau des ménages les plus pauvres et attisant le risque de troubles sociaux.

▪ La construction automobile est l'une des principales activités industrielles frappées aujourd'hui par les pénuries de biens intermédiaires, comme les semi-conducteurs, et par les difficultés du transport maritime et des approvisionnements en métaux. La production et les ventes du secteur automobile ont diminué dans le monde entier, tandis que les prix des véhicules neufs et d'occasion sont en hausse dans un certain nombre de pays.

## II) Conjoncture économique nationale: une croissance molle, tempérée par la résurgence de la pandémie

▪ En 2021, la crise sanitaire en Tunisie a continué de peser sur l'activité des opérateurs économiques. Les indicateurs économiques à fin décembre 2021 font état d'une reprise économique plus lente que prévu, d'une accélération de l'inflation, d'un niveau des échanges s'approchant de celui d'avant crise et d'une baisse des réserves en devises suite au paiement de deux échéances d'emprunts internationaux. La reprise économique a été également minée par le flou politique et par l'absence de plan de relance, de réformes et de visibilité.

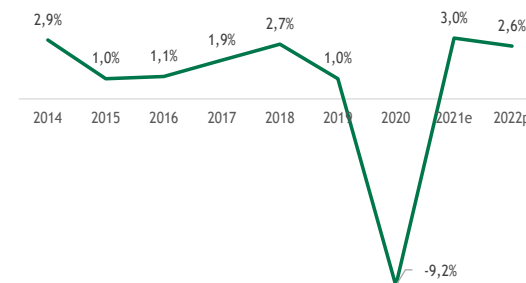
La croissance économique dans le monde et dans la Zone Euro



Source: FMI

*«Le rebond économique a perdu de son élan face à l'envolée de la demande de biens, aux goulets d'étranglement dans les chaînes de production, aux pressions sur les prix et à la résurgence des énièmes vagues pandémiques»*

La croissance du PIB de la Tunisie



Sources: INS et ministère des finances

## 1) Une croissance en deçà des attentes

▪ Tempérée par la résurgence de la pandémie, la croissance économique en Tunisie a évolué en dents de scie courant 2021. En glissement annuel, la progression de l'activité économique a été de -1,7%, +16,2% et de +0,3% respectivement à la fin du premier, deuxième et troisième trimestres. Sur les neuf premiers mois de 2021, la croissance s'est établie à +3,8%, après avoir chuté de -10,3% au cours des neuf premiers mois de 2020. L'avènement du variant Omicron, très transmissible, ralentira certainement la croissance au quatrième trimestre de l'année passée. L'efficacité de la campagne de vaccination entamée depuis le deuxième trimestre de 2021, devrait amortir, toutefois, l'ampleur des dégâts. Selon les projections du FMI qui datent d'Octobre 2021, la croissance du PIB en perte de vitesse, devrait s'établir à 3% en 2021 et à 3,3% en 2022.

## 2) Une nette accélération de l'inflation

▪ Au mois de Décembre 2021, l'inflation a confirmé sa tendance haussière en augmentant pour le troisième mois consécutif pour s'établir à 6,6% après 6,4% en Novembre et 6,3% en Octobre. Cette progression porte la marque essentiellement l'accélération du rythme des hausses des prix des produits alimentaires (7,6% contre 6,9%) ainsi que des prix du groupe meubles, article de ménage et entretien courant du foyer (5,2% contre 4,8%). Le taux d'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) a reculé à 6,4% après 6,5% le mois précédent. Selon la BCT, le taux d'inflation moyen s'est établi à 5,7% sur l'ensemble de l'année 2021 (contre 5,6% en 2020) et devrait avoisiner 6,8% en 2022, avant de s'atténuer à 5,6% en 2023.

▪ L'accélération de l'inflation s'explique notamment, par la flambée des prix internationaux des produits de base et des matières premières transmises aux prix à l'importation, portant ainsi la marque d'un accroissement quasi-généralisé des prix au niveau des différents secteurs d'activité, à savoir : les secteurs minier, agro-alimentaire, ainsi que ceux des industries mécaniques et électriques et du textile, habillement et cuir.

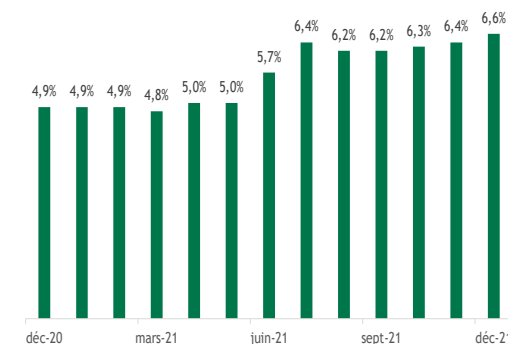
## 3) Les échanges commerciaux retrouvent leur dynamisme d'avant crise

▪ **Amélioration des exportations** : Les exportations se sont hissées de 20,5% pour atteindre 46,6 Mds de Dt à fin 2021, contre une baisse de -11,7% en 2020. L'amélioration des exportations a concerné plusieurs secteurs, notamment: le secteur de l'énergie (+39%), des mines, phosphates et dérivés (+83,2%), des textiles, habillement et cuirs (+14,4%, et celui des industries mécaniques et électriques (+21,9%). En revanche, les exportations des industries agro-alimentaires se sont contractées de 3,9%.

▪ **Hausse des importations** : les importations se sont accrues de 22,2% pour s'établir à 62,8 Mds de Dt, contre une baisse de -18,7% en 2020. Cette hausse provient de l'augmentation des importations des biens d'équipement (+16%), des matières premières et demi-produits (+29,7%), des biens de consommation (+17%) et de l'énergie (+29,3).

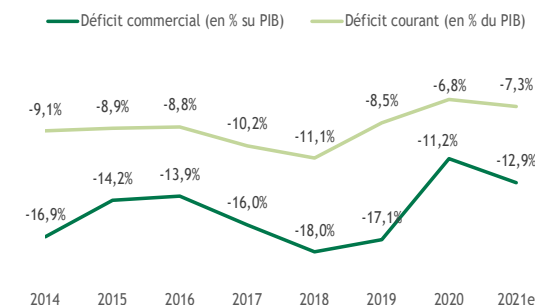
▪ Sur l'ensemble de l'année 2021, le solde de la balance commerciale s'est établi à 16,2Mds de Dt, soit -12,9% du PIB. Le taux de couverture a perdu 1 point pour s'établir à 74,2%. Le solde de la balance commerciale hors énergie a été de -10,9 Mds de Dt.

Evolution de l'inflation moyenne



Source: BCT

Evolution des principaux soldes extérieurs



Sources: FMI, BCT

« L'avènement du variant Omicron, très transmissible, ralentira certainement la croissance de la Tunisie au quatrième trimestre de 2021. Le FMI estime que la croissance du PIB serait de 3% en 2021 »

## 4) Des réserves de change en baisse

Les réserves en devises se sont élevées à 7 998 MUSD (ou 136 jours d'importation), à fin 2021, en baisse de -6% comparativement à leur niveau un an auparavant (8 490 MUSD ou 162 jours d'importation). Cette baisse trouve son origine dans la régression du volume des ressources extérieures mobilisées et au remboursement à la fin du mois de Juillet 2021 et au début du mois d'Août, de deux emprunts contractés sur le marché financier international (pour plus de 1 milliard de dollars américains).

## 5) Un déficit budgétaire qui se creuse et un endettement alarmant

Selon la loi des finances rectificative pour 2021, le déficit budgétaire est attendu à 10,4 Mds de Dt (8,3% du PIB) à fin 2021, contre 11,2 Mds de Dt (9,6% du PIB) une année auparavant. Cette relative atténuation trouve son origine dans la réduction du déficit primaire à 6,6 Mds de Dt (ou 5,3% du PIB) après 7,5 Mds de Dt (6,4% du PIB) en 2020.

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).

La loi de finances pour l'année 2022 prévoit une hausse de +3,2% du budget de l'Etat à 57,3 milliards de dinars, contre 55,5 milliards de dinars prévu dans la loi de complémentaire de 2021. En 2022, Le Gouvernement prévoit un déficit budgétaire de 8 548 MDt, soit 6,1% du PIB, contre un déficit de 10 417 MDt prévu dans la loi de la LFC de 2021, représentant 8,3% du PIB en 2021. Ce léger apaisement, en 2022, reflète, une hausse plus importante des recettes fiscales (+12%) que celle des dépenses de gestion (+6%) et traduit une contraction de -8% du service de la dette. En 2022, la dette publique devrait atteindre 114,1 Mds de Dt, soit 82,6% du PIB, contre 85,6% dans la loi de finances complémentaire pour l'année 2021.

### Evolution du Budget de l'Etat

#### Evolution des ressources

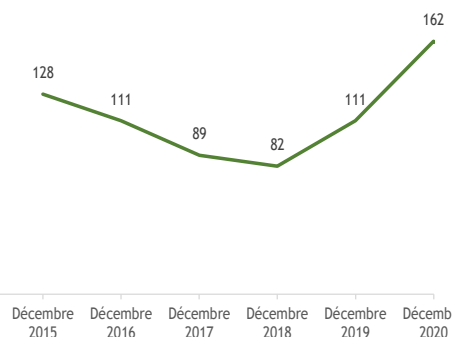
Ressources (MDt)	2019	2020 LFC	2021 LFC	LF2022	En % LF2022-LFC 2021
<b>Ressources propres</b>	<b>32 185</b>	<b>30 221</b>	<b>34 449</b>	<b>38 618</b>	<b>12%</b>
<i>Fiscales</i>	28 901	26 407	30 816	35 091	14%
<i>Non fiscales</i>	3 284	2 757	3 103	3 527	14%
<b>Emprunts</b>	<b>10 089</b>	<b>19 491</b>	<b>21 071</b>	<b>18 673</b>	<b>-11%</b>
<i>Intérieur</i>	2 640	11 948	8 120	7 331	-10%
<i>Extérieur</i>	7 053	7 364	12 150	12 652	4%
<i>Autres (Ressources de trésorerie)</i>	397	179	801	- 1 310	-
<b>Total Ressources</b>	<b>42 274</b>	<b>49 712</b>	<b>55 520</b>	<b>57 291</b>	<b>3,2%</b>

Source: Ministère des finances

#### Evolution des dépenses

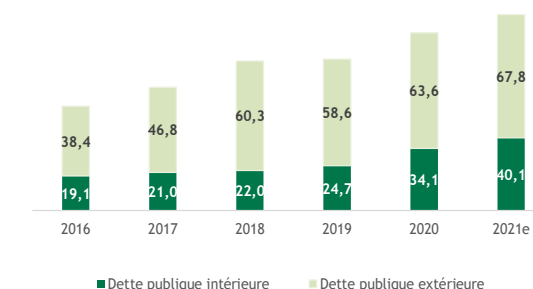
Dépenses (MDt)	2019	2020 LFC	2021 LFC	LF2022	En %
<b>Dépenses de gestion</b>	<b>26 433</b>	<b>33 753</b>	<b>35 939</b>	<b>38 166</b>	<b>6%</b>
<i>Salaires</i>	16 765	19 547	20345	21573	6%
<i>Compensation</i>	4 790	4 486	6 027	7 260	20%
<b>Autres</b>	<b>4 878</b>	<b>9 720</b>	<b>9 567</b>	<b>9 333</b>	<b>-2%</b>
<b>Dépenses d'Investissement</b>	<b>6 140</b>	<b>3 826</b>	<b>4 218</b>	<b>5 000</b>	<b>19%</b>
<b>Service de la dette</b>	<b>9 601</b>	<b>11 588</b>	<b>15 213</b>	<b>14 025</b>	<b>-8%</b>
<i>Principal</i>	6 396	7 454	11 129	10 025	-10%
<i>Intérêt</i>	3 205	4 134	4 084	4 000	-2%
<b>Crédits et avances sur trésor</b>	<b>100</b>	<b>545</b>	<b>150</b>	<b>100</b>	<b>-33%</b>
<b>Total Dépenses</b>	<b>42 274</b>	<b>49 712</b>	<b>55 520</b>	<b>57 291</b>	<b>3,2%</b>

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



Source: BCT

### Evolution des principaux indicateurs d'endettement public (en MDt)



Source: Ministère des finances

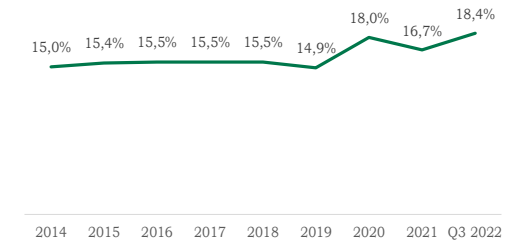
## III) Perspectives

La lenteur de la reprise en Tunisie s'explique notamment par : 1/ la dépendance du pays au tourisme et aux services de transport ; 2/ la chétive reprise du secteur des énergies (qui pâtit de problèmes sociaux et opérationnels) ; 3/- la rigidité du climat des affaires, de la restrictions sur les investissements et la concurrence limitant la réallocation des ressources dans l'économie ; 4/ la quasi-faillite des entreprises publiques et par 5/ l'instabilité politique et l'absence de visibilité et de plans de relance. Au vu des difficultés multidimensionnelles auxquelles le pays fait face (croissance modérée de l'économie et de l'emploi, hausse de l'inflation, resserrement budgétaire aigu et aggravation de l'endettement public ...), les risques pèsent sur les perspectives économiques et l'arbitrage des pouvoirs publics est devenu encore plus complexes.

La clôture du Budget de l'Etat de 2022, suppose l'obtention d'un financement auprès du Fonds Monétaire International. Ce dernier recommande aux autorités locales d'adopter un pacte social afin d'exercer un contrôle sur la masse salariale de la fonction publique, les subventions énergétiques mal ciblés, le secteur informel, la fiscalité (non équitable), la corruption et l'environnement des affaires. Le FMI appelle également les autorités à mettre en place un plan de réformes des entreprises publiques, notamment que plusieurs d'entre elles, bénéficiant de la garantie de l'Etat, risquent la faillite sous le fardeau de la dette. Selon le Fonds, toutes les initiatives doivent être ancrées dans des cadres crédibles à moyen terme et étayées par des mesures réalisables sur le plan des recettes et des dépenses.

Seul un plan de réformes à moyen terme comportant des mesures douloureuses (celles d'ordre social) et favorisant la libéralisation de l'initiative économique et entrepreneuriale et l'investissement pourrait assurer une croissance durable et inclusive à moyen terme et réduire la dépendance à l'endettement.

### Evolution du chômage



Source: INS

## Principaux indicateurs économiques

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
PIB (en milliards de dinars)	84,7	90,4	97,4	105,6	113,8	114,4	125,9	139,2
Taux de croissance du PIB	1,0%	1,1%	1,9%	2,7%	1,0%	-9,2%	3,0%	2,6%
Taux d'investissement (% du PIB)	20,0%	18,4%	19,4%	21,1%	17,2%	7,0%	10,5%	-
Taux d'épargne	10,3%	9,1%	8,9%	9,6%	9,4%	4,6%	6,40%	-
Taux d'inflation	4,9%	3,7%	5,3%	7,3%	7,0%	5,7%	5,7%	6,8%
Budget de l'Etat (en milliards de dinars)	26,9	29,2	34,3	37,8	42,3	49,7	55,5	57,2
Déficit budgétaire (% du PIB)	-4,8%	-6,1%	-6,1%	-4,8%	-3,5%	-11,7%	-8,9%	-5,9%
Dette publique (en milliards de DT)	46,9	57,5	67,9	82,3	83,3	97,7	107,8	114,1
Dette publique (% du PIB)	55,4%	63,6%	69,7%	77,9%	73,2%	85,4%	85,6%	82,0%

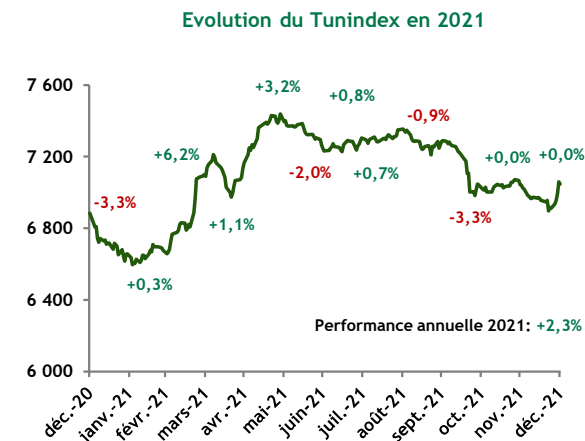
Source: INS, FMI et ministère des finances

◆ Gagnés par l'euphorie au début de l'année puis plongés dans un état de torpeur à partir du mois de Mai, les investisseurs auront été animés tout au long de l'année écoulée par une large palette de sentiments. L'indice vedette termine, au final, l'année 2021 sur une note légère d'optimisme, rompant, ainsi, avec deux exercices consécutifs de flop boursier.

◆ Nous abordons l'année 2022 avec un certain nombre de convictions et quelques interrogations. 2022 sera l'année de l'avancement de la campagne de vaccination contre la Covid-19 et celle de la poursuite de la croissance économique de rattrapage. Les questions résultent davantage de la réponse du *policy-mix* ainsi que de l'évolution de la situation socio-politique.

◆ Certes, la relative stabilité des taux (quoique élevés), le niveau plancher des valorisations et la perspective de la poursuite de la normalisation de l'activité économique rendent les investisseurs confiants. Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2022 en raison d'une possible énième vague de contamination, notamment au nouveau variant du Coronavirus: Omicron. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques sur les deux dernières années seront encore ressentis en 2022. Toujours est-il que dans le contexte actuel, des opportunités d'investissement peuvent se présenter. Le *stock picking* demeure le mot d'ordre. La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat incertain. 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 2022, notre stratégie d'investissement est axée sur les thématiques suivantes: 1) jouer la défensive, 2) rester aux aguets sur les valeurs exportatrices, 3) profiter du réveil de l'industrie, 4) viser les *Blue Chips* bancaires et 5) profiter de la mise sur le marché d'un leader dans le secteur de la distribution de l'IT en Tunisie.



« L'essentiel de la performance de l'indice de référence a été réalisé sur le mois de Mars (+6,2%), mois qui a été marqué par la publication de la note de la BCT, levant la suspension de la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers.»

## 2021: une année en deux temps

■ 2021 ressemble à bien des égards à une prolongation de l'année 2020. L'activité boursière y a connu des moments difficiles et une forte volatilité. La poursuite de la crise de la Covid-19 et d'autres aléas sur le plan national ont affecté brusquement la tendance générale du marché.

■ A l'image des dernières années, le marché a connu un parcours boursier en deux teintes. Après le marathon du premier semestre, le marché s'est embarqué dans une vague baissière. La brise 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, 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:** Après un début d'année morose perturbé par les tractations politiques, le marché a été emporté par une vague d'euphorie qui s'est déclenchée à partir du mois de Mars. Et pour cause, la publication courant ce mois de la note de la BCT\*, levant la suspension de la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers.

« Durant l'année 2021, l'activité boursière a connu des moments difficiles et une forte volatilité. La poursuite de la crise de la Covid-19 et d'autres aléas sur le plan national ont affecté brusquement la tendance générale du marché »

\* Note de la BCT n° 2021-08 du 19 Mars 2021.

▪ Dans une place dominée par les investisseurs particuliers, les annonces de dividendes revêtent un intérêt capital et la reprise de la distribution des dividendes par les banques, en 2021, au titre des exercices 2019 et 2020 a créé un effet d'entraînement sur l'ensemble du marché.

▪ Cette phase de reprise, qui s'est poursuivie jusqu'au mois de Mai, est certes le reflet de la bonne orientation des valeurs bancaires. Cependant, elle traduit aussi un rebond quasi-généralisé de l'activité pour la majorité des sociétés cotées, après une année 2020 éprouvante sur fond de confinement général. Au 28 Mai 2021, l'indice de référence affiche une performance annuelle de 8,1%.

**2) Un deuxième semestre mouvementé:** Si le marché a montré une résistance appréciable face à la morosité ambiante, jusqu'au mois de Mai, l'exacerbation du flou politique généré par les décisions du Président de la République du 25 Juillet et la dégradation de la note souveraine par l'agence de notation Moody's en Octobre ont porté un coup dur au marché, affaiblissant de nouveau la confiance des investisseurs et enfonçant le Tunindex dans un mouvement baissier. A partir du mois de Mai et jusqu'à la fin de l'année, le marché a effacé une bonne partie du gain engrangé (une correction de -5,3%).

▪ Au final, alors que la Tunisie continue à être sous la coupe de la pandémie Covid-19 et que la campagne de vaccination contre la Covid-19 presse le pas, le marché s'est bien défendu affichant une performance de 2,3% et rompan, ainsi, avec deux années baissières de suite.

▪ Dans un climat globalement morose, les nouveaux émetteurs se sont faits timides sur le marché. Une seule introduction en bourse a été constatée en fin d'année. SMART Tunisie, le leader incontestable dans le secteur de la distribution de l'IT en Tunisie a intégré la cote 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. L'IPO de SMART Tunisie a rencontré un succès mitigé (l'OPF étant sursouscrite 1,25x), reflétant l'ambiance tendue sur le marché et dans le pays en général.

▪ Malgré l'introduction en bourse de SMART Tunisie (une capitalisation boursière *post-money* de 184,4MDt), la capitalisation de notre marché actions n'a que peu augmenté sur l'année. En effet, elle a enregistré une légère hausse de 0,7% à 23,3 milliards de dinars. A noter que ce montant tient compte de la radiation, courant le mois de Janvier 2021, des actions de la société STEQ dont la capitalisation boursière à la veille de sa radiation s'est élevée à 9,1MDt. Ainsi, le nombre de valeurs admises à la cote de la bourse a été maintenu à 80, à la fin de l'année 2021.

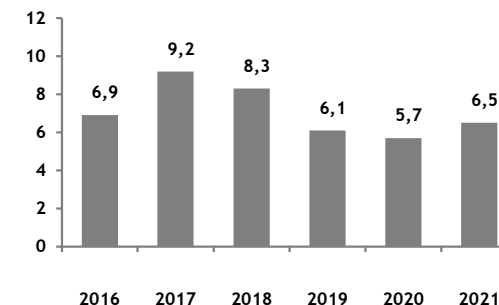
▪ 2021 a été marquée par une relative accélération du rythme des échanges, comparativement à 2020. Les capitaux transigés se sont accrus de 13,4% à 1,6 milliard de dinars, soit une moyenne quotidienne de 6,5MDt. Le marché des blocs continue à jouer son rôle de tremplin des échanges sur le marché. Ce compartiment du marché a cumulé des capitaux de 563,7MDt, en 2021, contre un flux de 229,9MDt, en 2020.

▪ L'investissement étranger a aligné une deuxième année consécutive dans le rouge. Au 31 Décembre 2021, les étrangers ont été vendeurs nets de 277,4MDt. Mais ce chiffre est à relativiser, car les ventes des étrangers (une enveloppe de 330,7MDt) intègrent la cession de 39% du capital de l'UBCI, par le Groupe BNP Paribas, au Groupe Carte. Cette opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe de 183,3MDt, valorisant l'UBCI à 470MDt. En général, cette pression vendeuse est due à la dégradation de la situation économique, à la situation alarmante des finances publiques, au manque de visibilité politique, à la poursuite du glissement du dinar et à l'embellie boursière observée dans les marchés développées et les marchés « *frontier* », autres que le marché tunisien. Tenant compte de ce qui précède, la participation étrangère dans la bourse de Tunis s'est rétractée de 2,2 points de pourcentage, en 2021, à 23,1%.

## Les principaux événements qui ont marqué la tendance générale du marché en 2021

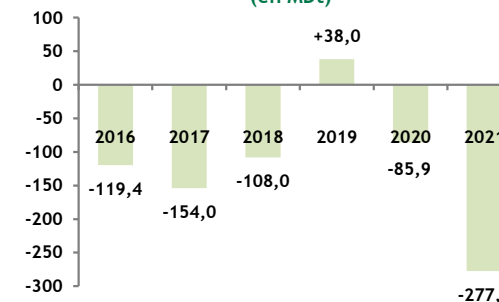
Date	Evènement
19 Mars 2021	Publication de la note de la BCT n°2021-08 autorisant la distribution conditionnée par les banques et les établissements financiers des dividendes au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020.
25 Juillet 2021	Instauration des « mesures exceptionnelles » par le Président de la République avec le gel du parlement et le limogage du Gouvernement de M. Hichem MECHICHI.
A partir du 8 Août 2021	Accélération de la campagne nationale de vaccination contre la Covid-19 avec l'organisation de plusieurs journées porte-ouverte de vaccination.
11 Octobre 2021	Nomination du Gouvernement de Mme Najla BOUDEN ROMDHANE.
15 Octobre 2021	Dégradation de la note souveraine de la Tunisie de « B3 » à « Caa1 » par l'agence de notation Moody's.

## Evolution des volumes journaliers moyens (en MDt)



**« La mise sur le marché de SMART Tunisie a rencontré un succès mitigé (l'OPF étant sursouscrite 1,25x), reflétant l'ambiance tendue sur le marché et dans le pays en général »**

## Solde des transactions des investisseurs étrangers (en MDt)



▪ En 2021, tous les titres négociés sur le marché alternatif ont été transférés au marché principal. On attend toujours le lancement de la nouvelle version du marché alternatif qui sera réservée aux sociétés qui ont choisi l'accès à ce marché par l'admission à la négociation de leurs titres au moyen d'une augmentation de capital sans recours à l'appel public à l'épargne au profit d'investisseurs avertis ou dans le cadre d'une cession des participations détenues par les acteurs du capital risque au profit également d'investisseurs avertis.

▪ Depuis Juillet dernier, la BVMT a mis en place un nouveau compartimentage du marché principal. Désormais, les émetteurs sont affectés aux compartiments du marché principal comme suit :

1) Le compartiment « A » inclut les émetteurs dont la capitalisation boursière est supérieure ou égale à 200MDt.

2) Le compartiment « B » inclut les émetteurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 200MDt.

3) Le compartiment « S » (Sous Surveillance) inclut les émetteurs qui :

i/ ne respectent pas leurs obligations en matière d'information financière.

ii/ sont touchés par des événements susceptibles de perturber durablement leur situation ou compromettre le bon fonctionnement du marché.

▪ Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à manifester un fort appétit pour les émissions obligataires. 17 émissions obligataires, dont 10 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1er Janvier au 31 Décembre 2021) pour une enveloppe totale de 581MDt (contre 21 levées pour 816,7MDt en 2020).

▪ Nonobstant la morosité ambiante, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Malgré la réduction du nombre de véhicules en activité à 115 entités, l'actif net de la gestion collective a relativement repris du poil de la bête (+2,8% à 4,8 milliards de dinars avec une collecte additionnelle nette de 130MDt).

▪ Du côté du Trésor, depuis le début de l'année, il a effectué 15 adjudications de BTA (y compris trois adjudications d'échange), ce qui lui a permis de lever 3498MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3000MDt. Sur le court terme, le Trésor a levé 6013,5MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 450MDt). Ce montant tient compte de 9 émissions exceptionnelles faites exclusivement auprès des banques, et portant sur 5819,1MDt.

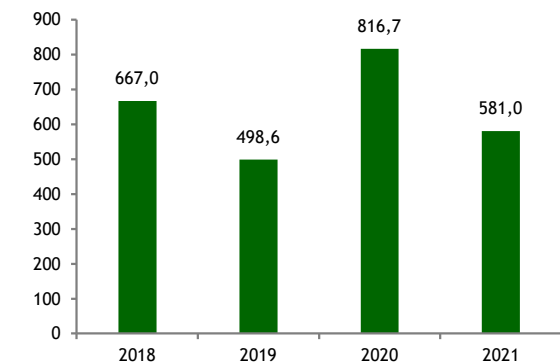
▪ Outre les adjudications ordinaires, exceptionnelles et d'échange de bons de Trésor, l'Etat a mobilisé des ressources internes courant les mois de Juin, Août et Novembre par le biais d'un emprunt obligataire national émis en trois tranches. La première tranche (dont les souscriptions ont été ouvertes le 21 Juin et clôturées le 28 Juin) a permis au Trésor de lever 715,6MDt sur le marché. La deuxième tranche (dont les souscriptions ont été ouvertes le 18 Août et clôturées le 24 Août) a valu au Trésor de lever une enveloppe additionnelle de 467,9MDt. Enfin, la troisième tranche (dont les souscriptions ont démarré le 3 Novembre et ont été clôturées le 12 Novembre) a permis de reflouer les caisses de l'Etat d'un montant de 622,5MDt. Au total, l'emprunt national a permis de lever des fonds de 1,8 milliard de dinars pour financer le Budget de l'Etat.

## Quelle stratégie d'investissement à adopter en 2022?

▪ Après une année 2021 marquée par le redémarrage de l'économie mondiale à la faveur de larges campagnes de vaccination et des mesures de soutien prises notamment par les gouvernements, le rythme de la croissance pourrait être moins vigoureux en 2022 et inférieur aux attentes actuelles.

*«En 2021, tous les titres négociés sur le marché alternatif ont été transférés au marché principal. Depuis Juillet 2021, la BVMT a mis en place un nouveau compartimentage du marché principal. Désormais, les émetteurs sont affectés soit au compartiment «A», soit au compartiment «B» ou soit au compartiment «S» »*

Evolution des émissions obligataires privées (en MDt)



Chiffres clés du marché financier	2018	2019	2020	2021
Performance du Tunindex	+15,8%	-2,1%	-3,3%	+2,3%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	24,4	23,7	23,1	23,3
Capitalisation boursière en % PIB	23,2%	20,8%	20,8%	18,5%
Nombre de sociétés cotées	82	81	80	80
Volumes de transaction (en MDt)	2 065	1 522	1 423	1 614
Participation étrangère	24,9%	24,7%	25,3%	23,1%
Nombre d'OPCVM en activité	124	119	119	115
Actifs gérés des OPCVM en MDt	3 956	3 675	4 683	4 813



- Surtout, les trajectoires économiques pourraient continuer de diverger selon les régions en raison, principalement, de l'hétérogénéité des politiques économiques menées à travers le monde.
- En Tunisie, nous abordons l'année 2022 avec un certain nombre de convictions et quelques interrogations. 2022 sera l'année de l'avancement de la campagne de vaccination et celle de la poursuite de la croissance économique de rattrapage. Les questions résultent davantage de la réponse du *policy-mix* ainsi que de l'évolution de la situation socio-économique.
- Certes, la relative stabilité des taux (quoique élevés), le niveau plancher des valorisations et la perspective de la poursuite de la normalisation de l'activité économique rendent les investisseurs confiants. Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2022 en raison d'une possible énième vague de contamination, notamment au nouveau variant du Coronavirus: Omicron. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques sur les deux dernières années seront encore ressentis en 2022. Toujours est-il que dans le contexte actuel, des opportunités d'investissement peuvent se présenter. Le *stock picking* demeure le mot d'ordre. La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat incertain.
- 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 prochaine, notre stratégie d'investissement est axée sur les thématiques suivantes:

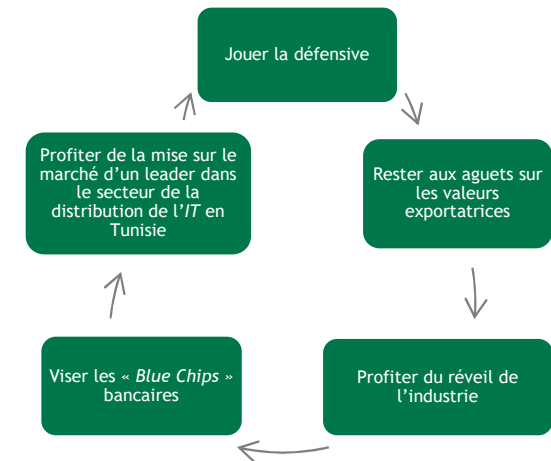
## 1) Jouer la défensive

- Quand la morosité ambiante gagne la bourse, les valeurs défensives retrouvent leur attrait auprès des investisseurs fébriles. Nous recommandons un positionnement sur **SFBT**, **Délice Holding**, **SAH Lilas**, **Land'Or**, **UNIMED** et **Céréalis**. Ces six 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'étrouffement du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.
- A l'évidence, ces valeurs subissent les contrecoups du ralentissement de la demande mondiale et des effets de second tour des perturbations des chaînes 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 aux Groupes **One Tech**, **Euro-Cycles**, **Telnet** et à la société **New Body Line**. La manne financière des quatre valeurs, leur tournant vers l'innovation (tournant croissant vers la mécatronique pour **One Tech**, montée en puissance du vélo électrique pour **Euro-Cycles**, ciblage de l'activité « *aérospace* » pour **Telnet** et positionnement sur les produits techniques pour **NBL**), la perspective d'un rebond de leur activité dans les prochaines années et leur bonne qualité de management nous semblent opportuns.

### Stratégie d'investissement « actions » en 2022



« Les valeurs défensives devraient être la composante essentielle, l'épine dorsale de chaque portefeuille investi en bourse en cette période difficile »

« 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 aux Groupes **One Tech**, **Euro-Cycles**, **Telnet** et à la société **New Body Line** »

▪ 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 sous la loupe des investisseurs.

▪ Sur le long terme, nous restons optimistes pour les valeurs exportatrices. Ces dernières pourront profiter d'une potentielle reconfiguration des chaînes d'approvisionnement à l'échelle planétaire. Les multinationales et les grands groupes industriels devraient, dès la sortie de la crise, songer à la 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 chaînes de production mondiales, les sociétés exportatrices tunisiennes pourront investir dans la compétitivité, accroître leur capacité de production et fortifier leur positionnement dans les chaînes de valeur mondiales.

### 3) Profiter du réveil de l'industrie

▪ Les indicateurs d'activité au 31 Décembre 2021 le montrent : un rebond technique de l'activité industrielle pour l'année 2021 a été enregistré pour la majorité des sociétés industrielles. Les prémices de normalisation de l'activité, après une année 2020 éprouvante sur fond de confinement général, se traduisent par une croissance à deux chiffres au niveau du chiffre d'affaires pour la majorité des compagnies industrielles.

▪ Nous recommandons une exposition aux titres **SOTUVER**, **TPR** et **MPBS**. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position confortable sur le plan commercial, ces groupes affichent des réalisations satisfaisantes en 2021 qui laissent entrevoir un excellent cru 2021.

### 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. Outre la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de la récupération du manque à gagner en termes de commissions et malgré l'élargissement attendu de la masse salariale, les banques devraient afficher une amélioration de leur capacité bénéficiaire en raison de la non-réurrence des dons au fonds pour la lutte contre le Coronavirus 1818 déboursés en 2020.

▪ Il convient de souligner que le manque de visibilité entache davantage le coût du risque à accuser en 2021 et en 2022. Ce dernier devra continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture dégradée et d'une situation tendue au niveau de la trésorerie des entreprises. En tout état de cause, les réserves de solvabilité accumulées par les banques sur les deux dernières années, en raison des conditions de distribution de dividendes fixées par la BCT, en 2021, afin de maintenir un matelas de solvabilité, permettront aux banques d'absorber le choc de la crise.

▪ 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 des 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 et à rebondir dès les premiers signes de reprise. C'est en ce sens que nous continuons à choisir la **BIAT** et **Attijari Bank** à l'achat. Les multiples actuels de ces *Blue chips* intègrent la baisse de l'activité en 2020 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques.

*« Toute dépréciation éventuelle du dinar dans les prochaines années devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre sous la loupe des investisseurs »*

*« Nous recommandons une exposition aux titres SOTUVER, TPR et MPBS. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position confortable sur le plan commercial, ces groupes affichent des réalisations satisfaisantes en 2021 qui laissent entrevoir un excellent cru 2021 »*

*« Les multiples actuels de la BIAT et Attijari Bank intègrent la baisse de l'activité en 2020 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques »*

## 5) Profiter de la mise sur le marché d'un leader dans le secteur de la distribution de l'IT en Tunisie

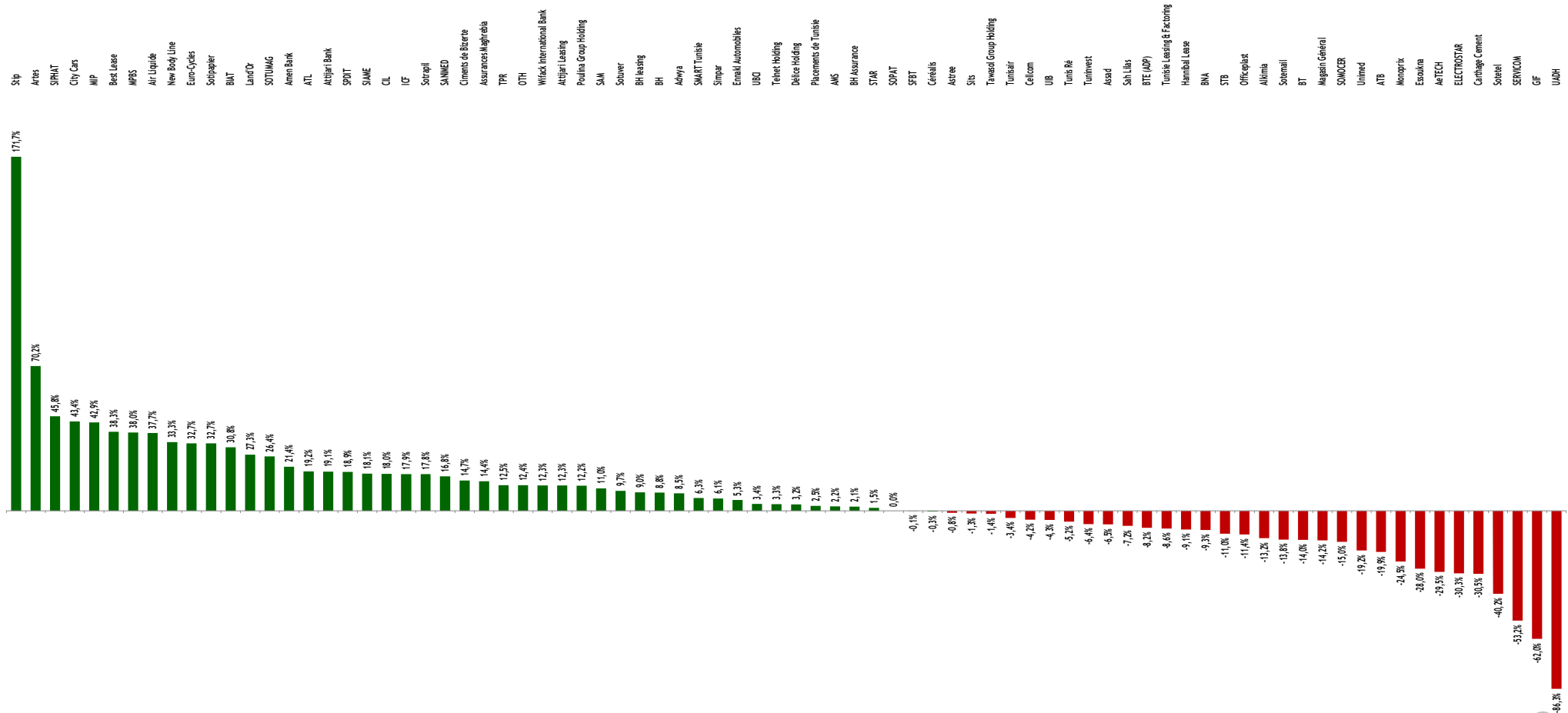
▪ **SMART Tunisie**, le leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, s'est introduit sur le marché principal de la cote de la bourse via une opération mixte de cession de titres (46MDt) et d'augmentation de capital (10MDt). La levée de fonds permettra au Groupe de renforcer son assise financière et de financer un programme d'investissement, portant sur une enveloppe de 17MDt.

▪ La valorisation affichée par le Groupe est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, **SMART Tunisie** 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 intégrons la nouvelle recrue du marché boursier, **SMART Tunisie**, dans notre portefeuille type pour 2022.

Principaux multiples du marché actions*	2019	2020	2021e
P/E	9,3x	11,3x	10,6x
Dividend yield	1,8%	4,5%	4,5%
P/B	1,4x	1,4x	1,3x

\* Données calculées sur la base des cours boursiers au 22 Février 2022.

Performances annuelles des sociétés cotées au 31 Décembre 2021



## Le portefeuille type de Tunisie Valeurs: jouer le coup de l'après Covid!

---

- SFBT: la force tranquille
- Délice Holding: l'heure est à l'écrouissage
- SAH Lilas: des stratégies gagnantes pour une croissance pérenne
- Land'Or: bientôt dans sa nouvelle robe
- UNIMED: cap sur un avenir serein
- CEREALIS: une valorisation « au goût » du marché
- Euro-Cycles: le vélo à l'honneur!
- One Tech Holding: le retour en grâce à portée de main
- Telnet Holding : investir dans les hautes technologies
- New Body Line: un rebond à l'horizon
- SOTUVER: vers un changement d'envergure
- TPR: une valorisation décotée
- MPBS: une diversification prometteuse
- BIAT
- Attijari Bank: des marges de manœuvre confortables
- SMART Tunisie: le pari réussi de la distribution de l'IT en Tunisie

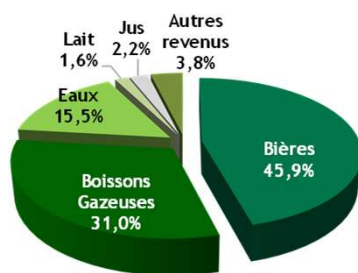
### Actionnariat

- Groupe Castel : 61,5%
- Groupe Poulina : 9,4%
- STAR : 5,0%
- Flottant : 24,1%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	4 455,0
PER 2022e	21,2x
EV/EBITDA 2021e	12,4x
Dividend yield 2021e	4,0%
Performance 2022	-1,5%

### Structure du chiffre d'affaires du Groupe en 2020



### Opinion

2021 s'est inscrite sous le signe de la résistance pour la société mère du Groupe SFBT. Malgré la conjoncture économique difficile et la dégradation du pouvoir d'achat des ménages, les ventes ont affiché une baisse contenue de 2,7% à 731,8MDt. Le choc de la Covid-19 n'a pas entamé l'élan de la SFBT en bourse. La brasserie figure parmi les rares sociétés cotées à résister aux pressions vendeuses voire à en profiter. L'éclatement de la crise sanitaire a déclenché un mouvement de « *Flight to Quality* » et orienté la demande vers les valeurs défensives. Du haut de sa capitalisation de 4,5 milliards de dinars, la SFBT est sans doute la fierté du marché actions tunisien. Le Groupe sollicite l'attention des investisseurs fébriles dans une conjoncture post-Covid dégradée où l'incertitude règne en maître. La position de dominance de la SFBT, son business model défensif, sa solidité financière et sa bonne qualité du management en font l'investissement incontournable pour des investisseurs en quête d'actifs refuges. Et justifie une valorisation supérieure à la moyenne du marché. La qualité se paie !

### 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 442,1MDt à fin 2020)
- Une activité large et diversifiée (boissons gazeuses, bière, jus, eau et vin) et une gamme de produit 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 agroalimentaires français)
- Un appareil productif substantiellement amorti. D'importantes barrières à l'entrée dans le secteur: secteur d'activité fortement capitalistique dissuasif pour la concurrence

### Faiblesses

- Des interconnexions inefficaces 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

### Opportunités

- Seul fournisseur de marques Coca-Cola en Libye suite à fermeture des usines de la marque en raison de l'instabilité sécuritaire qui prévaut dans le pays
- Un décalage de la saison estivale en dehors du mois du Ramadan
- Une plus grande diversité des 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 26%, à fin 2020

### 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 un tourisme en berne en raison de la crise sanitaire de la Covid-19

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	913,8	996,9	1131,4	1202,9	1202,9	1238,9	1276,1
Progression	-	9,1%	13,5%	6,3%	0,0%	3,0%	3,0%
Marge brute	443,2	477,9	509,3	556,2	613,6	581,1	612,5
Progression	-	7,8%	6,6%	9,2%	10,3%	-5,3%	5,4%
Taux de marge brute	48,5%	47,9%	45,0%	46,2%	51,0%	46,9%	48,0%
EBITDA	257,0	288,2	304,5	343,9	396,3	349,9	366,6
Progression	-	12,1%	5,7%	12,9%	15,2%	-11,7%	4,8%
Marge d'EBITDA	28,1%	28,9%	26,9%	28,6%	32,9%	28,2%	28,7%
Résultat net part du groupe	136,9	172,1	177,3	210,9	210,6	203,2	210,5
Progression	-	25,7%	3,0%	19,0%	-0,1%	-3,5%	3,6%
Marge nette	15,0%	17,3%	15,7%	17,5%	17,5%	16,4%	16,5%

## Actionnariat

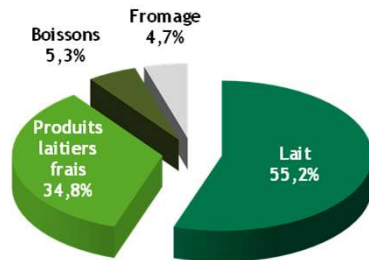
- Société MEDDEB CONSULTING\*: 85,0%
- Société Agricole El Hadayek: 6,5%
- Flottant: 8,5%

\* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB.

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	867,5
PER 2022e	13,2x
EV/EBITDA 2021e	6,9x
Dividend yield 2021e	2,5%
Performance 2022	+5,3%

## Structure du chiffre d'affaires consolidé en 2020



## 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 maîtrisé (un gearing de 60,8% à fin 2020) et une importante manne financière pour financer le cycle d'exploitation et les investissements

## Opportunités

- Une meilleure maîtrise de la chaîne 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 connaît des difficultés structurelles 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

Nonobstant le contexte économique moribide, Délice a gardé le cap sur la croissance en 2021 (+9,7% à 1,2 milliard de Dt), grâce à la bonne dynamique des ventes sur le marché local (+9,2% à 1,1 milliard de Dt) et l'excellente performance des ventes à l'export (+25,3% à 40,9MDt). Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme des produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2020 devrait inaugurer une nouvelle phase de croissance prometteuse pour le fleuron de l'industrie laitière en Tunisie avec l'amorce d'un processus de désendettement. Les nouveaux projets entrepris devraient permettre à DH, dans les prochaines années, de consolider son positionnement sur le segment des produits laitiers frais, locomotive de rentabilité pour le Groupe et de monter en puissance sur les « boissons » en prenant le virage de l'eau minérale.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	746,9	794,5	844,5	965,4	1 078,0	1 182,3	1 292,3
Progression	-	6,4%	6,3%	14,3%	11,7%	9,7%	9,3%
Marge brute	197,2	203,3	205,9	251,2	294,2	312,0	341,1
Progression	-	3,1%	1,3%	22,0%	17,1%	6,1%	9,3%
Taux de marge brute	26,4%	25,6%	24,4%	26,0%	27,3%	26,4%	26,4%
EBITDA	89,8	91,1	84,5	106,7	134,9	140,4	151,5
Progression	-	1,5%	-7,3%	26,3%	26,4%	4,1%	7,9%
Marge d'EBITDA	12,0%	11,5%	10,0%	11,1%	12,5%	11,9%	11,7%
Résultat net part du groupe	36,9	38,6	30,9	46,5	57,8	61,0	65,7
Progression	-	4,6%	-20,0%	50,6%	24,3%	5,5%	7,7%
Marge nette	4,9%	4,9%	3,7%	4,8%	5,4%	5,2%	5,1%

## Actionnariat

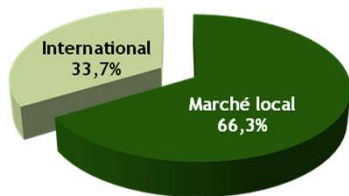
JM Holding* :	62,7%
ECP:	5,5%
Flottant:	31,8%

\* Holding contrôlé par Mme Jalila MEZNI.

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	705,1
PER 2022e	18,1x
EV/EBITDA 2021e	8,9x
Dividend yield 2021e	2,1%
Performance 2022	-3,5%

## Répartition des revenus du Groupe en 2021



## Forces

- Une marque bien positionnée sur ses différents marchés et une large notoriété
- Une présence dans une vingtaine de pays africains et 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 et 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

## 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)

## 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 (marché fortement fragmenté 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 flow
- Une pénétration prochaine du segment des produits cosmétiques qui devrait profiter de synergies opérationnelles et commerciales avec les autres entités du Groupe

## 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 en raison de la pandémie Covid-19

## Opinion

Le Groupe a réalisé un finish remarquable en 2021, grâce à la bonne dynamique des ventes internationales notamment pour les filiales de l'Afrique subsaharienne, terminant l'année avec une croissance des ventes de 5,9% à 683MDt. Le Groupe est en bonne voie pour maintenir le cap sur la croissance dans les prochaines années. Les réalisations de 2021 ont profité de l'augmentation de capacité de SAH Tunisie et de Azur Détergent avec l'utilisation d'une technologie de production plus performante et du démarrage depuis le mois de Février 2021 de l'extension de capacité de Azur Papier. 2021 a aussi été la première année pleine d'exploitation pour l'usine sénégalaise. Selon le management, les investissements engagés par le Groupe, sur les dernières années, devraient atteindre leur rythme de croisière à partir de 2022, année qui sera marquée par le lancement d'une gamme complète de produits cosmétiques. Dans une conjoncture malmenée par la crise de la Covid-19, 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 confirme son retour aux dividendes, envoyant un signal fort au marché que le Groupe a entamé une phase de génération de cash flow et qu'il est sur le point de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	339,2	373,4	440,4	560,1	645,2	683,0	789,6
Progression	-	10,1%	17,9%	27,2%	15,2%	5,9%	15,6%
Marge brute	101,3	141,9	113,6	208,2	264,9	278,8	322,3
Progression	-	40,1%	-20,0%	83,3%	27,3%	5,2%	15,6%
Taux de marge brute	29,9%	38,0%	25,8%	37,2%	41,1%	40,8%	40,8%
EBITDA	64,7	72,1	62,1	81,3	115,5	111,5	125,8
Progression	-	11,4%	-13,9%	30,9%	42,0%	-3,4%	12,8%
Marge d'EBITDA	19,1%	19,3%	14,1%	14,5%	17,9%	16,3%	15,9%
Résultat net part du groupe	33,2	24,6	22,8	23,0	33,4	28,2	39,0
Progression	-	-25,9%	-7,5%	0,8%	45,5%	-15,6%	38,3%
Marge nette	9,8%	6,6%	5,2%	4,1%	5,2%	4,1%	4,9%

### Actionnariat

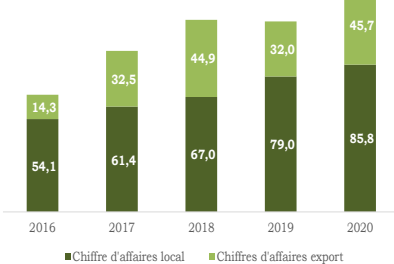
- Land'Or Holding: 58,0%
- MPEF IV LLC: 21,6%
- Autres actionnaires : 20,4%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	102,4
PER 2022e	24,8x
EV/EBITDA 2021e	8,2x
Dividend yield 2021e	2,2%
Performance 2022	+3,6%

### Répartition des revenus consolidés

TCAM de 17,7% entre 2016-2020



### Opinion

À travers le partenariat capitalistique avec le Groupe AfricInvest, le premier fromager en Tunisie (avec une part de marché de 30%) a levé une enveloppe totale de 53MDt, marquant ainsi un tournant majeur dans la vie du Groupe. Ce partenariat a permis au Groupe d'institutionnaliser son actionnariat, de rééquilibrer son bilan et soulager sa rentabilité, et de renforcer son positionnement à l'export. En 2021, avec la recrudescence des contaminations au Coronavirus et le rythme de vaccination très lent en début d'année, la situation a été préoccupante notamment sur le marché local. Le Groupe anticipe une décélération de la croissance (un chiffre d'affaires en hausse de +9% à 143MDt). 2022 s'annonce, sous de meilleurs auspices pour le fromager avec l'entrée en exploitation de la nouvelle filiale marocaine dès le début de l'année. Via un investissement de 76MDt, ce projet marocain est d'une capacité de traitement de 15 500 tonnes, représentant 70% de la capacité actuelle de l'industriel. Le chiffre d'affaires de la nouvelle filiale marocaine serait aux alentours de 60MDt en 2022 et devrait croître à un TCAM de 23% pour atteindre 95MDt à fin 2025. La société a, enfin, relevé le défi de renforcer son développement vers les pays limitrophes. La nouvelle filiale marocaine offre un potentiel de croissance important par rapport à un marché local saturé et permettrait de conquérir l'Afrique occidentale et de développer des produits à plus forte valeur ajoutée, tout en améliorant les marges du Groupe. Le niveau de valorisation est intéressant eu égard au potentiel de croissance de la filiale marocaine sur le moyen terme ce qui reconforte notre recommandation à l'achat.

### Forces

- Il s'agit du premier fromager en Tunisie en terme de volume de production avec une part de marché de 30%.
- La société jouit d'une expérience de plus de 20 ans qui lui confère une parfaite maîtrise et connaissance du marché
- Land'Or compte aujourd'hui plus d'une centaine de produits à son actif lui permettant de s'adapter à une demande de plus en plus croissante et de consolider sa place dans un marché fortement compétitif.
- Land'Or a réussi son pari de renforcer son développement vers les pays limitrophes, qui offrent un potentiel de croissance important par rapport au marché local saturé
- L'entrée du fond MPEF VI géré par AfricInvest a marqué un tournant majeur dans la vie du groupe. Les bienfaits de ce partenariat sont multiples: (1) institutionnaliser l'actionnariat, (2) rééquilibrer le bilan et soulager la rentabilité, et (3) renforcer le positionnement à l'export du Groupe

### Faiblesses

- La marge commerciale de Land'Or est très sensible à la volatilité des prix des matières premières (la caséine, le cheddar, le lait et la poudre de lait)
- La rentabilité du fromager est encore minée par le renchérissement des matières premières sous l'effet des perturbations de la production mondiale de certains produits de base

### Opportunités

- L'ouverture de la filiale marocaine, prévue dès le début de 2022, devrait permettre de développer des produits à plus forte valeur ajoutée et d'améliorer les marges du Groupe
- La société envisage également de renforcer sa stratégie à l'export vers les pays d'Europe et du Moyen Orient
- La réouverture du marché libyen est une opportunité pour atténuer l'affaissement de la demande sur le marché local

### Menaces

- Avec la persistance des contaminations au Coronavirus, la situation reste préoccupante sur le marché local, marquée par la détérioration du pouvoir d'achat des ménages
- La dépréciation du dinar ne fera qu'accroître la pression sur les marges

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	68,4	93,9	111,9	110,9	131,5	158,5	228,9
<i>Progression</i>	-	37,2%	19,2%	-0,9%	18,5%	20,6%	44,4%
Chiffre d'affaires local	54,1	61,4	67,0	79,0	85,8	103,5	113,9
<i>en % du CA</i>	79,1%	65,4%	59,9%	71,2%	65,3%	65,3%	49,7%
Chiffre d'affaires export	14,3	32,5	44,9	32,0	45,7	55,0	115,0
<i>en % du CA</i>	20,9%	34,6%	40,1%	28,9%	34,7%	34,7%	50,3%
Marge brute	30,7	33,9	43,0	40,2	43,6	50,7	74,4
<i>Taux de marge brute</i>	44,9%	36,1%	38,4%	36,2%	33,1%	32,0%	32,5%
<i>Progression</i>	-	10,4%	26,7%	-6,5%	8,4%	16,5%	46,6%
EBITDA	9,2	10,2	16,1	12,1	14,7	16,0	25,9
<i>Progression</i>	-	11,3%	58,1%	-25,0%	21,3%	9,4%	61,7%
Marge d'EBITDA	13,4%	10,9%	14,4%	10,9%	11,2%	10,1%	11,3%
Résultat net part du groupe	2,9	2,7	6,0	4,7	7,0	6,7	4,1
<i>Progression</i>	-	-6,6%	120,3%	-22,6%	49,7%	-3,6%	-38,6%
Marge Nette	4,3%	2,9%	5,4%	4,2%	5,3%	4,2%	1,8%



## Actionnariat

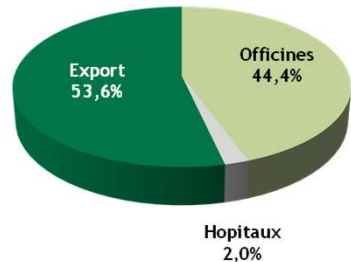
▪ Premium Holding*:	40,8%
▪ M. Ridha CHARFEDDINE:	29,2%
▪ Ekuity Capital :	12,3%
▪ Flottant:	17,7%

\* Holding contrôlé par M. Ridha CHARFEDDINE.

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	241,3
PER 2022e	21,8x
EV/EBITDA 2021e	10,2x
Dividend yield 2021e	3,0%
Performance 2022	+1,8%

## Répartition des revenus (en 2021)



## 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 maîtrise 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 21,3% en 2020) avec un matelas de trésorerie confortable permettant d'autofinancer une bonne partie des investissements

## 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

## 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 devrait s'achever en Août 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.

## Menaces

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

## Opinion

Le chiffre d'affaires de la société au 31 Décembre 2021 a atteint l'objectif escompté soit 84,5MDt, soit une baisse limitée à 7,2%, et ce en dépit de l'arrêt provisoire des ventes à la PCT. En effet, les exportations ont augmenté de 51% au 31 Décembre 2021 par rapport au 31 Décembre 2020. Par ailleurs, les ventes officinales ont connu une forte progression de 45%. Au vu des niveaux de valorisation actuels d'Unimed, le choc de la Covid-19 et la baisse de régime subie en 2020 sont consommés par le marché. Grâce à sa capacité de production, à son savoir-faire et à son réseau commercial fortement développé en Tunisie et à l'étranger, Unimed compte mettre en place une stratégie qui s'appuie sur les axes suivants : 1) la consolidation de la position de la société sur le marché local, 2) l'augmentation des ventes à l'export et 3) l'accélération de l'internationalisation. Nous voyons dans Unimed une opportunité de placement intéressante sur le moyen terme. Le positionnement sectoriel et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns. Les perspectives de croissance sont claires et les compétences déjà prouvées par le management devraient assurer tranquillement une expansion à l'international. Une chose est sûre : la concrétisation du projet d'extension de capacité et d'automatisation et la poursuite de la montée en puissance de l'export donneraient une nouvelle envergure à la société. Un changement de dimension qui ne passera pas, pour longtemps, inaperçu en bourse.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	64,9	70,3	87,1	107,2	91,0	84,5	95,0
Progression	-	8,5%	23,8%	23,1%	-15,1%	-7,2%	12,4%
Marge brute	36,1	41,1	53,3	61,1	49,6	49,0	55,1
Progression	-	14,0%	29,6%	14,7%	-18,9%	-1,1%	12,4%
Taux de marge brute	55,6%	58,5%	61,2%	57,0%	54,4%	58,0%	58,0%
EBITDA	19,8	22,0	31,2	36,0	23,9	24,2	27,7
Progression	-	11,0%	41,7%	15,4%	-33,6%	1,3%	14,5%
Marge d'EBITDA	30,6%	31,3%	35,8%	33,6%	26,2%	28,6%	29,2%
Résultat net	11,0	12,5	18,4	17,7	7,0	9,1	11,1
Progression	-	13,5%	46,5%	-3,6%	-60,5%	31,0%	20,9%
Marge nette	17,0%	17,8%	21,1%	16,5%	7,7%	10,8%	11,6%

**Actionnariat**

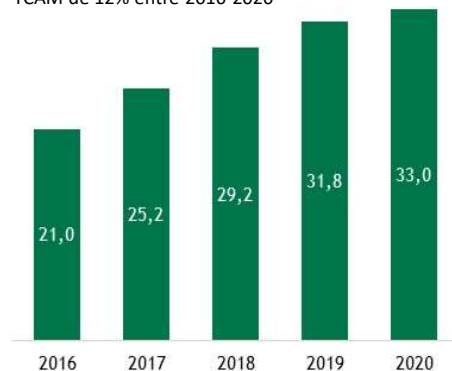
- Famille GAHBICHE : 46,7%
- Mme Samira BOURAOUI : 11,5%
- Ekuity Capital : 20,2%
- Flottant : 21,6%

**Ratios boursiers**

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	56,8
<b>PER 2022e</b>	12,2x
<b>EV/EBITDA 2021e</b>	4,9x
<b>Dividend yield 2021e</b>	1,2%
<b>Performance 2022</b>	+29,0%

**Evolution des ventes consolidées**

TCAM de 12% entre 2016-2020

**Opinion**

En dépit de la conjoncture marquée par la recrudescence de nouveaux variants, mettant à mal le secteur touristique et le pouvoir d'achat des ménages, le spécialiste des snacks salés et sucrés affiche une croissance à deux chiffres de ses revenus, continuant de consolider sa position de leader sur le marché local (avec une part de marché de 65%). L'inflation des matières premières et des coûts de production post Covid devrait mettre la pression en 2021 sur les marges du spécialiste des snacks salés et sucrés. Toutefois, l'amélioration du mix produit, la gestion optimisée des approvisionnements et l'augmentation des prix de vente permettront à CEREALIS d'afficher une profitabilité bien résiliente.

Les bons fondamentaux du Groupe et le caractère défensif de l'activité dans ce contexte épineux couplés à une valorisation qui demeure attractive, justifient le maintien de notre avis favorable. Toutefois, la taille relativement réduite de CEREALIS l'évince du radar des investisseurs étrangers.

**Forces**

- CEREALIS est leader des snacks salés sur le marché local avec une part de marché de 65% et une trentaine de variétés à son actif
- Le Groupe propose un produit local diversifié (snacks salés, snacks sucrés), innovant, largement distribué auprès du petit commerce avec un positionnement prix très compétitif
- Des équipements de production dotés des dernières technologies
- Le redressement de la filiale "Bolério", l'extension des capacités de production et la réalisation d'économies d'échelle découlant des synergies liées à la distribution ont permis à la société d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité
- Une structure financière saine avec une dette nette négative de -7MDt en 2020

**Opportunités**

- Le marché des « Chips » reste relativement jeune et propice à une croissance organique
- Un marché en plein essor, mal structuré et dominé par des produits importés
- CEREALIS devrait profiter de la reprise du secteur du tourisme, dans les prochaines années, et de l'intensification des efforts de commercialisation et de marketing

**Faiblesses**

- L'activité « snacks sucrés » nécessite d'importants efforts marketing et reste dominée par un acteur de taille (Moulin d'Or) qui accapare 60% du marché
- Des produits finis qui s'exportent mal

**Menaces**

- Un contexte pandémique difficile impactant directement le secteur touristique et le pouvoir d'achat des ménages
- L'inflation des matières premières et des coûts de production post Covid, mettent la pression sur les marges du spécialiste des snacks salés et sucrés
- L'entrée d'un géant de l'agroalimentaire (Saida) sur le marché du Cake pourrait impacter les produits cibles de la société et le redressement récent de Bolério

Chiffes consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Revenus consolidés	21,0	25,2	29,2	31,8	33,0	38,0	41,0
<i>Progression</i>	-	19,6%	15,8%	9,1%	3,8%	15,0%	8,0%
Marge brute	9,1	10,9	13,6	14,1	14,8	16,7	18,0
<i>Progression</i>	-	20,0%	24,4%	3,8%	4,9%	12,9%	8,0%
Taux de marge brute	43,2%	43,4%	46,6%	44,3%	44,8%	44,0%	44,0%
EBITDA	4,3	5,3	6,8	6,9	7,5	8,6	9,4
<i>Progression</i>	-	22,7%	28,2%	1,9%	7,9%	15,2%	8,9%
Marge d'EBITDA	20,6%	21,1%	23,4%	21,8%	22,7%	22,7%	22,9%
Résultat net part du groupe	1,4	2,1	2,8	3,3	3,5	4,1	4,4
<i>Progression</i>	-	49,7%	32,7%	18,0%	8,0%	15,2%	8,7%
Marge nette	6,6%	8,3%	9,5%	10,3%	10,7%	10,7%	10,8%

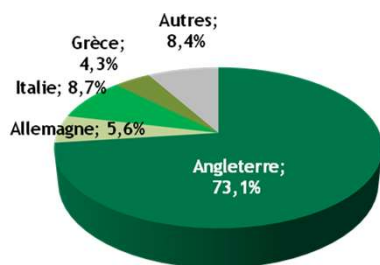
## Actionnariat

▪ M. Habib ESSEYAH:	33,6%
▪ M. Mohamed REKIK:	10,5%
▪ M. Mourad GHAZI :	7,9%
▪ Société MG Invest:	7,0%
▪ M. Michèle BERAUDO:	5,5%
▪ Flottant:	35,5%

## Ratios boursiers

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	280,7
<b>PER 2022e</b>	10,1x
<b>EV/EBITDA 2021e</b>	10,5x
<b>Dividend yield 2021e</b>	6,3%
<b>Performance 2022</b>	-2,9%

## Répartition géographique des ventes de la société mère (2020)



## Opinion

▪ 2021 a été une année porteuse pour Euro-Cycles avec une croissance remarquable des revenus de 23,6% à 148,1MDt, pour la société mère. Le management est serein sur les perspectives d'avenir du Groupe affirmant que l'engouement pour le vélo pendant la crise de la Covid-19 n'est pas un phénomène circonstanciel. Il s'agit d'une tendance lourde qui devrait s'inscrire dans la durée, grâce aux politiques environnementales mises en place par les gouvernements dans les pays développés pour encourager l'utilisation du vélo. Le vélo comme mode de déplacement est un véritable « *game changer* » dans la révolution des mobilités que vivent la plupart des villes dans le monde. La société est sur un bon trend de croissance. Elle offre une visibilité appréciable. Elle jouit de profil totalement exportateur et affiche une assise financière solide. Autant de facteurs qui plaident en faveur d'un positionnement sur Euro-Cycles.

## Forces

- Euro-Cycles figure parmi les principaux producteurs de vélos en Tunisie et est le sixième exportateur mondial de vélos vers l'Europe: une exposition à un marché vaste (en franchise de droits de douane et taxes) et des ventes totalement réalisées en devises fortes
- D'importants avantages comparatifs par rapport à la concurrence asiatique: certification aux normes européennes, proximité géographique de l'Europe et discipline logistique
- Une gamme assez complète de produits allant des vélos urbains et des vélos tout terrains aux vélos jouets et aux vélos électriques
- Des stratégies gagnantes (diversification, montée en capacité et en gamme et intégration en amont) qui ont permis de s'adapter à une demande évolutive, d'augmenter le degré d'intégration industrielle et de monter en valeur ajoutée
- Un bilan sain et un niveau d'endettement maîtrisé (un gearing de 47,2% à fin 2020) qui permettent d'investir, de poursuivre la croissance organique et de saisir les opportunités capitalistiques
- Des partenariats solides et un management de qualité

## Faiblesses

- Une dépendance envers les marchés européens et plus particulièrement le marché anglais (73,1% des ventes)
- Un marché cyclique qui dépend des conditions météorologiques et des saisons. Le vélo est un bien sensible aux évolutions de la conjoncture économique et du pouvoir d'achat
- Un actionnariat éclaté

## Opportunités

- Le lancement du vélo électrique à partir de Septembre 2019: un levier de croissance sur un marché à fort potentiel de croissance
- Une signature d'un contrat avec Décathlon (acteur de premier plan dans la distribution des articles de sport) pour la production de 35 000 vélos en 2020. Cette alliance permettrait à Euro-Cycles, de se déployer sur les marchés de l'Afrique du Nord avant de pénétrer le marché Français. Après la réussite de la première commande avec le Groupe JB imports (1 000 vélos en 2019) expédiée aux Etats-Unis, le management s'est montré confiant dans la capacité d'Euro-Cycles à pérenniser sa présence sur ce marché. D'ailleurs, l'équipe de direction ambitionne de démarrer les travaux de certification des produits d'Euro-Cycles aux normes américaines dans les prochaines années. Dans un autre registre, l'équipe de direction estime que le maintien des tensions commerciales sino-américaines est une aubaine pour le Groupe. Elle réduit la concurrence chinoise connue pour ces pratiques de dumping et crée un important déficit d'offre sur le marché américain
- Une volonté de pénétrer le créneau prometteur des E-Scoters et des vélos cargo et une baisse des capacités de production des vélos classiques en Europe qui crée un déficit d'offre à exploiter par Euro-Cycles. L'avènement de la crise de la Covid-19 a donné un coup d'accélérateur à l'industrie des vélos dans le monde. Promu comme moyen favorable de distanciation sociale et comme mode de transport écologique de référence, le vélo est de plus en plus plébiscité en Europe. Il a retrouvé une place centrale dans les stratégies urbaines des gouvernements et des collectivités locales

## Menaces

- Une concurrence croissante des vélos en libre-service et des producteurs asiatiques (menace omniprésente des producteurs chinois à bas prix)
- Une augmentation du taux d'imposition (passant à 15% contre 10% actuellement) à partir de 2021

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	80,3	83,8	67,7	87,6	119,8	148,1	178,0
Progression	-	4,3%	-19,2%	29,5%	36,8%	23,6%	20,2%
Marge brute	27,9	28,7	19,3	23,7	35,9	46,2	55,5
Progression	-	2,8%	-32,7%	22,6%	51,7%	28,7%	20,2%
Taux de marge brute	34,8%	34,3%	28,5%	27,0%	30,0%	31,2%	31,2%
EBITDA	16,1	16,9	10,0	12,9	21,0	28,1	34,8
Progression	-	4,5%	-40,6%	28,6%	63,1%	34,0%	23,5%
Marge d'EBITDA	20,1%	20,1%	14,8%	14,7%	17,5%	19,0%	19,5%
Résultat net part du groupe	14,3	15,5	8,4	8,7	16,6	22,6	27,9
Progression	-	8,6%	-46,0%	4,1%	90,1%	36,2%	23,4%
Marge nette	17,8%	18,6%	12,4%	10,0%	13,9%	15,3%	15,7%

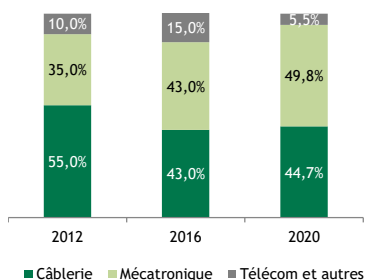
### Actionnariat

▪ Famille SELLAMI:	45,4%
▪ Fonds d'AfricInvest:	17,0%
▪ Ekuity Capital:	5,4%
▪ Flottant:	32,2%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	697,9
PER 2022e	15,1x
EV/EBITDA 2021e	8,2x
Dividend yield 2021e	3,7%
Performance 2022	+0,1%

### Structure du chiffre d'affaires consolidé par métier



### Opinion

Les perspectives du Groupe One Tech sont prometteuses. Ses ventes ont rebondi de plus belle en 2021 (+26% à 905,1MDt). Le management espère, en 2021, renouer avec le niveau d'activité et d'EBITDA de 2018 et note une reprise de la demande sur le marché international sur les produits mécatroniques ainsi que les câbles depuis le début de l'année écoulée. Cela démontre clairement que, malgré la crise de la pénurie de la matière première (semiconducteurs, cuivre, résine, ...) et les fortes perturbations dans le transport international (réseau saturé et congestionné engendrant une hausse des délais et des coûts), One Tech a la capacité et le potentiel de contenir l'ensemble de ces risques. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront les lignes de conduite du management, dans la période post-Covid pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile et aéronautique. One Tech commence, également, à tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre et d'une reconfiguration des chaînes de valeur mondiales au profit de la Tunisie. OTH est une valeur de fonds de portefeuille avec une importante manne financière, un tour de table institutionnalisé et un management de qualité.

### Forces

- Quatrième plus grand exportateur privé du pays et leader en Afrique des circuits imprimés
- Des partenariats avec des leaders mondiaux dans le domaine de la câblerie et de la mécatronique et un savoir-faire reconnu à l'échelle internationale
- Un carnet de clientèle stable et diversifié et des certifications internationales permettant de cibler de nouveaux marchés exigeants
- Des synergies de coûts et de revenus entre les sociétés du groupe permettant d'offrir au client une solution complète (concept du One Stop Shop)
- Une main d'œuvre qualifiée et compétitive comparativement aux pays européens
- Une industrie capitalistique qui constitue une barrière à l'entrée aux concurrents
- Un business model axé sur l'innovation, avec un chiffre d'affaires réalisé en devises fortes (part des exportations: 86,5%, à fin 2021)
- Une importante force de frappe financière et un bilan sain (gearing de 8,0% en 2020)

### Faiblesses

- Une dépendance envers le marché européen
- Une dépendance envers deux gros fournisseurs de matières premières
- Un système d'homologation produit long (de 6 mois à 2 ans)

### Opportunités

- Une proximité géographique de la Tunisie avec ses marchés, permettant des délais de livraison courts
- Une possibilité de diversifier le carnet de clientèle en ciblant des clients asiatiques et un important potentiel de croissance en Afrique
- Une poursuite de la croissance du marché mondial des voitures (TCAM de 7% sur le prochain quinquennat, selon le management), grâce à l'urbanisation croissante dans les pays émergents et sous-développés et l'augmentation du revenu par habitant. La mécatronique affiche de belles perspectives de croissance avec « l'électronisation » croissante des voitures (voiture autonome et voiture connectée) et l'essor de la digitalisation dans le secteur industriel
- La récente prise de contrôle de la société Sofia Technologies s'inscrit dans une optique de montée en compétence technologique. Elle permettra à One Tech d'exploiter d'importantes synergies dans le design mécatronique et le software embarqué. Ceci est autant vrai pour le secteur automobile que pour les secteurs industriel, agricole, médical et de l'Internet des Objets
- One Tech commence à tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre et d'une reconfiguration des chaînes de valeur mondiales au profit de la Tunisie

### Menaces

- Un renforcement de la réglementation environnementale (concernant notamment la détention, le transport, l'élimination et l'émission de matières et déchets dangereux)
- Une concurrence de l'Inde et des pays de l'Europe de l'Est sur les produits de grandes séries
- Une volatilité des prix des matières premières et une exposition au risque de change qui impactent la rentabilité

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	573,6	698,7	838,6	898,1	718,6	905,1	1 049,9
Progression	-	21,8%	20,0%	7,1%	-20,0%	26,0%	16,0%
Marge brute	145,2	178,2	210,4	212,5	182,8	223,6	266,7
Taux de marge brute	25,3%	25,5%	25,1%	23,7%	25,4%	24,7%	25,4%
Progression	-	22,8%	18,0%	1,0%	-14,0%	22,3%	19,3%
EBITDA	59,3	71,4	91,0	77,5	56,3	89,4	103,7
Marge d'EBITDA	10,3%	10,2%	10,9%	8,6%	7,8%	9,9%	9,9%
Progression	-	20,4%	27,5%	-14,8%	-27,5%	59,0%	16,0%
Résultat net part du groupe	26,9	42,0	57,3	22,7	19,8	39,3	46,2
Progression	-	56,3%	36,4%	-60,3%	-13,1%	99,0%	17,4%
Marge nette	4,7%	6,0%	6,8%	2,5%	2,8%	4,3%	4,4%

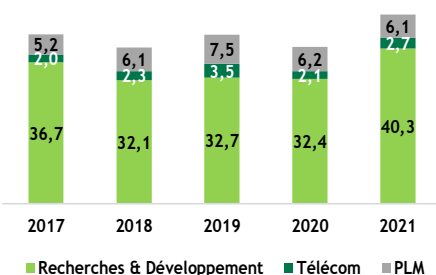
### Actionnariat

- Hikma Participations: 42,0%
- Flottant: 58,0%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	101,3
PER 2022e	10,9x
EV/EBITDA 2021e	5,7x
Dividend yield 2021e	3,4%
Performance 2022	-0,9%

### Structure du chiffre d'affaires consolidé (en MDt)



### Opinion

Au terme de l'année 2021, le Groupe a publié des indicateurs d'activité satisfaisants, alliant croissance (+20,9% à 49,1MDt au niveau du chiffre d'affaires consolidé) et rentabilité (une marge d'EBITDA en progression de 5 points de pourcentage à 25,2%, à fin 2021). 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. Sur le long terme, la feuille de route tracée par l'équipe de direction prévoit une poursuite de l'internationalisation et de la montée en compétence technologique pour se positionner sur les drones et les satellites. Le Groupe est parvenu à développer son premier concept drone 100% Telnet et compte le soumettre à une série de tests. Par ailleurs, le lancement du premier nanosatellite du Groupe « Challenge One » en Mars dernier devrait permettre à Telnet de développer l'industrie spatiale. 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.

### 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 82%, à fin 2021) 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 (INGENICO, SAFRAN, SAGEM, VALEO 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

### Faiblesses

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

### 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, SAFRAN 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 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

### Menaces

- Une forte concurrence de l'Inde, de l'Égypte, 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

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	39,3	43,5	39,7	42,7	39,8	49,1	54,0
Progression	-	10,8%	-8,8%	7,6%	-6,9%	23,5%	10,0%
Marge brute	34,4	38,5	33,6	35,7	34,0	44,0	48,4
Taux de marge brute	87,6%	88,6%	84,7%	83,7%	85,5%	89,5%	89,5%
EBITDA	4,8	7,4	7,6	8,4	8,2	12,4	13,7
Progression	-	52,0%	2,6%	11,2%	-2,4%	50,5%	10,5%
Marge d'EBITDA	12,3%	16,9%	19,1%	19,7%	20,7%	25,2%	25,3%
Résultat net part du groupe	2,9	17,1	9,5	4,4	7,1	8,5	9,3
Progression	-	479,8%	-44,7%	-53,7%	63,2%	18,9%	9,3%
Marge nette	7,5%	39,2%	23,8%	10,3%	18,0%	17,3%	17,2%

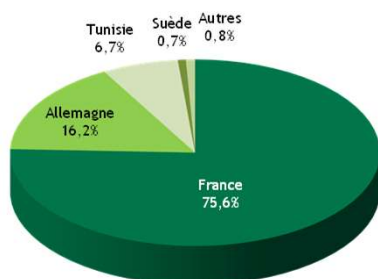
### Actionnariat

- Famille REJEB: 62,6%
- Flottant: 37,4%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	31,2
PER 2022e	14,7x
EV/EBITDA 2021e	10,2x
Dividend yield 2021e	5,5%
Performance 2022	+33,8%

### Répartition géographique des ventes (2020)



### Opinion

2021 a été l'année de la croissance par excellence pour New Body Line (+38,9% à 6,8MDt au niveau du chiffre d'affaires) avec des ventes records aussi bien à l'export (5,6MDt) que sur le marché local (1,2MDt). Dans les prochaines années, en faisant valoir ses avantages en termes de qualité, de proximité et de réactivité, le spécialiste des vêtements intelligents devrait tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre au profit de la Tunisie. Nous recommandons le titre à l'achat en raison de son positionnement « forte valeur ajoutée » et de sa forte capacité génératrice de cash-flow. Les perspectives restent positives vu la reprise post-confinement attendue dans les prochaines années, l'exposition de la société à une devise forte, l'Euro, et le potentiel de diversification de l'activité. La société a publié, fin 2021, un communiqué indiquant que ses actionnaires de référence ont signé une lettre d'intention avec la société Tunisian American Enterprise Fund (TAEF) et M. Khalil TALBI, visant une prise de participation majoritaire dans la société. Dans ce cadre, l'acquéreur envisage de réaliser la transaction au travers d'une offre publique d'acquisition facultative, conformément à la réglementation en vigueur.

### Forces

- Un pionnier du tissage numérique sans couture en Tunisie
- Un savoir-faire technologique maîtrisé et certifié, et un outil de production performant et à la pointe du progrès
- Une bonne et longue expérience dans le domaine de la confection et de la teinture
- Une bonne qualité des produits fabriqués ayant conféré une excellente réputation à l'international
- Des niveaux de marges appréciables en relation avec le positionnement forte valeur ajoutée de la société et une forte capacité génératrice de cash flow
- Depuis 2003, la société a initié un partenariat technique avec une entreprise française LYTESS pour l'approvisionner en articles de lingerie intelligente, via sa filiale tunisienne WAT. Arme à double tranchant, ce partenariat a permis à New Body Line de se lancer progressivement à la conquête des produits techniques tout en s'exposant au risque de dépendance vis-à-vis d'un seul client. Consciente de sa dépendance commerciale, New Body Line s'est orientée vers la recherche de nouveaux clients. Désormais, NBL détient à son actif un portefeuille d'une vingtaine de clients, aux côtés de LYTESS.

### Faiblesses

- Une dépendance à l'égard du marché français et une politique d'investissement en deçà des attentes pour une activité axée sur l'innovation

### Opportunités

- Un marché mondial des vêtements intelligents et/ou techniques en forte expansion,
- Un développement de l'activité de finissage technique. Un développement de la sous-traitance pour les clients internationaux non encore servis par New Body Line
- Un développement de la structure commerciale ainsi que des méthodes et outils de prospection de nouveaux clients potentiels. Un développement de réseaux internationaux pour le marketing et la commercialisation des produits de New Body Line. Un développement et un lancement sur le marché international de produits innovants et intégrateurs de nouvelles technologies
- Une opportunité dans le lancement de partenariats de cotraitances en MDD avec de grandes marques tunisiennes, surtout qu'il n'y a plus de différence des taux d'imposition entre le marché export et le marché local
- Avec l'augmentation du quota autorisé sur le marché local par la Loi de Finances 2022, NBL a encore de la marge pour développer les ventes sur le marché local (17,5% des ventes à fin 2021)
- Un assouplissement des mesures de lutte contre la Covid-19 dans les prochaines années devrait augmenter la fréquentation des magasins et se faire ressentir sur le chiffre d'affaires des producteurs de vêtements

### Menaces

- Un risque d'apparition de la concurrence des grandes marques internationales
- Un risque de limitation de l'utilisation de certains produits intelligents pour des considérations de santé

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	5,8	6,1	6,7	5,8	4,9	6,8	7,3
Progression	-	4,5%	10,6%	-13,8%	-15,1%	38,9%	7,0%
Marge brute	3,7	3,9	4,6	4,2	2,9	4,8	5,1
Progression	-	6,3%	17,9%	-9,0%	-29,8%	64,2%	7,0%
Taux de marge brute	62,9%	64,0%	68,2%	72,0%	59,5%	70,4%	70,4%
EBITDA	1,5	1,7	2,3	1,9	0,8	2,3	2,4
Progression	-	13,2%	35,5%	-16,0%	-58,2%	186,3%	4,6%
Marge d'EBITDA	25,4%	27,5%	33,7%	32,9%	16,2%	33,3%	32,6%
Résultat net	1,5	2,0	2,7	1,3	1,2	2,0	2,1
Progression	-	31,2%	37,1%	-51,2%	-9,1%	65,8%	4,9%
Marge nette	26,2%	33,0%	40,9%	23,1%	24,8%	29,6%	29,0%

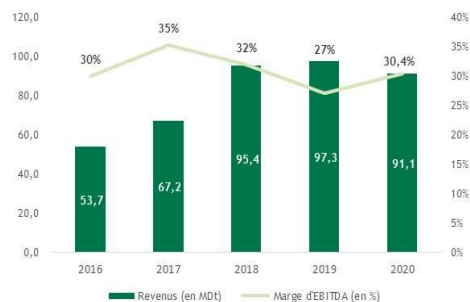
### Actionnariat

- Groupe BAYAHI: 84,0%
- Flottant: 16,0%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	245,8
PER 2022e	19,4x
EV/EBITDA 2021e	9,5x
Dividend yield 2021e	4,6%
Performance 2022	+1,1%

### Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA consolidés



### 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 (120 000 tonnes par an) comparée au pays méditerranéens
- 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 estimé de 69% 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 permettront au Groupe de répondre aux besoins de leurs anciens et nouveaux partenaires
- L'investissement dans une nouvelle entité de production destinée exclusivement à l'export (SGI), permettrait de doubler la capacité de production de l'industriel et de mieux répondre à la demande grandissante à l'export
- Forte reprise de la demande internationale sur l'emballage en verre pour des raisons écologiques

### Faiblesses

- Saturation de la capacité des deux fours
- 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, principal marché à l'export
- Exposition à la fluctuation des prix du gaz naturel

### Opinion

▪ Bien résilient et solide face à la crise sanitaire, le leader du verre creux en Tunisie, n'est pas au bout de ses ambitions. Les nouveaux investissements du verrier, celui déjà engagé de la machine triple goutte permettant la production de 7000 tonnes par an, celui de la centrale photovoltaïque permettant une économie estimée à 2MDt sur sa facture énergétique et celui de la nouvelle filiale SGI « SOTUVER Glass Industries », l'unité totalement exportatrice visant à doubler la capacité de production de l'embouteilleur, devront permettre un changement d'envergure du verrier, jouissant d'ores et déjà d'une position quasi-monopolistique sur le marché local. L'industriel serait en mesure de tirer profit de la demande mondiale grandissante en verre et en particulier des bouteilles non consignées (one-way) pour des raisons environnementales, de pouvoir concilier la demande sur le marché local et surtout d'atteindre un nouveau palier de revenus et de rentabilité en 2022. Les perspectives prometteuses de la société sur le moyen terme, appuient notre positionnement sur la valeur.

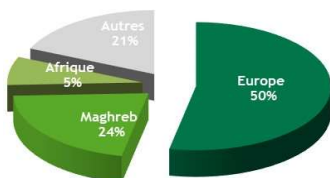
Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Revenus	53,7	67,2	95,4	97,3	91,1	107,9	118,7
Progression	-	25,3%	41,8%	2,1%	-6,4%	18,5%	10,0%
Marge brute	27,4	36,4	46,0	41,4	45,4	53,8	59,2
Progression	-	32,7%	26,3%	-9,9%	9,6%	18,5%	10,0%
Taux de marge brute	51,1%	54,1%	48,2%	42,5%	49,8%	49,8%	49,8%
EBITDA	16,1	23,7	30,4	26,3	27,7	36,2	40,8
Marge d'EBITDA	30,0%	35,2%	31,9%	27,1%	30,4%	33,6%	34,4%
Progression	-	46,9%	28,6%	-13,4%	5,2%	30,7%	12,7%
Résultat net part du groupe	6,2	10,4	17,4	11,6	10,7	13,4	15,9
Progression	-	66,7%	68,1%	-33,1%	-7,8%	24,9%	18,4%
Marge nette	11,6%	15,4%	18,3%	12,0%	11,8%	12,4%	13,4%

**Actionnariat**

▪ Groupe BAYAH:	83,2%
▪ Flottant:	16,8%

**Ratios boursiers**

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	219,5
<b>PER 2022e</b>	9,1x
<b>EV/EBITDA 2021e</b>	6,3x
<b>Dividend yield 2021e</b>	6,8%
<b>Performance 2022</b>	+0,5%

**Répartition géographique des ventes à l'export (2020)****Forces**

- TPR est le leader sur le marché local des profilés en aluminium avec une part de marché de 65%
- Le leadership local aboutit à une résilience des revenus 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 gearing quasi-nul en 2020) et une génération de cash-flow 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, devront entrer en exploitation dès le début de 2022. Ils 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 entraînant 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, la crise sanitaire et les difficultés budgétaires de la Tunisie pèsent sur les perspectives de croissance de l'extrudeur sur le marché local

**Opinion**

▪ L'extrudeur d'aluminium a réussi, en 2020, à se démarquer, en dépit du contexte local et international délicat, par la résilience de ses revenus, l'amélioration de son assise financière ainsi qu'une solide génération des cash-flows pour TPR. Le Groupe a même été en mesure d'investir, de rémunérer ses actionnaires et de faire face aux éventuels aléas opérationnels. 2021 a été sous de meilleurs auspices et s'est inscrit sous le signe de la reprise des revenus, de l'amélioration des performances opérationnelles et de la poursuite des ambitions d'investissement. En effet, le chiffre d'affaires à l'export a profité du renchérissement du cours international de l'aluminium. Il convient de préciser que les prix de vente sur le marché local, contrairement aux prix de vente à l'export, ne sont pas indexés au cours sur le LME. Les trois filiales (TPR Glass, TPR Color, TPR Anodal), nouvellement créées, devront entrer en exploitation dès le début de 2022. Ils serviront à améliorer le taux d'intégration vertical du Groupe et d'amortir la hausse des coûts des intrants. Les niveaux de valorisation attractifs affichés par le Groupe, constituent un point d'entrée intéressant pour s'exposer à une industrie solide qui bénéficie d'une génération régulière de cash-flow et d'un bilan solide.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	127,5	154,4	188,7	201,4	180,5	203,9	216,2
<i>Progression</i>	-	21,1%	22,2%	6,7%	-10,4%	13,0%	6,0%
Marge brute	47,8	50,3	58,8	76,5	66,8	72,1	76,5
Taux de marge brute	37,5%	32,6%	31,1%	38,0%	37,0%	35,4%	35,4%
<i>Progression</i>	-	5,1%	16,9%	30,2%	-12,7%	8,0%	6,0%
EBITDA	22,1	27,0	28,6	42,1	31,1	33,0	35,0
<i>Progression</i>	-	22,3%	5,8%	47,1%	-26,1%	6,2%	5,9%
Marge d'EBITDA	17,3%	17,5%	15,1%	20,9%	17,2%	16,2%	16,2%
Résultat net part du groupe	9,4	15,0	19,8	21,7	21,2	22,6	24,0
<i>Progression</i>	-	59,7%	31,8%	9,4%	-2,1%	6,4%	6,4%
Marge nette	7,4%	9,7%	10,5%	10,8%	11,8%	11,1%	11,1%



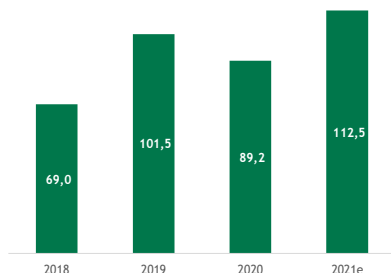
### Actionnariat

- Famille SELLAMI: 62,6%
- Flottant: 37,4%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	51,3
PER 2022e	7,8x
EV/EBITDA 2021e	4,6x
Dividend yield 2021e	2,0%
Performance 2022	-4,6%

### Evolution des ventes consolidées



### Opinion

Après avoir été fortement secoué en 2020 par les répercussions de la crise Covid-19, MPBS a renoué avec la croissance dès le début de 2021. L'acteur de référence dans le secteur de la production de panneaux de bois (une part de marché de l'ordre de 30%) estime pouvoir réaliser un chiffre d'affaires de 112,5MDt, en 2021, en forte progression de 26% par rapport à l'année 2020. Cette reprise serait soutenue par la contribution des 3 nouvelles filiales acquises, fin 2019, à savoir : « CBM : « Comptoir des bois et matériaux », « MBS : Maison du Bois du Sud » et « SCIAF : Scierie Africaine ». Ces acquisitions offrent un complément de gamme (bois, MDF brut et panneaux OSP, robinetterie et sanitaire) pour les produits de la société MPBS, spécialisée jusque-là dans les panneaux plaqués, mélaminés et acryliques ainsi que dans les meubles en kit. Le Groupe compte poursuivre ses ambitions de développement et a décidé d'investir un montant de 2,7MDt pour les années 2021 à 2022 portant sur l'achèvement de toute la construction du site TYNA et son agencement ainsi que la mise en place d'une installation photovoltaïque pour autoconsommation. La reprise de l'activité, amorcée et confirmée dès le début de 2021 et la réalisation du budget annoncé par le management de la société, devront ramener MPBS à un niveau de valorisation alléchant et justifient notre opinion favorable quant au titre.

### 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, les 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 46% en 2020) et un BFR maîtrisé

### Faiblesses

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

### 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)

### Menaces

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

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	46,4	57,7	69,0	101,5	89,2	112,5	118,1
Progression	-	24,2%	19,7%	47,1%	-12,1%	26,1%	5,0%
Marge brute	12,0	14,9	18,0	23,3	20,5	28,0	29,4
Taux de marge brute	25,8%	25,9%	26,1%	22,9%	23,0%	24,9%	24,9%
Progression	-	24,7%	20,4%	29,5%	-12,0%	36,5%	5,1%
EBITDA	4,4	6,6	8,7	10,1	7,8	15,2	15,9
Marge d'EBITDA	9,4%	11,5%	12,7%	10,0%	8,7%	13,5%	13,5%
Progression	-	51,8%	32,2%	16,0%	-23,0%	95,1%	4,5%
Résultat net part du groupe	1,6	2,8	3,5	2,9	0,8	6,6	6,6
Progression	-	74,4%	25,2%	-16,9%	-73,9%	771,1%	-0,1%
Marge nette	3,5%	4,8%	5,1%	2,9%	0,9%	5,9%	5,6%

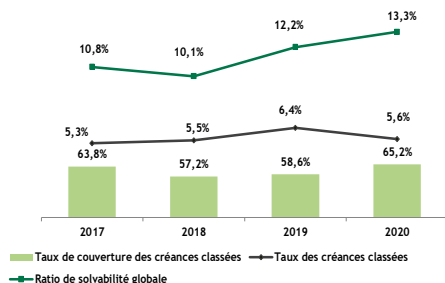
**Actionnariat**

- Groupe MABROUK: 38,6%
- Groupe MILAD: 13,0%
- Groupe TAMARZISTE: 9,3%
- Groupe HORCHANI: 7,0%
- Flottant: 32,1%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	2 287,7
PER 2022e	7,0x
P/B 2021e	1,2x
Dividend yield 2021e	7,8%
Performance 2022	+8,3%

**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 94,5% contre un maximum de 120%)
- Une position dominante (1<sup>er</sup> collecteur d'épargne, 2<sup>ème</sup> pourvoyeur de fonds du secteur, 1<sup>er</sup> PNB et 1<sup>ère</sup> 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 (de 5,6% à fin 2020)
- 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'Étranger

**Faiblesses**

- Un taux de couverture des créances classées (de 65,2% à fin 2020) inférieur au seuil recommandé par la BCT. Cependant, vu le niveau maîtrisé 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 limités dans le temps. Selon nous, ils correspondent à une enveloppe de provisions additionnelle de 38,3MDt, toutes choses étant égales par ailleurs, soit 12,3% des bénéfices de 2020.

**Menaces**

- Une réglementation prudentielle de plus en plus contraignante
- La crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente de la conjoncture économique devraient représenter une menace pour la qualité du portefeuille et partant pour la rentabilité

**Opinion**

La banque n°1 en Tunisie a publié au titre de l'exercice 2021 des indicateurs d'activité rassurants. Avec une croissance du PNB de 7,9%, la BIAT devient la première banque en Tunisie à franchir la barre de 1 milliard de dinars de PNB. Du côté de l'activité d'intermédiation, elle a maintenu le cap sur la croissance confirmant la résilience du business model de la banque. Les dépôts se sont envolés de 9,7%, atteignant un niveau record de 16,2 milliards de dinars. Quant aux crédits, leur encours s'est apprécié de 7,5% à 12,2 milliards de dinars. Malgré son parcours, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation tentants qui intègrent les surcoûts de la crise et l'effort supplémentaire à déployer par le management pour rattraper le retard pris en matière de couverture des créances classées. Le leadership de la banque sur les dépôts à vue, sa marge de manœuvre confortable sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation réglementaire sont les armes de la BIAT face aux contraintes de la crise de la Covid-19 qui secouent la sphère économique et financière. 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.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Créances sur la clientèle	7 678,5	9 393,7	10 676,7	10 389,1	11 341,0	12 186,3	12 856,5
Progression	-	22,3%	13,7%	-2,7%	9,2%	7,5%	5,5%
Dépôts clientèle	9 078,3	10 585,2	11 512,7	12 996,8	14 786,8	16 220,1	17 355,5
Progression	-	16,6%	8,8%	12,9%	13,8%	9,7%	7,0%
PNB	593,6	701,3	834,5	956,9	940,8	1 014,9	1 096,1
Progression	-	18,1%	19,0%	14,7%	-1,7%	7,9%	8,0%
Dotations aux provisions sur les créances	27,3	82,8	103,1	105,0	133,8	150,0	160,0
Coefficient d'exploitation	50,0%	47,4%	46,0%	41,7%	43,4%	44,3%	44,9%
Résultat net	190,1	214,0	254,8	333,0	281,8	307,9	321,6
Progression	-	12,6%	19,0%	30,7%	-15,4%	9,3%	4,4%
Résultat net part du groupe	192,7	209,0	261,1	344,8	277,5	303,9	317,3
Progression	-	8,5%	24,9%	32,0%	-19,5%	9,5%	4,4%

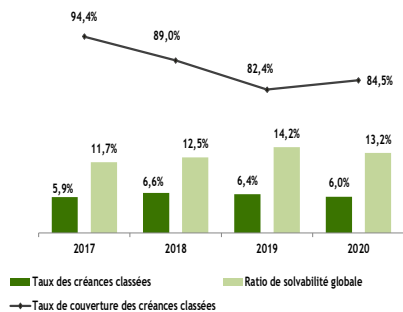
## Actionnariat

- Groupe ATTIJARIWAFABANK: 59,0%
- Groupe DRISS: 9,7%
- Groupe MZABI: 9,0%
- Flottant: 22,3%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	1 263,0
PER 2022e	7,8x
P/B 2021e	1,4x
Dividend yield 2021e	7,1%
Performance 2022	+2,0%

## 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 204 agences en 2020), 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: deuxième banque la plus rentable du secteur après la BIAT (un ROE de 18%, en 2020, contre une moyenne sectorielle de 12%) avec une liquidité qui se compare favorablement par rapport à la concurrence (un ratio de transformation réglementaire de 88%, le plus faible du secteur coté, contre un maximum réglementaire de 120%)
- Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur: Attijari affiche incontestablement le portefeuille de crédits le mieux provisionné de la place après l'UBCI (un taux de couverture de 84,5% à fin 2020)
- 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
- La crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente de la conjoncture économique devraient représenter une menace pour la qualité du portefeuille et partant pour la rentabilité

## Opinion

▪ 2021 s'est inscrit sous le signe de la consolidation pour Attijari Bank. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a vu son PNB croître de 7,4%, entrant, ainsi, dans le club restreint des banques ayant un PNB supérieur à 500MDt. L'activité d'intermédiation a, aussi, été bien orientée avec une progression de l'encours des dépôts de 7,3% à 8,6 milliards de Dt et une hausse de l'encours des crédits de 6,3% à 6,4 milliards de Dt. Malgré son évolution, en 2021, l'action Attijari Bank traite à une valorisation attractive 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 réglementaire de 88%, à fin 2020, le plus faible du secteur coté) et sa bonne qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires, la morosité ambiante et le durcissement du cadre réglementaire. Prisée par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, Attijari Bank est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Créances sur la clientèle	4 477,4	5 206,7	5 440,2	5 707,8	5 979,5	6 356,5	6 833,2
Progression	-	16,3%	4,5%	4,9%	4,8%	6,3%	7,5%
Dépôts clientèle	5 460,3	6 001,6	6 760,8	7 144,1	7 972,4	8 551,0	9 166,6
Progression	-	9,9%	12,6%	5,7%	11,6%	7,3%	7,2%
PNB	316,9	361,9	436,4	484,2	488,0	523,0	559,6
Progression	-	14,2%	20,6%	11,0%	0,8%	7,2%	7,0%
Dotations aux provisions sur les créances	0,0	12,8	34,9	18,7	31,1	35,0	40,0
Coefficient d'exploitation	50,0%	47,5%	46,9%	45,5%	47,7%	53,1%	53,5%
Résultat net	107,1	129,8	144,9	174,2	131,7	141,3	147,8
Progression	-	21,2%	11,7%	20,2%	-24,4%	7,3%	4,6%
Résultat net part du groupe	104,7	133,1	151,9	176,9	140,1	150,2	157,2
Progression	-	27,1%	14,2%	16,4%	-20,8%	7,2%	4,7%

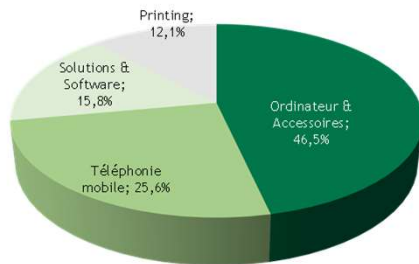
## Actionnariat Post-IPO

▪ Famille ESSAFI :	30,9%
▪ Famille BOUDEN:	23,9%
▪ M. Taoufik BEN KHEMIS:	13,7%
▪ Personnel du Groupe SMART:	1,0%
▪ Flottant:	30,4%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	185,1
PER 2022e	9,0
EV/EBITDA 2021e	7,4x
Dividend yield 2021 <sup>e</sup>	6,7%
Performance 2022	-5,5%

## Structure du chiffre d'affaires par ligne de produits (2020)



## Opinion

▪ Fraichement introduite en bourse, SMART Tunisie semble tenir ses promesses faites aux actionnaires lors de sa mise sur le marché. C'est ce qui ressort de l'analyse des indicateurs d'activité au 31/12/2021 de la société mère du Groupe. Ces derniers font état d'une croissance du chiffre d'affaires de 7,4% à 285,4MDt, soit un taux de réalisation de 103% par rapport aux prévisions du business plan dévoilé lors de l'IPO. Par ailleurs, la société a enregistré une amélioration de son taux de marge brute qui est passé de 13,6%, en 2020, à 14,9%, en 2021. A fin 2021, avec une marge brute de 41,2MDt, SMART Tunisie affiche un dépassement de 7%, par rapport à son business plan. La stratégie du Groupe SMART sur les prochaines années, s'articule autour de trois grands axes de développement : i/ préserver et consolider la position du Groupe en tant que leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, ii/ élargir les lignes de produits à travers la représentation de nouvelles marques et l'introduction de nouvelles lignes de métiers axées sur le service, iii/ et développer le volet logistique sur le moyen et long terme à travers la création d'une plateforme logistique pour le Groupe. SMART a présenté, dans le cadre de son IPO, un Business Plan prudent qui allie consolidation de la croissance et des marges. Un challenge que le management pourrait relever grâce au business model résilient et innovant du Groupe. La valorisation actuelle du Groupe est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. SMART présente des atouts qui justifient un positionnement sur le titre : une position de leadership sur un marché en pleine croissance, un business model innovant et une vision globale grâce à un système d'information performant.

## 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 efficace et (iv) une connaissance approfondie du marché grâce à une écoute continue
- Un portefeuille de plus de 25 marques représentées, de renommée internationale
- Une maîtrise 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

## Faiblesses

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

## 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 actuelle
- 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

## Menaces

- Une concurrence importante dans le secteur de l'IT
- Un risque lié à la réglementation : 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 réglementation et ne fait pas appel à des services extérieurs
- Une exposition au risque de change. Ce risque est en grande partie maîtrisé grâce à une politique des achats qui intègre les achats à terme et une politique de mix-financement en devises et en dinars

Chiffre consolidés en MDt	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	312,1	290,6	306,7	331,9
Progression	-	-6,9%	5,5%	8,2%
Marge brute	53,8	45,4	50,5	54,6
Progression	-	-15,6%	11,2%	8,2%
Taux de marge brute	17,2%	15,6%	16,5%	16,5%
EBITDA	38,1	29,5	32,5	35,3
Progression	-	-22,5%	10,0%	8,6%
Marge d'EBITDA	12,2%	10,2%	10,6%	10,6%
Résultat net part du groupe	16,5	12,3	18,0	20,6
Progression	-	-25,5%	46,4%	14,3%
Marge nette	5,3%	4,2%	5,9%	6,2%

## Les valeurs adaptées aux petits tickets et au profil CEA

---

- ARTES : solide mais délaissé
- City Cars : la roue tourne dans le bon sens
- SOTUMAG: un faible profil de risque
- SOTRAPIL: un titre de bon père de famille
- SAM: une bonne « assise » financière

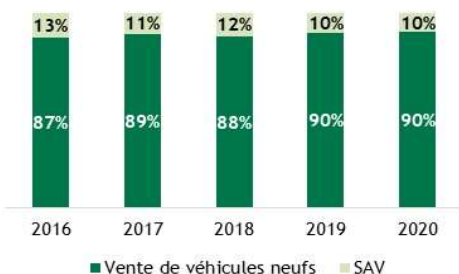
### Actionnariat

Famille MZABI:	75,0%
Abu Dhabi Fund:	9,3%
Flottant:	15,7%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	278,1
PER 2022e	7,6x
EV/EBITDA 2021e	3,0x
Dividend yield 2021e	11,0%
Performance 2022	+17,6%

### Structure du chiffre d'affaires du Groupe



### Forces

- Leader de la concession automobile en Tunisie grâce à une offre diversifiée et des marques bien appréciées
- La diversité de l'offre d'ARTES et sa forte présence dans les segments les plus rémunérateurs, permet au concessionnaire d'impacter, en grande partie, toute appréciation de l'euro, dans ses prix de vente
- La meilleure rentabilité au sein du secteur de la concession automobile (une marge d'EBITDA de 18,1% en 2020)
- Une contribution importante du service après vente et des pièces de rechange aux revenus (une moyenne de 11% sur les 6 dernières années). ARTES possède un des parcs automobiles les plus élevés et les plus vieux sur le marché
- Une structure financière saine avec une dette quasi-nulle et une position en cash excédentaire
- Une distribution généreuse de dividendes (un dividend yield 2021e de 11%)

### Opportunités

- Faible taux de pénétration du marché automobile recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux
- Un matelas de trésorerie confortable lui permettant de financer son développement
- Le management a entamé des négociations avec NISSAN pour la construction d'une unité d'assemblage des Pickups
- Le concessionnaire a une marge de manœuvre pour diversifier d'avantage son offre et développer la vente des pickups

### Faiblesses

- L'excédent de cash grève la rentabilité des actifs du concessionnaire
- La rentabilité des fonds propres est en baisse continue (un ROE estimé en 2021 de 18,8% contre un ROE de 24% en 2017)
- Toute fluctuation défavorable du dinar à l'égard du Yen aurait un impact négatif sur la rentabilité de la filiale ADEV, concessionnaire de la marque NISSAN

### Menaces

- La libéralisation du secteur de la concession automobile en Tunisie est indéniablement une mesure éloignée au vu de la persistance des tensions sur la balance commerciale
- Des conditions de plus en plus restrictives adoptées par les banques pour les crédits à la consommation
- Le système des quotas continue à pénaliser la croissance des revenus des concessionnaires tunisiens
- Le taux d'IS est passé de 25% à 35% depuis 2019
- Une concurrence accrue notamment avec l'entrée sur le marché de nouvelles marques asiatiques

### Opinion

Le concessionnaire de la marque au losange, commercialisant également les marques Nissan et Dacia, qui a été le plus lésé par la crise sanitaire en termes d'activité en 2020, s'est ressaisi en 2021. A fin 2021, le chiffre d'affaires d'ARTES s'est hissé de 34,2% à 222,1MDt. La société ARTES (Marques Renault/Dacia) a vendu 5968 immatriculations courant 2021 contre 4795 unités une année auparavant. Comme à l'accoutumée, le Groupe s'affirme par la plus grande résistance en termes de rentabilité, comparativement à ses pairs. Il se distingue également par les meilleures marges et le plus important matelas de trésorerie, ce qui lui permet de palier à la volatilité de l'exploitation. L'assise financière solide du concessionnaire, soutient, par ailleurs, sa distribution généreuse de dividendes, revue à la hausse en dépit de la crise (11% dividend yield estimé en 2021, au même niveau qu'en 2020). Au regard des niveaux attrayants de la valorisation actuelle, nous recommandons le titre à l'achat, particulièrement approprié pour un CEA du fait de la rémunération alléchante du titre.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	222,6	262,4	235,4	244,3	212,3	255,5	273,6
Progression	-	17,9%	-10,3%	3,8%	-13,1%	20,3%	7,1%
Marge brute	43,7	50,2	43,3	47,8	50,1	60,3	64,6
Taux de marge brute	19,6%	19,1%	18,4%	19,6%	23,6%	23,6%	23,6%
Progression	-	14,8%	-13,6%	10,3%	4,9%	20,3%	7,1%
EBITDA	32,4	39,1	31,5	36,2	38,4	47,2	50,7
Progression	-	21%	-19%	15%	6%	23%	7%
Marge d'EBITDA	14,6%	14,9%	13,4%	14,8%	18,1%	18,5%	18,5%
Résultat net part du groupe	32,5	35,4	31,1	30,0	32,6	34,5	36,6
Progression	-	9,0%	-12,3%	-3,4%	8,7%	5,7%	6,2%
Marge Nette	14,6%	13,5%	13,2%	12,3%	15,4%	13,5%	13,4%

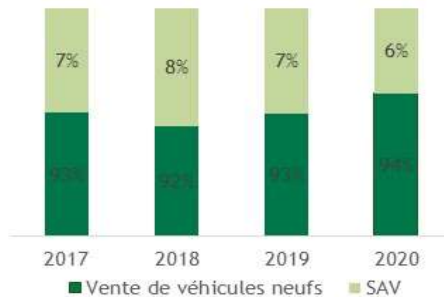
## Actionnariat

- Automobile Investment Company: 56,5%
- Tunisian Investment Cars: 10,0%
- Flottant: 33,5%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	243,0
PER 2022e	7,2x
EV/EBITDA 2021e	2,5x
Dividend yield 2021e	6,3%
Performance 2020	+22,7%

## Structure du chiffre d'affaires du Groupe



## Opinion

▪ Le concessionnaire de La marque Sud-coréenne "KIA", s'est distingué par rapport à la concurrence par la résilience de son business model face à la crise sanitaire. Il s'agit de l'unique concessionnaire à avoir affiché une croissance à deux chiffres de ses revenus en dépit de la crise et ce grâce à l'attractivité de sa gamme de véhicules tout en préservant sa position de leader sur le segment des véhicules particuliers. 2021, a aussi été une année prospère pour la société, qui a vu son chiffre d'affaires au terme de l'année, avancer de 45,7% à 333,4MDt. Le concessionnaire se distingue également par une solide génération de cash et par un ROE exceptionnel (44,5% en 2020) ainsi qu'un rendement en dividende attrayant (6,3% dividend yield estimé en 2021). La société a réussi à l'instar de ses pairs à améliorer sa profitabilité. Toutefois, elle demeure devancée par ARTES. Compte tenu du niveau de valorisation attractif du concessionnaire, nous recommandons le titre à l'achat, particulièrement approprié pour un CEA du fait de la rémunération attractive du titre.

## Forces

- Adossé à une marque de renommé internationale, le concessionnaire automobile de la marque KIA est leader sur le marché des véhicules légers (particuliers et utilitaires) pour la deuxième année consécutive
- Une gamme de véhicules diversifiée
- Une présence dans les grandes villes du pays à travers un réseau de 17 agences
- Une situation financière saine avec une trésorerie excédentaire et une dette nette négative
- Un rendement en dividende attractif (un dividend yield 2021e de 6,3%)
- Le meilleur ROE 2020 du secteur de 44,5%

## Faiblesses

- Qualité du service après vente à améliorer en raison d'un parc de voitures jeune
- Absence de couverture contre les fluctuations de change

## Opportunités

- Faible taux de pénétration du marché automobile tunisien recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux
- Innovation permanente du constructeur KIA qui dispose d'une importante structure de recherche et développement
- Montée en gamme des véhicules KIA

## Menaces

- La libéralisation du secteur de la concession automobile en Tunisie est indéniablement une mesure éloignée au vu de la persistance des tensions sur la balance commerciale
- Des conditions de plus en plus restrictives adoptée par les banques pour les crédits à la consommation
- Ouverture du marché tunisien aux constructeurs chinois et indiens
- Toute dépréciation du dinar face à l'Euro ou au Dollar aura une incidence sur les prix de vente et les marges du concessionnaire (c'est le cas de tous les importateurs)
- Un taux d'IS qui est passé de 25% à 35% depuis 2019

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	162,7	167,2	152,5	212,7	236,6	347,9	359,9
Progression	-	2,8%	-8,8%	39,4%	11,2%	47,1%	3,4%
Marge brute	24,7	25,6	24,8	31,5	41,0	60,3	62,3
Taux de marge brute	15,2%	15,3%	16,3%	14,8%	17,3%	17,3%	17,3%
Progression	-	3,8%	-3,2%	27,2%	29,9%	47,1%	3,4%
EBITDA	18,9	19,2	18,0	24,6	33,3	52,4	54,3
Progression	-	1,5%	-6,3%	37,1%	35,4%	57,3%	3,6%
Marge d'EBITDA	11,6%	11,5%	11,8%	11,6%	14,1%	15,1%	15,1%
Résultat net part du groupe	14,4	14,8	14,3	15,3	21,0	32,5	33,7
Progression	-	2,8%	-3,5%	7,2%	37,0%	54,9%	3,6%
Marge Nette	8,9%	8,9%	9,4%	7,2%	8,9%	9,3%	9,4%

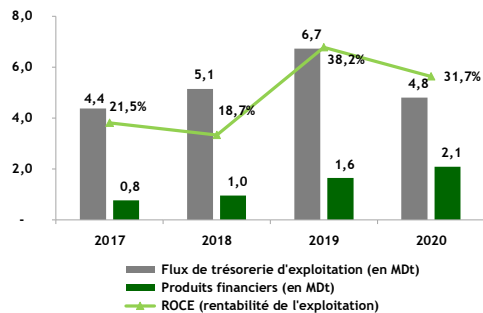
### Actionnariat

▪ Etat tunisien:	37,5%
▪ Société TRABELSI & FILS:	19,5%
▪ COOPMAG:	13,2%
▪ Office du Commerce:	7,6%
▪ Flottant:	22,2%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	61,8
PER 2022e	10,8x
EV/EBITDA 2021e	6,2x
Dividend yield 2021e	5,6%
Performance 2022	+23,2%

### Capacité de génération de cash flow et ROCE



### Opinion

2021 a été bonne pour SOTUMAG. Le gestionnaire du marché de gros y a consolidé ses revenus (+3,1%), les portant à 15,4MDt. L'activité de la SOTUMAG revêt un caractère défensif qui peut être attractif en temps de crise. Le profil de risque de la société est, certes, faible, mais les perspectives de croissance sont également limitées, au jour d'aujourd'hui, en raison de la prolifération de l'économie informelle et de la persistance des perturbations dans les circuits de distribution des produits frais. En attendant une communication plus factuelle sur le mégaprojet du marché intégré, la principale niche d'amélioration de la rentabilité de la SOTUMAG réside dans l'optimisation de ses charges. Un positionnement sur le titre est préconisé, en particulier pour un profil CEA en raison du profil rentier de la compagnie et du bon rendement en dividendes qu'elle offre.

### Forces

- Une situation de monopole, un emplacement stratégique et une capacité de stockage élevée qui permettent de traiter 40% de la production nationale de légumes et fruits et d'assurer l'approvisionnement du district de Tunis
- Une activité défensive à deux manettes (les redevances sur les denrées alimentaires et les loyers) qui résiste en période de cycles économiques baissiers
- Une situation financière solide avec une dette nette structurellement négative et un matelas de trésorerie confortable qui bonifie régulièrement la rentabilité de la firme

### Opportunités

- Un mégaprojet d'un marché intégré prometteur (annoncé en 2016 pour un coût global proche de 30MDt) mais non encore confirmé
- Un important potentiel de croissance si des efforts de « désinformalisation » de l'économie et des circuits de distribution des produits alimentaires frais sont déployés par les pouvoirs publics
- Une politique de rationalisation des charges, une informatisation des process et une intensification des efforts de surveillance et de contrôle devraient permettre d'améliorer les revenus et la productivité
- Une hausse des prix des produits alimentaires frais bénéfique pour la société

### Faiblesses

- Une société étatique avec une instabilité du management et une lenteur dans le processus décisionnel
- Une situation de sureffectif et une faible productivité (les frais généraux\* absorbent 59,6% du chiffre d'affaires en 2020)

### Menaces

- Une floraison du marché informel et des perturbations dans les circuits de distribution
- Une volatilité des performances du secteur agricole et dépendance par rapport aux saisons agricoles et aux conditions climatiques

\* Nous entendons par frais généraux, les frais du personnel majorés des autres charges d'exploitation.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	11,0	12,0	12,3	14,1	14,9	15,4	16,2
Progression	-	9,8%	1,9%	14,7%	6,0%	3,1%	5,0%
Marge brute	10,2	11,4	11,5	13,4	14,1	14,7	15,4
Progression	-	11,5%	1,2%	15,9%	5,9%	3,7%	5,0%
Taux de marge brute	93,2%	94,6%	93,9%	94,9%	94,8%	95,3%	95,3%
EBITDA	4,1	4,5	4,2	5,7	5,3	6,1	6,2
Progression	-	7,7%	-6,8%	38,1%	-7,9%	14,9%	1,9%
Marge d'EBITDA	37,8%	37,1%	33,9%	40,8%	35,4%	39,5%	38,3%
Résultat net	2,5	3,1	3,2	4,7	4,6	5,6	5,7
Progression	-	21,0%	3,8%	47,7%	-1,5%	20,1%	2,4%
Marge nette	23,1%	25,5%	26,0%	33,4%	31,1%	36,2%	35,3%



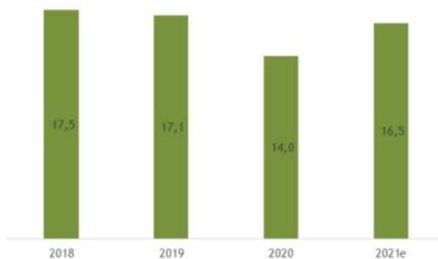
### Actionnariat

▪ STIR:	34,0%
▪ Groupe DRISS :	21,2%
▪ ETAP :	18,3%
▪ Flottant :	26,5%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	55,9
PER 2022e	7,1x
EV/EBITDA 2021e	1,1x
Dividend yield 2021e	7,8%
Performance 2022	+5,9%

### Evolution du chiffre d'affaires (en MDt)



### Opinion

Après avoir succombé aux retombées de la crise en 2020, le transporteur national des hydrocarbures, jouissant d'une position monopolistique, a redressé la barre en 2021, en améliorant ses revenus de 18% à 16,5MDt. Une progression expliquée essentiellement par la reprise de l'activité de transport du pipeline Bizerte -Rades, mais également par la hausse de l'activité du pipeline Jet A1. Il est à préciser que le transporteur des hydrocarbures est connu par la récurrence de ses revenus, sa forte capacité de génération de trésorerie et surtout l'attractivité de son rendement en dividende. En 2020, le résultat net du transporteur des hydrocarbures s'est établi à 7,2MDt, soit une marge nette de 51,3%. La distribution généreuse du titre (un yield de 7,8% en 2021) renforce l'attractivité du titre qui traite également à des niveaux de valorisation intéressants (un PER2022e de 7,1x et un EV/EBITDA 2021e de 1,1x).

### Forces

- La SOTRAPIL occupe une position de monopole dans le marché de transport des hydrocarbures de Bizerte à Radès
- Le transport par pipeline offre des avantages de sécurité, de protection de l'environnement et de rentabilité économique comparé aux autres moyens de transport
- Importantes barrières à l'entrée préservant la position monopolistique de la société
- Le transporteur des hydrocarbures est connu par la récurrence de ses revenus, son bilan solide et sa forte capacité de génération de trésorerie
- Un tour de table bien institutionnalisé avec la présence de la STIR, de l'ETAP et du groupe Driss.
- La société présente un dividend yield attrayant (dividend yield 2021e de 7,8%)

### Opportunités

- La gestion de la société étatique s'apparente à celle d'une société privée.
- L'accalmie des tensions sociales, les perspectives de nouvelles découvertes pétrolières sont de bon augure pour le secteur des hydrocarbures en Tunisie.

### Faiblesses

- Le trafic du pipeline dépend entièrement du niveau de la production de la Société Tunisienne des industries de raffinage.
- L'activité du pipeline Jet A1 dépend de l'activité du transporteur aérien national et du secteur du tourisme en général.

### Menaces

- Un potentiel de croissance limité et dépend entièrement de la production nationale de pétrole et des besoins de notre transporteur aérien.
- Le niveau de production de la STIR est en deçà des attentes en raison du mauvais état de l'unité de production

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	11,9	15,1	17,5	17,1	14,0	16,5	17,0
Progression	-	27,2%	15,7%	-2,4%	-18,1%	18,2%	3,0%
Marge brute	12,4	15,9	16,8	16,3	15,2	16,9	17,4
Taux de marge brute	104,1%	105,1%	96,2%	95,7%	108,9%	102,6%	102,3%
Progression	-	28,5%	5,9%	-2,9%	-6,9%	11,3%	2,7%
EBITDA	6,8	9,7	10,6	9,8	8,6	10,3	10,6
Marge d'EBITDA	57,2%	64,5%	60,8%	57,6%	61,4%	62,5%	62,3%
Progression	-	43,4%	9,1%	-7,5%	-12,7%	20,3%	2,6%
Résultat net part du groupe	4,0	5,3	7,2	7,4	7,2	7,8	7,9
Progression	-	32,3%	37,1%	2,6%	-3,4%	8,3%	1,5%
Marge nette	33,5%	34,9%	41,3%	43,5%	51,3%	47,0%	46,3%

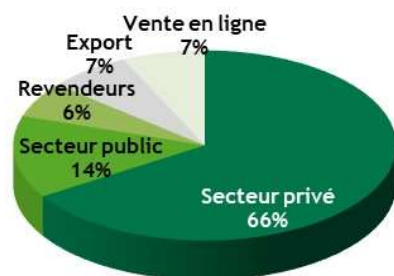
### Actionnariat

- Famille Ben Slimane: 58,3%
- Autres actionnaires : 41,7%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	18,0
PER 2022e	9,1x
EV/EBITDA 2021e	4,6x
Dividend yield 2021e	7,1%
Performance 2022	+15,7%

### Structure du chiffre d'affaires de la société mère en 2020



### Opinion

Le Groupe de mobilier de bureau, qui a été sévèrement touché par la crise sanitaire en 2020, a su rebondir et retrouver son rythme d'activité habituel en 2021. A fin 2021, les revenus consolidés du Groupe SAM ont enregistré une nette amélioration à deux chiffres (+28% à 23,9MDt). Cette progression trouve, principalement, son origine dans la multiplication par cinq des revenus à l'export grâce aux diverses opérations conclus en Libye et en Côte d'Ivoire, ainsi qu'aux nouveaux marchés conclus et en cours de réalisation durant l'année passée avec plusieurs établissements sur le marché local. La reprise de l'activité du spécialiste en mobilier de bureau, jouissant d'une bonne notoriété, couplée à des niveaux de valorisation intéressants (PER 2022e de 9,1x et EV/EBITDA 2021e de 4,6x) et à un dividend yield attrayant (7,1% estimé pour 2021) justifie un positionnement sur la valeur.

### Forces

- Forte d'une bonne notoriété, SAM est le leader dans le secteur du mobilier de bureau avec 20% de part de marché, jouissant d'un savoir-faire reconnu sur le marché local
- Le Groupe « Intérieurs » dispose d'un réseau de distribution composé de neuf points de vente (showrooms et magasins d'usine), dont six en Tunisie (Tunis, Sousse, Sfax et Béja) et trois à l'étranger (Tripoli, Alger et Abidjan)
- Excellente logistique des achats, tant au niveau des fournisseurs nationaux qu'internationaux
- Offre des prix compétitifs sur le marché tunisien
- La société possède de bons fondamentaux avec une dette nette négative de -150 mille dinars en 2020
- La trésorerie confortable du Groupe permet de maintenir une enveloppe de dividendes généreuse (une distribution de 89% des résultats en 2020)

### Opportunités

- Un marché à fort potentiel compte tenu de l'évolution démographique et économique de la Tunisie
- Un marché encore protégé par des droits de douane sur les importations de produits finis
- Développement de l'activité export
- Développement de l'activité du meuble sur mesure et des kits à assembler

### Faiblesses

- Une sensibilité des coûts d'achat par rapport au prix international du bois et à la fluctuation du dinar face à la monnaie étrangère
- Un système d'information limité

### Menaces

- Importance du marché artisanal de proximité
- Faibles barrières à l'entrée dans ce secteur
- Intensification de la concurrence suite à l'arrivée des enseignes internationales
- Le renforcement de l'Euro érode les marges du Groupe

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	15,9	16,4	21,3	24,4	18,6	23,9	25,5
Progression	-	3,2%	29,8%	14,5%	-23,7%	28,1%	7,0%
Marge brute	8,4	7,8	9,7	10,2	8,2	10,4	11,1
Progression	-	-8,0%	24,6%	5,5%	-19,7%	26,6%	7,0%
Taux de marge brute	52,9%	47,2%	45,3%	41,7%	43,9%	43,4%	43,4%
EBITDA	3,9	2,7	4,0	4,1	2,6	3,8	4,1
Progression	-	-30,2%	46,8%	2,3%	-37,5%	49,2%	8,0%
Marge d'EBITDA	24,5%	16,6%	18,7%	16,7%	13,7%	16,0%	16,1%
Résultat net part du groupe	2,2	1,3	2,5	1,8	1,1	1,9	2,0
Progression	-	-39,4%	90,5%	-28,5%	-41,8%	78,6%	4,7%
Marge nette	13,8%	8,1%	11,9%	7,4%	5,7%	7,9%	7,7%

## Les valeurs sous surveillance positive

---

- STAR : en attendant un vrai changement
- Maghrebria: une exposition saine au secteur de l'assurance
- SOTIPAPIER: un papier solide
- SIAME: cap sur les « *Smart Grids* »
- UIB: un faux pas 2020 digéré par le marché
- BH Bank: une valorisation intéressante
- BNA: des ambitions et des défis
- UBCI: cap sur la bancassurance

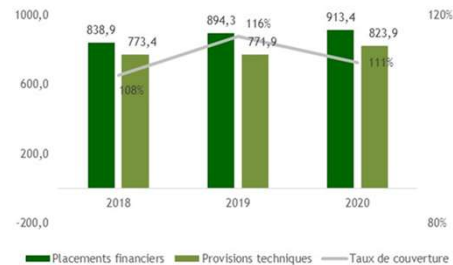
### Actionnariat

- Etat Tunisien : 38,6%
- Groupama: 35,0%
- CTKD: 5,5%
- Flottant: 20,8%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	259,8
PER 2022e	15,8x
P/B 2021e	0,7x
Dividend yield 2021e	3,4%
Performance 2022	-7,7%

### Evolution des placements financiers (en MDt), des provisions techniques (en MDt) et du taux de couverture



### Opinion

La STAR continue de se positionner en tant que leader du marché de l'assurance en termes de primes émises. En 2021, le leader a continué d'afficher des primes en légère progression en raison des efforts d'assainissement du portefeuille automobile engagés depuis l'année dernière. Les indemnisations de l'assureur ont remarquablement augmenté, marquant un retour à la normal de la sinistralité comparée à la même période de 2020 et qui a connu, pour rappel, un confinement général de 6 semaines en Avril et Mai. Toutefois, en 2022, la compagnie d'assurance devrait pâtir du contexte de taux baissier au vu de sa forte exposition aux produits de taux. Le leader incontestable du secteur de l'assurance en Tunisie garde toute son attractivité (un P/B de 0,7x contre une moyenne de 1,3x du secteur de l'assurance coté).

### Forces

- Incontestable leader de l'assurance en Tunisie avec une part de marché de 15,4% en 2019
- Premier réseau d'agences en Tunisie permettant de diversifier son portefeuille clientèle
- L'actif financier de la STAR recèle des plus values latentes de l'ordre de 1 milliard de dinars, consolidant davantage la capacité de la compagnie à couvrir ses provisions techniques (taux de couverture des provisions techniques par les placements de 111% en 2020)
- Un ratio de solvabilité nettement supérieur au minimum réglementaire (3,5x)

### Opportunités

- Le Groupe Groupama devient de plus en plus impliqué dans le processus de prise de décision
- Un portefeuille solide permettant une croissance plus forte de la société

### Faiblesses

- Un portefeuille assurance exposé aux entreprises publiques
- Un modeste Payout (40%) et rendement en dividende (dividend yield 2021e de 3,4%) comparé à ses pairs
- Un modeste ROE de 4,8% en 2020

### Menaces

- La forte exposition à la branche automobile obère la rentabilité technique en raison du renchérissement des pièces de rechange
- Le contexte de taux baissier pourrait altérer la profitabilité de l'assureur fortement exposé aux produits des taux

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Primes acquises nettes	281,2	301,7	323,7	336,8	326,2	324,8	329,4
<i>Progression</i>	-	7,3%	7,3%	4,1%	-3,1%	-0,4%	1,4%
Résultat technique non vie	3,2	-8,4	-0,7	-6,4	-8,4	-11,2	-10,3
<i>Progression</i>	-	-	-91,5%	-	-	33,5%	-8,2%
Résultat technique vie	-0,5	2,8	1,8	13,3	14,3	12,8	13,2
<i>Progression</i>	-	-	-	-	7,6%	-10,6%	2,9%
Résultat net de l'exercice	15,5	7,0	17,7	22,1	16,4	15,2	16,5
<i>Progression</i>	-14%	-54,5%	151,7%	24,3%	-25,7%	-7,6%	8,7%

### Actionnariat post OPF

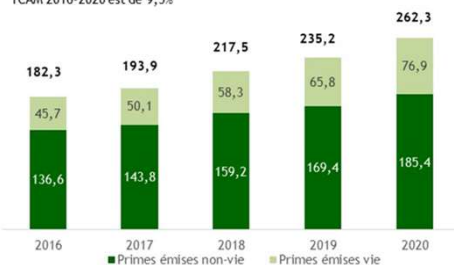
- Union Financière Holding: 56,9%
- Autres actionnaires : 43,1%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	268,2
PER 2022e	11,3x
P/B 2021e	2,2x
Yield 2021e	3,1%
Performance 2022	-6,7%

### Evolution du chiffre d'affaires (en MDt)

TCAM 2016-2020 est de 9,5%



### Forces

- Un acteur de référence en matière d'assurance en Tunisie, s'adjudant la troisième position en termes de primes émises, avec une part de marché de 9,7% en 2019
- Pionnier et acteur de référence en matière d'assurance vie sur le marché tunisien
- Premier assureur en Tunisie en assurance incendie
- Un taux de couverture des provisions techniques par les placements dépassant le seuil réglementaire minimal de 100% et s'établissant à 106% en 2020, ce qui représente un signe de sécurité pour les assurés
- Une structure de primes émises équilibrée
- Un ratio de solvabilité supérieur au minimum réglementaire (3x)
- Un bon ROE de 14,7% en 2020

### Opportunités

- Un potentiel de développement important aussi bien dans la branche vie que dans la branche non vie
- Un portefeuille solide permettant une croissance plus forte de la société
- Le développement de services innovants grâce à l'avènement du digital dans le quotidien du consommateur

### Faiblesses

- Un portefeuille assurance exposé aux entreprises publiques
- Un modeste payout (35%) et un faible rendement en dividende (dividend yield de 3,1%) comparé à ses pairs cotés

### Menaces

- La baisse du pouvoir d'achat du tunisien et l'instabilité politique et économique peut éroder le rythme de la collecte des primes des assureurs
- Un marché de plus en plus concurrentiel (innovation continue dans les produits et services)
- Le contexte de taux baissiers obère la rentabilité des placements des assureurs

### Opinion

Introduite en bourse fin 2020, via une cession de titres portant sur 30% de son capital, Assurances Maghrebria a relevé, jusque-là, le défi de respecter son Business Plan ambitieux qui alliait consolidation de la croissance et amélioration de la rentabilité, et ce en dépit du contexte économique encore précaire. Forte d'une bonne notoriété, Assurance Maghrebria s'adjudant la troisième position en termes de primes émises. La société affiche aujourd'hui de bons fondamentaux : une répartition équilibrée des primes émises, un ratio combiné bien maîtrisé, un taux de couverture des provisions par les placements et une marge de solvabilité dépassant les normes réglementaires requises. Maghrebria bénéficie de capitaux propres excédentaires lui permettant de développer ses activités.

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p
Primes acquises nettes	237,8	260,0	269,7	293,2	320,5	350,1
<i>Progression</i>	-	9,3%	3,7%	8,7%	9,3%	9,2%
Résultat technique non vie	13,9	22,1	17,4	19,4	22,3	25,1
<i>Progression</i>	-	59,0%	-21,3%	11,5%	14,9%	12,6%
Résultat technique vie	9,9	13,7	13,3	14,6	16,4	17,9
<i>Progression</i>	-	38,4%	-2,9%	9,8%	12,3%	9,1%
Résultat net de l'exercice	16,1	23,1	20,3	23,7	26,8	29,8
<i>Progression</i>	-	43,5%	-12,1%	16,7%	13,1%	11,2%

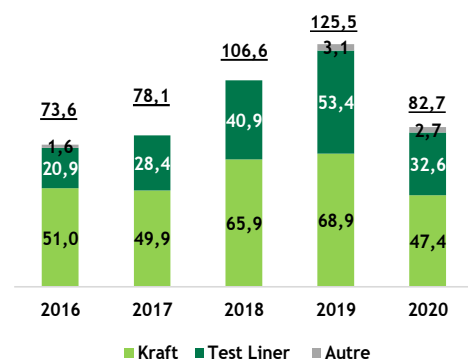
**Actionnariat**

- RECALL HOLDING: 34,1%
- Value Consulting : 28,8%
- Flottant: 37,1%

**Ratios boursiers**

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	166,0
<b>PER 2022e</b>	13,7x
<b>EV/EBITDA 2021e</b>	8,0x
<b>Yield 2021e</b>	5,2%
<b>Performance 2022</b>	+4,6%

**Evolution du chiffre d'affaires (en MDt)**



**Opinion**

Après une année calamiteuse, le titre SOTIPAPIER a renversé la tendance. Bénéficiant d'un effet de base favorable après le bilan fort décevant de 2020, la reprise a été au rendez-vous en 2021. La flambée du cours du papier en 2021 a reboosté les revenus du papetier, qui a été en mesure de réviser à la hausse ses prix de vente. A fin 2021, le chiffre d'affaires du papetier s'est hissé de 55% à 127,9MDt. Le bon positionnement de la SOTIPAPIER sur le marché local (leader sur le segment Kraft avec une PDM de 70% et une PDM de 30% pour l'activité Testliner) lui a été d'un grand avantage. Même en temps de crise, la société, conservant ses bons fondamentaux, a réussi à renforcer son assise financière et sa capacité de génération de cash-flow et à maintenir son niveau d'investissement habituel. Le papetier offre une rémunération généreuse avec un dividend yield 2021e attrayant de 5,2%.

**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 43% en 2020) et une activité structurellement génératrice de cash

**Opportunités**

- 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)
- Le renchérissement du prix de vente des produits concurrents importés permet à la SOTIPAPIER d'être plus compétitive sur le marché

**Faiblesses**

- Le renchérissement des matières premières importées
- L'exacerbation de la facture énergétique (augmentation des prix depuis 2018)
- Un portefeuille de clients concentré qui ne permet pas une aisance dans la révision des prix de vente

**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

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
<b>Chiffre d'affaires</b>	73,6	78,1	106,6	125,5	82,7	127,9	138,1
<i>Progression</i>	-	6,1%	36,5%	17,8%	-34,1%	54,6%	8,0%
<b>Marge brute</b>	21,7	25,2	37,0	47,0	25,1	39,7	42,9
<i>Taux de marge brute</i>	29,5%	32,3%	34,8%	37,4%	30,4%	31,1%	31,1%
<b>EBITDA</b>	13,8	15,8	25,0	33,3	13,1	24,7	26,9
<i>Progression</i>	-	14,3%	58,9%	33,1%	-60,8%	89,1%	8,9%
<i>Marge d'EBITDA</i>	18,7%	20,2%	23,5%	26,6%	15,8%	19,3%	19,5%
<b>Résultat net part du groupe</b>	6,6	9,3	13,2	21,3	1,6	11,7	12,1
<i>Progression</i>	-	41,2%	41,7%	61,3%	-92,4%	624,3%	3,1%
<i>Marge nette</i>	9,0%	11,9%	12,4%	16,9%	2,0%	9,2%	8,8%

### Actionnariat

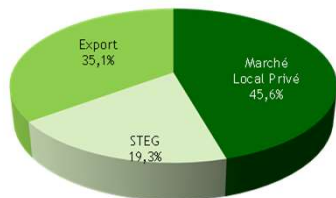
▪ M. Mohamed Hédi BEN AYED:	19,5%
▪ COTUNAL*:	8,2%
▪ INTERMETAL*:	8,1%
▪ SNCI*:	6,4%
▪ PROSID*:	6,4%
▪ Flottant:	51,4%

\* Sociétés appartenant au Groupe IPS, détenu par l'actionnaire de référence M. Mohamed Hédi BEN AYED.

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	62,9
PER 2022e	20,9x
EV/EBITDA 2021e	10,3x
Dividend yield 2021e	3,2%
Performance 2022	-5,6%

### Structure du chiffre d'affaires de la société mère en 2020



### Forces

- Un savoir faire reconnu dans le domaine des appareillages électriques: compteurs, disjoncteurs, tableaux de comptage, accessoires de ligne, lampes à faible consommation d'énergie LED etc
- Un groupe intégré avec une offre de produits complète et des synergies mises en place
- Un positionnement solide sur le marché local et une bonne présence sur les marchés export (32,6% des revenus de la société mère sont générés par l'export en 2021) dans la région MENA et en Afrique
- Des certifications reconnues à l'échelle nationale et internationale et une activité de recherche et développement bien développée au sein du Groupe
- Une situation financière saine et un endettement maîtrisé (gearing consolidé de 43,8% à fin 2020)

### Opportunités

- Une consolidation des ventes sur le marché africain suite aux projets d'électrification en cours de lancement dans plusieurs pays
- Une diversification des canaux de distribution en cours qui devrait conférer au Groupe des possibilités de compensation des gaps entre les marchés et lui permettre de sécuriser ses ventes et de palier aux aléas de la conjoncture économique
- L'achèvement du projet de développement d'une solution de comptage à prépaiement. Ce projet est en phase de validation finale
- Un développement d'une plateforme de comptage intelligent selon les spécifications de la STEG. Selon le management, le projet pilote du « Smart Grid » devrait générer un chiffre d'affaires de 10 à 15MDt, sur la période 2022-2024, pour le Groupe SIAME. De surcroît, le déploiement massif des compteurs intelligents en Tunisie devrait générer un chiffre d'affaires de 150MDt, sur la période 2025-2035, pour la SIAME.
- Un développement de synergies avec la filiale « I@T » spécialisée dans l'internet des objets et les technologies innovantes, pour lancer de nouvelles solutions en matière d'efficacité énergétique

### Faiblesses

- Une dépendance vis-à-vis des appels d'offres de la STEG, générant une cyclicité dans les revenus
- Quelques sociétés du Groupe connaissent des difficultés opérationnelles et sont déficitaires. Il s'agit des filiales SITEL, ELECTRICA, I@T et I@T EUROPE

### Menaces

- Un renchérissement du coût des intrants et glissement du dinar par rapport au dollar américain et à l'euro

### Opinion

La SIAME a affiché, au titre de l'exercice 2021, des réalisations honorables. Le chiffre d'affaires de la société mère du Groupe a réalisé un bond de 18,8% à 40,1MDt. Par ailleurs, les états financiers semestriels de la société mère font état d'un triplement du résultat net entre le 30/06/2020 et le 30/06/2021 à 2,3MDt. L'avenir pour le Groupe SIAME s'annonce prometteur. Le projet « Smart Grid » lancé par la STEG en 2019 (publication de l'avis d'appel d'offres international) pour une enveloppe totale de 1 milliard de dinars, représente une opportunité unique à saisir par la SIAME. Le Groupe s'est bien préparé à ce tournant vers les solutions de comptage intelligent, sur les dernières années, avec la création d'une nouvelle filiale, la société Innov-Alliance-Technology « I@T ». Cette nouvelle filiale devrait permettre à la SIAME de monter en compétence technologique et d'être pionnière en Afrique et dans la région du Moyen Orient dans les solutions intégrées de « Smart metering ». L'expertise de la SIAME dans le développement de nouvelles solutions de comptage intelligent est appelée, à être dupliquée pour être déployées dans d'autres pays notamment en Afrique et au Moyen Orient. La valorisation actuelle du Groupe ne reflète pas convenablement le potentiel de croissance latent que recèle le projet des « Smart Grids » pour la SIAME dans les prochaines années. Le cachet exportateur du Groupe et la solidité de ses fondamentaux sont des avantages comparatifs de taille surtout à l'aune de la crise de la Covid-19 et de la dégradation du climat des affaires en Tunisie.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Chiffre d'affaires	41,6	49,5	58,5	58,6	53,5	64,7	71,2
Progression	-	19,0%	18,3%	0,1%	-8,8%	21,1%	10,0%
Marge brute	14,1	15,7	19,8	20,4	19,8	22,5	24,7
Progression	-	11,9%	26,2%	2,6%	-2,8%	13,5%	10,0%
Taux de marge brute	33,8%	31,8%	33,9%	34,7%	37,0%	34,7%	34,7%
EBITDA	3,7	6,5	7,3	7,7	6,8	7,8	8,5
Progression	-	76,8%	12,3%	5,6%	-12,4%	15,0%	9,9%
Marge d'EBITDA	8,9%	13,2%	12,5%	13,2%	12,6%	12,0%	12,0%
Résultat net part du groupe	1,2	2,4	2,7	2,6	1,7	2,7	3,0
Progression	-	95,8%	12,7%	-6,5%	-34,5%	63,2%	9,9%
Marge nette	3,0%	4,9%	4,7%	4,4%	3,1%	4,2%	4,2%

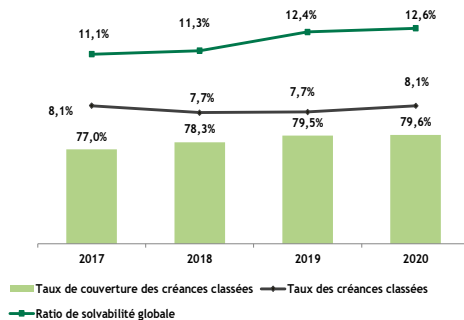
## Actionnariat

▪ Société Générale:	55,1%
▪ Groupe MZABI:	11,7%
▪ Société tunisienne d'investissement:	6,3%
▪ M. Habib BOUAZIZ:	4,8%
▪ Flottant:	22,1%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	472,4
PER 2022e	5,9x
P/B 2021e	0,7x
Dividend yield 2021e	4,8%
Performance 2022	-7,6%

## 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 un niveau parmi les plus élevés du secteur coté)
- 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 de crédits: le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours des crédits de la banque (2% des engagements, en 2020)
- Une bonne qualité des actifs et une productivité en ligne avec le secteur privé.

## Faiblesses

- Une banque de taille moyenne (8<sup>ème</sup> position en termes de dépôts et 7<sup>ème</sup> 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 (115% à fin 2020, contre un plafond réglementaire de 120%)

## 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...)

## Menaces

- Un renforcement de l'arsenal réglementaire par la BCT et la mise en application de nouvelles exigences réglementaires (risque opérationnel, risque de marché, fonds de garantie des dépôts, IFRS...)
- La crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente 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

Les indicateurs d'activité au 31 Décembre 2021 laissent entrevoir un retour à la croissance bénéficiaire après « l'accident de parcours » de 2020. Ces derniers font état d'une croissance vigoureuse du PNB de 10% à 442,5MDt. Du côté de l'activité d'intermédiation, elle a affiché des réalisations mitigées avec une progression de l'encours des dépôts de 5,4% à 5,4 milliards de Dt et une hausse timide de l'encours des crédits de 2,2% à près de 6 milliards de Dt. Sur le papier et en tenant compte des multiples estimés, la valorisation de l'UIB est historiquement basse. 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 de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise actuelle. Le « faux pas » de 2020 nous semble digéré par le marché.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Créances sur la clientèle	4 130,7	4 938,4	5 330,4	5 499,3	5 833,0	5 963,4	6 082,7
Progression	-	19,6%	7,9%	3,2%	6,1%	2,2%	2,0%
Dépôts clientèle	3 661,3	4 122,3	4 688,8	4 972,1	5 132,9	5 412,2	5 791,0
Progression	-	12,6%	13,7%	6,0%	3,2%	5,4%	7,0%
PNB	247,8	290,1	362,7	419,4	402,2	442,5	482,4
Progression	-	17,1%	25,0%	15,6%	-4,1%	10,0%	9,0%
Dotations aux provisions sur les créances	13,3	16,1	24,2	45,3	70,0	80,0	90,0
Coefficient d'exploitation	48,5%	46,6%	46,5%	45,5%	50,3%	54,1%	53,6%
Résultat net	75,8	90,1	111,8	117,1	61,6	71,2	77,3
Progression	-	18,8%	24,1%	4,7%	-47,4%	15,6%	8,5%
Résultat net part du groupe	71,6	86,1	109,4	116,3	65,2	75,0	81,3
Progression	-	20,3%	27,0%	6,4%	-44,0%	15,1%	8,4%



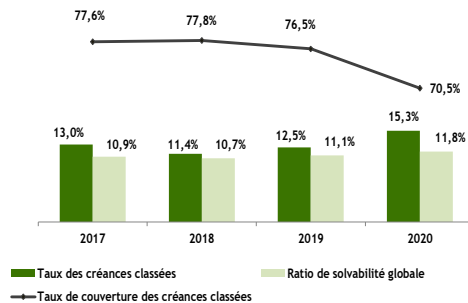
## Actionnariat

▪ Etat :	33,4%
▪ ETAP:	16,6%
▪ Groupe HORCHANI:	21,8%
▪ Flottant:	28,2%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	452,2
PER 2022e	3,5x
P/B 2021e	0,4x
Dividend yield 2021e	6,3%
Performance 2022	+1,1%

## Evolution des principaux ratios réglementaires



## Forces

- Un soutien de l'Etat tunisien
- Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, modernisation de la gouvernance, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines)
- Une présence dans tout les métiers de la finance et une productivité meilleure que le secteur
- Un leadership sur le segment des crédits logement et un savoir faire reconnu dans le financement du secteur immobilier
- Une bonne capacité de mobilisation des lignes de financement extérieures (parmi les encours les plus élevés du secteur bancaire: 599,5MDt au 30 Juin 2021), permettant de palier au tarissement de la liquidité sur le marché local

## Opportunités

- Une stratégie axée sur: 1) la concentration de l'activité du financement des promoteurs immobiliers sur l'accompagnement des clients existants, 2) la continuation des efforts de relance du segment des particuliers sur les crédits et sur les dépôts et 3) la poursuite de l'assainissement du bilan à travers le traitement dynamique du portefeuille via les négociations transactionnelles
- Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits et développement des synergies entre les différentes sociétés composant le Groupe BH, notamment en termes de complémentarité par ligne de métier et branche d'activités
- Une amélioration de la productivité grâce à: 1) l'implémentation du nouveau ERP global bancaire (Temenos Transact) et à la refonte du système d'information et 2) le plan de recrutement ciblé qui accompagne le plan volontaire des départs (rajeunissement et montée en compétence des ressources humaines)

## Faiblesses

- Une vocation historique de banque immobilière et une politique de quête des parts de marchés qui a pénalisé le coût des ressources de la banque sur les dernières années
- La banque semble subir les effets « secondaires » de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015: un ratio de transformation réglementaire supérieur à la limite réglementaire et parmi les plus élevés du secteur (120,7% à fin 2020), et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence
- Une exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP (qui sont respectivement de 15% et de 5%, en 2020) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée de la période post-Covid. Notons, également, que la banque a subi une dégradation de sa qualité des actifs en 2020

## Menaces

- Un renforcement de l'arsenal réglementaire par la BCT et la mise en application de nouvelles exigences réglementaires (risque opérationnel, risque de marché, fonds de garantie des dépôts, IFRS...)
- La crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente de la conjoncture économique, notamment pour le secteur immobilier, 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

▪ Le leader des crédits logement a affiché au titre de l'exercice 2021 des réalisations réconfortantes. Le PNB a accéléré la cadence de croissance comparativement à 2020 (+12,2% à 568,7MDt). L'activité d'intermédiation a affiché, en revanche, un bilan contrasté avec un léger repli de l'encours des crédits (-0,4% à 9,8 milliards de Dt) et une reprise de l'encours des dépôts de 7,6% à 7,8 milliards de Dt. Ces deux évolutions s'inscrivent, sans doute, dans une optique de maîtrise du ratio de transformation réglementaire. La valorisation de la BH est attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le « *Flight to Quality* » qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux (exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP, une liquidité encore sous pression et une dégradation récente de la qualité du portefeuille), il y a encore du chemin à parcourir par la banque.

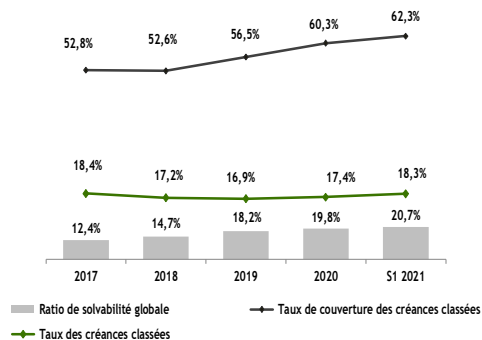
Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Créances sur la clientèle	6 272,7	7 703,8	9 130,3	9 698,7	9 831,5	9 793,7	10 087,5
Progression	-	22,8%	18,5%	6,2%	1,4%	-0,4%	3,0%
Dépôts clientèle	5 194,1	5 941,2	6 565,7	6 879,3	7 234,5	7 787,0	8 409,9
Progression	-	14,4%	10,5%	4,8%	5,2%	7,6%	8,0%
PNB	307,5	387,4	455,7	492,9	506,8	568,7	625,6
Progression	-	26,0%	17,6%	8,2%	2,8%	12,2%	10,0%
Dotations aux provisions sur les créances	56,3	45,6	71,0	68,5	171,6	150,0	170,0
Coefficient d'exploitation	45,9%	42,8%	41,5%	41,4%	38,5%	40,4%	39,8%
Résultat net	92,1	115,5	136,3	141,6	72,9	105,5	125,4
Progression	-	25,5%	18,0%	3,9%	-48,5%	44,6%	18,8%
Résultat net part du groupe	82,7	109,5	134,5	138,8	73,1	106,3	126,2
Progression	-	32,3%	22,9%	3,2%	-47,4%	45,5%	18,7%

## Actionnariat

- Etat et entreprises publiques: 57,8%
- Flottant: 42,2%

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	540,2
PER 2022e	3,1x
P/B 2021e	0,3x
Dividend yield 2021e	13,0%
Performance 2022	+12,2%

## Evolution des ratios prudentiels



## Forces

- Une banque incontournable du paysage bancaire tunisien: 1<sup>ère</sup> banque sur le marché en termes de crédits et 2<sup>ème</sup> en termes de dépôts et la plus importante banque du secteur public
- La consolidation de la capacité bénéficiaire sur les années passées grâce notamment au programme de cession d'actifs (des plus values de 331,7MDt dégagées sur la période 2015-2019) et la recapitalisation réussie de l'année 2019 (une levée de 168MDt) ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. La BNA jouit aujourd'hui de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui correspondent quasiment au double des minima réglementaires.
- Une productivité meilleure que la moyenne sectorielle
- Un savoir faire reconnu dans le financement du secteur agricole et une forte présence dans les régions sous bancarisées
- Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une faible exposition au secteur agricole (une proportion inférieure à 15%, en 2020, dans l'encours des engagements).

## Opportunités

- La banque compte poursuivre son plan de restructuration impliquant des efforts d'investissement conséquents dans les moyens matériels et humains. Les investissements concerneront essentiellement l'extension du réseau (5 ouvertures par an), le *relooking* des anciennes agences (une enveloppe de 74MDt) et la mise en place d'un nouveau ERP Global Banking sur une période de cinq ans (pour un coût global de 52MDt).
- Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits, rajeunissement des effectifs, automatisation et digitalisation des *process*, poursuite de l'extension du réseau et développement des synergies avec les sociétés du Groupe BNA
- Une solvabilité confortable permettant de mettre en place une stratégie de croissance plus dynamique et de mieux résister au durcissement de la réglementation prudentielle
- Un décollage commercial et une consolidation de la rentabilité permettant de poursuivre les efforts d'assainissement du bilan. Le démarrage du traitement transactionnel des créances classées, depuis 2018, devrait faciliter l'atteinte de cet objectif

## Faiblesses

- Avec un taux de créances classées de 17,4% et un taux de couverture de 60,3% (à fin 2020), la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années (2,7 milliards de dinars distribués sur la période 2018-2020) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède, que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture. Toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 2,6 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins deux années de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de provisionnement de 70%. Une exposition élevée aux entreprises publiques dont des entreprises en difficulté (les entreprises publiques représentent 29% de l'encours des crédits de la banque, en 2020).

## Menaces

- Un renforcement de l'arsenal réglementaire par la BCT et la mise en application de nouvelles exigences réglementaires (risque opérationnel, risque de marché, fonds de garantie des dépôts, IFRS...)
- La crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente de la conjoncture économique, notamment pour le secteur immobilier, 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 du secteur public a enregistré en 2022 des réalisations rassurantes. C'est ce qui ressort de l'analyse des indicateurs d'activité au 31 Décembre 2021. Ces derniers affichent une croissance spectaculaire du PNB de 20,1% à 828,6MDt, un bond de l'encours des dépôts de 12,3% à près de 10 milliards de Dt et une hausse de l'encours des crédits de 6,7% à 12,7 milliards de Dt. La BNA affiche une valorisation basse compte tenu des plus-values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées (d'une valeur aux livres nette de 184,7MDt à fin 2020). Nous mettons le titre sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution de la qualité du portefeuille et de l'exposition de la banque aux entreprises publiques (29% de l'encours des crédits de la BNA en 2020).

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Créances sur la clientèle	7 371,8	8 748,3	9 322,0	10 446,6	11 924,8	12 729,7	13 366,2
Progression	-	18,7%	6,6%	12,1%	14,2%	6,7%	5,0%
Dépôts clientèle	7 025,6	7 634,1	7 800,0	8 537,0	8 777,9	9 859,5	10 845,5
Progression	-	8,7%	2,2%	9,4%	2,8%	12,3%	10,0%
PNB	378,8	444,3	553,8	654,3	689,9	828,6	911,5
Progression	-	17,3%	24,6%	18,2%	5,4%	20,1%	10,0%
Dotations aux provisions sur les créances	109,5	80,5	82,8	128,5	220,7	260,0	270,0
Coefficient d'exploitation	53,3%	49,7%	48,0%	44,3%	41,9%	41,2%	40,8%
Résultat net	140,0	198,6	175,5	123,4	102,3	134,9	161,8
Progression	-	41,9%	-11,6%	-29,7%	-17,1%	31,9%	19,9%
Résultat net part du groupe	149,0	195,0	166,0	131,0	107,6	139,7	166,8
Progression	-	30,9%	-14,9%	-21,1%	-17,9%	29,8%	19,4%

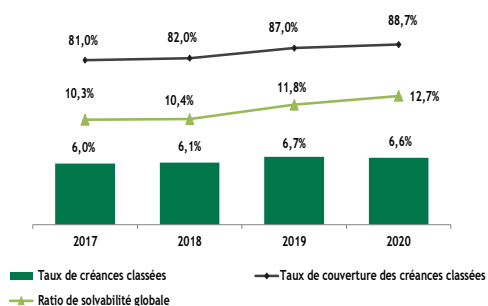
## Actionnariat

- Groupe Carte: 39,0%
- Groupe TAMARZISTE: 12,4%
- Groupe BNP Paribas: 11,1%
- Groupe SELLAMI: 8,4%
- Flottant: 29,1%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	445,0
PER 2022e	9,0
P/B 2021e	0,9x
Dividend yield 2021e	4,5%
Performance 2022	+12,4%

## Evolution des ratios réglementaires



## Forces

- Une offre de produits et de services compétitive qui continuera à profiter du partenariat avec le Groupe BNP Paribas dans les métiers de la banque et des nouvelles technologies (partenariat UBCI-BNP Paribas continuant après le désengagement du groupe français)
- Une banque qui a réussi à imposer sa rigueur comme exemple avec une base de clientèle saine et diversifiée (une qualité du portefeuille dans les standards les plus élevés du secteur, une politique de provisionnement stricte et « zéro » exposition au secteur du tourisme)
- Une structure des dépôts dominée par les dépôts à vue (la plus forte à l'échelle du secteur: 58,3% en 2021) qui permet de préserver le coût des ressources et de maintenir un bon niveau de ratio de transformation réglementaire

## Opportunités

- Le Groupe Carte dispose d'une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités: 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau 3) un portefeuille de crédit sain qui permet d'assoir une politique commerciale plus dynamique et 4) développement des synergies autour de la bancassurance
- Un potentiel de croissance dans les services financiers connexes (leasing et banque d'investissement)

## Faiblesses

- Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est restée timide au niveau de sa croissance: un réseau commercial réduit de 103 agences et des parts de marché qui stagnent (10<sup>ème</sup> rang dans le palmarès des dépôts avec une part de marché de 4%, à fin 2021)
- L'UBCI reste de loin la banque la moins productive du secteur privé
- Une solvabilité proche du seuil réglementaire
- Suite à la cession de 39% du capital de l'UBCI par BNP Paribas, la banque devrait investir dans son système d'information

## Menaces

- Un renforcement de l'arsenal réglementaire par la BCT et la mise en application de nouvelles exigences réglementaires (risque opérationnel, risque de marché, fonds de garantie des dépôts, IFRS...)
- La crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente de la conjoncture économique, notamment pour le secteur immobilier, 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 a publié au titre de l'exercice 2021 des indicateurs d'activité de bonne facture avec une croissance du PNB de 9% à 263,2MDt, une hausse notable de l'encours des dépôts de 16,7% à plus de 3 milliards de Dt et une progression de l'encours des crédits de 2,8% à 2,6 milliards de Dt. La banque a changé de tour de table en Mars 2021 avec l'entrée du Groupe Carte dans le capital à hauteur de 39%. Cette opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc, portant sur une enveloppe de 183,3MDt et valorisant l'UBCI à 470MDt. L'AGO du 27 Avril dernier a décidé de la nomination d'un nouveau Conseil d'Administration, d'un nouveau Président du Conseil d'Administration et d'un nouveau Directeur Général. Nous sommes convaincus que l'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités. Attendons de voir les contours de la nouvelle stratégie que le nouveau management compte mettre en œuvre... mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects du titre et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), notre recommandation est : « Conserver avec perspectives positives ».

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
Créances sur la clientèle	2 562,1	2 753,2	2 754,1	2 570,3	2 498,9	2 568,5	2 645,5
Progression	-	7,5%	0,0%	-6,7%	-2,8%	2,8%	3,0%
Dépôts clientèle	2 248,9	2 449,1	2 625,7	2 443,4	2 643,5	3 084,7	3 454,9
Progression	-	8,9%	7,2%	-6,9%	8,2%	16,7%	12,0%
PNB	169,4	200,3	228,4	255,0	241,5	263,2	284,3
Progression	-	18,3%	14,0%	11,6%	-5,3%	9,0%	8,0%
Dotations aux provisions sur les créances	6,5	13,6	7,0	0,3	14,4	20,0	20,0
Coefficient d'exploitation	69,4%	62,7%	63,2%	61,8%	63,0%	68,3%	68,6%
Résultat net	31,7	40,5	47,7	57,5	42,1	44,0	47,7
Progression	-	27,7%	17,8%	20,4%	-26,7%	4,5%	8,4%
Résultat net part du groupe	31,6	39,1	51,2	57,4	42,5	44,4	48,1
Progression	-	23,8%	30,9%	12,0%	-26,0%	4,5%	8,4%

## Contact

### Département Etudes & Recherches

[recherche@tunisievaleurs.com](mailto:recherche@tunisievaleurs.com)



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

#### *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.*