

Le portefeuille type de Tunisie Valeurs

- SAH Lilas: Des stratégies gagnantes pour une croissance pérenne
- SFBT: La force tranquille
- Délice Holding: L'heure est à l'écrouissage
- UNIMED: Cap sur un avenir serein
- CEREALIS: Une valorisation « au goût » du marché
- One Tech Holding: Le retour en grâce à portée de main
- Euro-Cycles: Quand la crise de la Covid-19 laisse entrevoir des opportunités
- Telnet Holding : Investir dans les hautes technologies
- BIAT: Un leader à portée de main
- Attijari Bank: Des marges de manœuvre confortables

Actionnariat

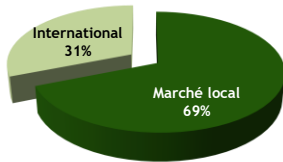
- JM Holding* : 62,7%
- PICTET LUX: 9,8%
- Flottant: 27,5%

* Holding contrôlé par Mme Jatila MEZNI

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	804
PER 2021e	14,8x
EV/EBITDA 2020e	9,6x
Yield 2020e	1,2%
Performance 2020	+6,0%

Répartition des revenus du Groupe en 2020



Opinion

La période transitoire fortement capitalistique est bientôt arrivée à son terme. 2020 est la vraie année de retour sur investissement. Elle sera une année pleine d'exploitation pour l'activité « détergents » avec le développement de nouveaux produits destinés aux professionnels et la production de marques de distributeurs. L'activité profitera également de l'augmentation de capacité de l'usine de SAH Tunisie avec l'utilisation d'une nouvelle technologie de production plus performante et du démarrage, au dernier trimestre 2020, de la nouvelle usine au Sénégal.

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 ». Le retour tant attendu aux dividendes au titre de l'exercice 2019 après trois années blanches pour les actionnaires envoie un signal positif au marché; un signal que le Groupe est sur le point d'entamer une phase de génération de cash flow, et de désendettement et de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années.

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

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'Ouata 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

Faiblesses

- Un faible taux d'encadrement du personnel
- Une exposition aux fluctuations des cours de matières premières
- Quelques filiales n'ont pas encore atteint leur seuil de rentabilité (filiale en Côte d'Ivoire, Azur Détergent, SAH Maroc, SAHD Algérie)

Menaces

- Un renchérissement des prix des matières premières importées et des fluctuations importantes sur le marché des changes
- Une forte concurrence étrangère et l'occurrence de perturbations logistiques en raison de la pandémie Covid-19

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	339,2	373,4	440,4	560,1	644,9	722,3
<i>Progression</i>	-	10%	18%	27%	15%	12%
Marge Brute	101,3	141,9	113,6	208,2	261,6	281,1
<i>Progression</i>	-	40%	-20%	83%	26%	7%
Taux de marge brute	29,9%	38,0%	25,8%	37,2%	40,6%	38,9%
EBITDA	64,7	72,1	62,1	81,3	115,4	135,9
<i>Progression</i>	-	11%	-14%	31%	42%	18%
Marge d'EBITDA	19,1%	19,3%	14,1%	14,5%	17,9%	18,8%
Résultat net part du groupe retraitée	33,2	24,6	22,8	23,0	43,3	54,5
<i>Progression</i>	-	-26%	-8%	1%	88%	26%
Marge nette	10,5%	7,6%	6,0%	4,0%	7,1%	8,0%

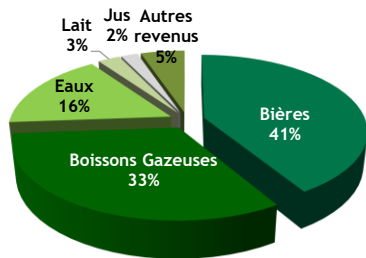
Actionnariat

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

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	4 665
PER 2021e	19,3x
EV/EBITDA 2020e	13,0x
Yield 2020e	3,8%
Performance 2020	+23,3%

Structure du chiffre d'affaires du Groupe en 2019



Opinion

▪ L'exercice 2020 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique ratée qui devrait affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue. 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 plus de 4,7 milliards de dinars (à fin 2020), 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 justifient 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 367MDt à fin 2019)
- Une activité large et diversifiée (boissons gazeuses, bière, jus, et eau) 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

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 de 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 inférieur à 18%, fin 2019

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
- Une activité lait déficitaire et confrontée à un problème d'approvisionnement en lait frais et à la forte concurrence forçant le Groupe à l'abandonner en 2020

Menaces

- Une concurrence des produits importées 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	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	913,8	996,9	1131,4	1202,9	1287,1	1377,2
Progression	-	9%	13%	6%	7%	7%
Marge Brute	443,2	477,9	509,3	556,2	585,6	633,5
Taux de marge brute	48,5%	47,9%	45,0%	46,2%	45,5%	46,0%
Progression	-	8%	7%	9%	5%	8%
EBITDA	257,0	288,2	304,5	343,9	353,9	381,6
Progression	-	12%	6%	13%	3%	8%
Marge d'EBITDA	28,1%	28,9%	26,9%	28,6%	27,5%	27,7%
Résultat net part du groupe retraité	136,9	172,1	177,3	210,9	216,8	242,3
Progression	-	26%	3%	19%	3%	12%
Marge nette	17,0%	18,0%	16,4%	18,3%	17,5%	18,3%

Actionnariat

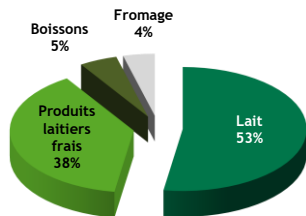
- Société MEDDEB CONSULTING*: 85,0%
- Société Agricole El Hadayek: 6,1%
- Flottant: 8,9%

* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	807
PER 2021e	15,5x
EV/EBITDA 2020e	8,4x
Yield 2020e	2,8%
Performance 2020	+47,0%

Structure du chiffre d'affaires consolidé en 2019



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 85% à fin 2019) et une importante manne financière pour financer le cycle d'exploitation et les investissements

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

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 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

Menaces

- Une intensification de la concurrence avec l'entrée d'un nouvel acteur sur le marché « Natilait » depuis 2015
- Une rentabilité étroitement liée aux prix des matières premières importées et exposition au risque de change en raison de la faible présence à l'export
- Une concurrence informelle du lait en vrac et une législation rigoureuse et contraignante

Opinion

▪ 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 une progression à deux chiffres au niveau des résultats et l'amorce d'un processus de désendettement. Les nouveaux projets entrepris devraient permettre au Groupe, 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 notamment le virage de l'eau minérale. Le lancement de l'activité de l'eau minérale, à fin 2020, est bénéfique pour le Groupe car cette activité est à forte marge et elle va profiter d'un circuit de distribution bien rodé.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	746,9	794,5	844,5	965,4	1 075,9	1 183,5
Progression	-	6%	6%	14%	11%	10%
Marge brute	197,2	203,3	205,9	251,2	273,3	303,0
Progression	-	3%	1%	22%	9%	11%
Taux de marge brute	26,4%	25,6%	24,4%	26,0%	25,4%	25,6%
EBITDA	89,8	91,1	84,5	106,7	117,1	122,4
Progression	-	2%	-7%	26%	10%	5%
Marge d'EBITDA	12,0%	11,5%	10,0%	11,1%	10,9%	10,3%
Résultat net part du groupe	36,9	38,6	30,9	46,5	48,6	51,9
Progression	-	5%	-20%	51%	5%	7%
Marge nette	4,8%	4,8%	3,5%	4,4%	4,2%	4,1%

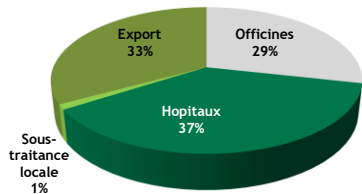
Actionnariat

- Premium Holding: 40,8%
- Monsieur Ridha CHARFEDDINE: 29,2%
- Ekuity Capital : 12,3%
- Flottant: 17,7%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	275
PER 2021e	18,4x
EV/EBITDA 2020e	10,3x
Yield 2020e	0%
Performance 2020	+4,1%

Répartition des revenus (MDt) en 2020



Opinion

▪ L'effet d'annonce du partenariat capitalistique avec East Lane Partners pour intégrer Unimed dans une plateforme régionale a été contrebalancé par les publications en deçà des attentes de la société sur les deux dernières années. Après avoir fait ses preuves à l'échelle nationale, la société met le cap sur l'export et s'arme pour devancer ses concurrents. Unimed a lancé un important projet d'extension et d'automatisation (une enveloppe d'investissement de 80MDt). Très avancé, ce projet connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2022. Il devrait élargir l'horizon de croissance de la firme, et lui permettre de s'attaquer à de nouveaux marchés et d'atteindre des paliers de revenus et de rentabilité plus élevés. Le positionnement sectoriel (secteur défensif et positionnement générique sur les produits stériles à forte valeur ajoutée), la qualité des fondamentaux et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns, particulièrement dans la conjoncture actuelle morne.

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 continu de nouveaux produits
- Un équipement moderne, une maîtrise du processus de production et une bonne réputation 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%, parmi les plus élevées de la cote
- Une structure financière saine (un gearing de 25% en 2019) 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
- 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 (un projet d'investissement de 80MDt sur les deux dernières années qui connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2022)
- Un partenariat capitalistique dans le pipe avec East Lane Partners pour intégrer Unimed dans une plateforme régionale qui permettrait d'élargir l'horizon de croissance de la société
- 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 et le Soudan notamment). Une centaine d'AMM en cours d'enregistrement dont la majorité est destinée à l'export
- Une stratégie de diversification des produits en élargissant la gamme aux formes sèches à long terme
- Une amélioration du système de couverture sociale en Tunisie et élargissement du champs de remboursement des soins (augmentation des plafonds des soins de la CNAM en 2021)

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

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	64,9	70,3	87,1	107,2	91,0	100,1
<i>Progression</i>	-	8%	24%	23%	-15%	10%
Marge brute	36,1	41,1	53,3	61,1	51,9	57,1
<i>Progression</i>	-	14%	30%	15%	-15%	10%
Taux de marge brute	55,6%	58,5%	61,2%	57,0%	57,0%	57,0%
EBITDA	19,8	22,0	31,2	36,0	28,6	31,4
<i>Progression</i>	-	11%	42%	15%	-21%	10%
Marge d'EBITDA	30,6%	31,3%	35,8%	33,6%	31,4%	31,4%
Résultat net retraité	11,0	12,5	18,4	17,7	12,7	15,0
<i>Progression</i>	-	13%	46%	-4%	-28%	18%
Marge nette	17,0%	17,8%	21,1%	16,5%	13,9%	15,0%

Actionnariat

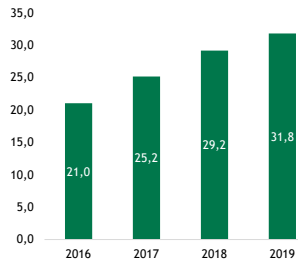
- Famille GAHBICHE : 46,7%
- Mme Samira Bouraoui : 11,5%
- CTKD : 20,8%
- Flottant : 21,6%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	48
PER 2021e	15,9x
EV/EBITDA 2020e	6,3x
Yield 2020e	1,5%
Performance 2020	+54,2%

L'évolution des ventes consolidées

TCAM 2016-2019 de 14,7%



Opinion

▪ Malgré la conjoncture actuelle marquée par la poursuite de la propagation du virus de la Covid-19 impactant directement le secteur touristique et le pouvoir d'achat des ménages, le spécialiste des snacks salés a su tirer son épingle du jeu en 2020. Le bon positionnement de Céréalis sur le marché local (leader avec une part de marché de 65%) et ses marques bien établies lui ont permis d'afficher une résilience appréciable et des revenus en amélioration quoiqu'en nette décélération.

▪ Les bons fondamentaux du groupe ainsi que le caractère défensif de l'activité dans ce contexte épineux justifient la montée de ses niveaux de valorisation en 2020 (une valorisation qui demeure correcte) et le maintien de notre avis favorable. Nous restons, toutefois, vigilants quant à l'entrée d'un géant de l'agroalimentaire (Saida) et l'impact que cela pourrait avoir sur les produits cibles de la société et le redressement récent de Bolério. Toutefois, la taille relativement réduite de Céréalis l'évince du radar des investisseurs étrangers.

Forces

- CEREALIS est leader sur le marché local avec une part de marché de 65% et une trentaine de variétés à son actif
- Propose un produit local diversifié (snacks salés, snacks sucrés), innovant, largement distribué auprès du petit commerce avec un positionnement prix très compétitif
- Equipements de production de cakes 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
- La gestion optimisée des approvisionnements et l'augmentation des prix de ventes ont permis à CEREALIS d'améliorer ses marges
- Une structure financière saine avec une dette nette négative de -2,6MDt en 2019.

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 et de l'intensification des efforts de commercialisation et de marketing

Faiblesses

- L'Activité snacks sucrés nécessite des 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'entrée d'un géant de l'agroalimentaire (Saida) pourrait impacter les produits cibles de la société et le redressement récent de Bolério

Chiffes consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Revenus consolidés	21,0	25,2	29,2	31,8	33,4	35,1
Progression	-	20%	16%	9%	5%	5%
Marge brute	9,1	10,9	13,6	14,1	14,6	15,4
Progression	-	20%	24%	4%	4%	5%
Taux de marge brute	43,2%	43,4%	46,6%	44,3%	43,8%	43,8%
EBITDA	4,3	5,3	6,8	6,9	6,9	7,2
Progression	-	23%	28%	2%	0%	3%
Marge d'EBITDA	20,6%	21,1%	23,4%	21,8%	20,7%	20,4%
Résultat net part du groupe retraité	1,4	2,1	2,8	3,3	3,0	3,3
Progression	-	50%	33%	18%	-7%	10%
Marge nette	6,6%	8,3%	9,5%	10,3%	9,1%	9,5%

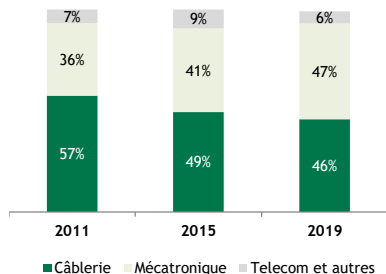
Actionariat

- Famille SELLAMI: 44,3%
- Fonds d'AfricInvest: 17,0%
- Ekuity Capital: 5,4%
- Flottant: 33,3%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	627
PER 2021e	14x
EV/EBITDA 2020e	11x
Yield 2020e	0%
Performance 2020	-9,3%

Structure du chiffre d'affaires par métier



Opinion

Après l'accident de parcours de 2019, c'est la conjoncture tumultueuse créée par la crise de la Covid-19, qui prend le relais des pertes de change, générant des perturbations dans le carnet de commandes et une sous-activité. Après un premier semestre particulièrement éprouvant, le Groupe devrait se rattraper sur la deuxième moitié de l'année pour finir l'exercice avec un résultat net part du groupe de 17,8MDt. Au-delà de 2020, les perspectives de One Tech restent bonnes. Ses ventes devraient rebondir de plus belle à partir de 2021. 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. One Tech pourrait, également, tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre et d'une possible reconfiguration des chaînes de valeur mondiales au profit de la Tunisie. La valorisation actuelle du titre intègre la baisse de régime de 2020. Mais, elle ne capte pas convenablement les perspectives de croissance de l'après 2020.

Forces

- Deuxième 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: 80%)
- Une importante force de frappe financière et un bilan sain (gearing de 9% en 2019)

Faiblesses

- Une dépendance envers le marché européen qui connaît un ralentissement économique
- 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 pourrait, au terme de la crise de la Covid-19, tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre et d'une possible 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	2020e	2021p
Chiffre d'affaires consolidé	573,6	698,7	838,6	898,1	718,6	883,9
Progression	-	22%	20%	7%	-20%	23%
Marge brute	145,2	178,2	210,4	212,5	183,2	228,0
Taux de marge brute	25,3%	25,5%	25,1%	23,7%	25,5%	25,8%
Progression	-	23%	18%	1%	-14%	24%
EBITDA	59,3	71,4	91,0	77,5	55,6	90,1
Marge d'EBITDA	10,3%	10,2%	10,9%	8,6%	7,7%	10,2%
Progression	-	20%	28%	-15%	-28%	62%
Résultat net part du groupe retraité	26,9	42,0	57,3	22,7	17,8	44,8
Marge nette	5,9%	7,4%	7,8%	3,4%	3,0%	5,5%

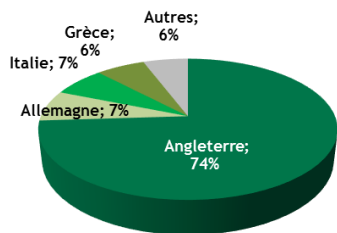
Actionnariat

▪ 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

Capitalisation boursière (MDt)	242
PER 2021e	14,3x
EV/EBITDA 2020e	10,8x
Yield 2020e	4,0%
Performance 2020	+35,9%

Répartition géographique des ventes (2019)



Opinion

▪ Bien qu'elle ait suscité l'inquiétude des acteurs de l'industrie des cycles dans le monde avec l'arrêt des usines, la fermeture des frontières, la dégradation de la conjoncture économique dans le monde et les perturbations dans les chaînes de valeur, la crise de la Covid-19 constitue une opportunité pour l'industrie du vélo, en général, et pour Euro-Cycles en particulier. Malgré une activité économique mal en point, les rapports sur l'industrie des vélos en Europe sont plutôt encourageants. Ils font état d'une demande soutenue sur toutes les catégories de vélos. Et pour cause, la double perception du vélo en tant que moyen de transport « Covid safe » et écologique. Outre l'intérêt soutenu dans le monde pour le vélo dans la période post-covid, l'activité du Groupe Euro-Cycles devrait profiter de la montée en puissance du vélo électrique, de l'intensification des efforts de prospection et du lancement de nouveaux créneaux (E-Scooter et assemblage des batteries électriques).

Forces

- Unique producteur de vélos en Tunisie et 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: conformité 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 qui permettent 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 (75% 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
- 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 intensification de efforts de prospection dans de nouveaux marchés en Europe et aux Etats-Unis
- 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
- Une percée du marché américain (contrat avec JB Imports décroché en 2019) qui ouvre de nouveaux horizons de croissance (marché vaste avec possibilité de prolonger l'exemption aux droits de douane) et la création d'une marque propre (Collorado Cycles)
- Une volonté de pénétrer le créneau prometteur des E-Scoters
- 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 devrait retrouver une place centrale dans les stratégies urbaines des gouvernements et des collectivités

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	2020e	2021p
Chiffre d'affaires consolidé	80,3	83,8	67,7	87,6	120,7	130,3
Progression	-	4%	-19%	29%	38%	8%
Marge brute	27,9	28,7	19,3	23,7	34,7	38,1
Progression	-	3%	-33%	23%	46%	10%
Taux de marge brute	34,8%	34,3%	28,5%	27,0%	28,7%	29,2%
EBITDA	16,1	16,9	10,0	12,9	22,0	24,3
Progression	-	4%	-41%	29%	71%	10%
Marge d'EBITDA	20,1%	20,1%	14,8%	14,7%	18,2%	18,7%
Résultat net part du groupe retraité	15,2	15,5	8,4	8,7	16,3	17,0
Progression	-	2%	-46%	4%	86%	4%
Marge nette	17,8%	18,6%	12,3%	10,0%	13,5%	13,0%

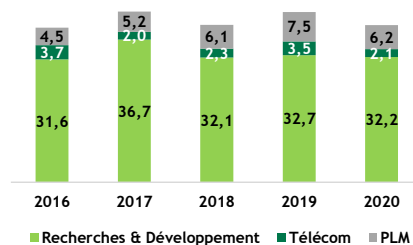
Actionnariat

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

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	110
PER 2021e	16,8x
EV/EBITDA 2020e	12,4x
Yield 2020e	2,2%
Performance 2020	-7,5%

Structure du chiffre d'affaires consolidé en MDt



Opinion

En mode « Télétravail » depuis la mise en place de mesures de confinement face à la pandémie de la Covid-19 et en étant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est parmi les rares groupes à avoir pu résister aux retentissements de la crise de la Covid-19. Cette crise 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 est bien positionné aujourd'hui. 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. La valorisation du titre nous semble correcte sur la base du périmètre actuel de Telnet. Toutefois, les nouveaux projets devraient donner un nouvel élan au Groupe sur le long terme. L'achat du titre reste d'actualité 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 80%) 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 (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 et ailleurs dans le monde, 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
- Une exposition au risque de change (appréciation du dinar tunisien)

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 du premier nano-satellite de Telnet en mars 2021) et la concrétisation du projet drone avec le partenaire japonais FUJII 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'Egypte, du Maroc et des pays de l'Europe de l'Est dans les nouvelles technologies
- Une forte concurrence des SSII dans le métier qui jouissent d'une structure de charges plus légère

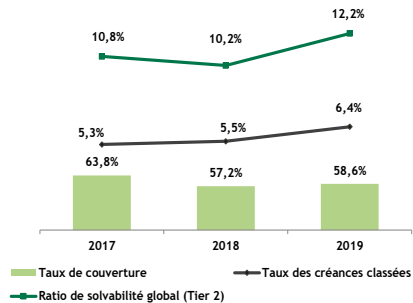
Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	39,3	43,5	39,7	42,7	40,4	43,3
Progression	-	11%	-9%	8%	-5%	7%
Marge Brute	34,4	38,5	33,6	35,7	35,2	37,6
Taux de marge brute	87,6%	88,6%	84,7%	83,7%	87,0%	87,0%
EBITDA	4,8	7,4	7,6	8,4	7,7	8,3
Progression	-	52%	3%	11%	-8%	7%
Marge d'EBITDA	12,3%	16,9%	19,1%	19,7%	19,1%	19,1%
Résultat net part du groupe retraité	2,8	5,4	9,3	4,3	6,3	6,6
Progression	-	92%	74%	-54%	48%	3%
Marge nette	7,9%	39,9%	24,2%	10,8%	16,5%	15,9%

Actionnariat

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

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	1 678
PER 2021e	5,3x
P/B 2020e	0,9x
Yield 2020e	6,4%
Performance 2020	-13,0%

Evolution des principaux ratios réglementaires**Opinion**

Le leader du secteur bancaire a été lésé par le courant vendeur qui s'est déclenché depuis l'avènement de la crise de la Covid-19 en Tunisie. La banque continue, cependant, à afficher une capacité inégalée à collecter les ressources "bon marché" et une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence. Avec une avance de 11 points de taux au niveau du ratio de transformation (au 31 décembre 2019), par rapport à l'exigence réglementaire, la BIAT dispose d'une marge de manœuvre en vue de revigorer sa croissance sur les crédits. Le titre affiche des multiples 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. Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT depuis Mars 2020, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.

Forces

- Une capacité inégalée à collecter les ressources "bon marché" qui vaut à la banque d'afficher le meilleur coût des ressources et le spread d'intérêt le plus élevé du secteur. Une bonne marge de manœuvre au niveau du ratio de transformation réglementaire (un ratio de 109% contre un maximum de 120%)
- Une position dominante (1^{er} collecteur d'épargne, 2^{ème} pourvoyeur de fonds du secteur, 1^{er} PNB et 1^{ère} 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 en ligne avec 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 de créances classées nettement inférieur à la concurrence
- Adossement à un groupe solide et diversifié (le groupe Mabrouk) et présence dans tous les métiers de la finance
- Une gouvernance institutionnalisée et un management de qualité

Opportunités

- Une 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

Faiblesses

- Une détérioration du taux de couverture sur les dernières années. La BIAT devrait sacrifier ses bénéfices, dans les prochaines années, pour renouer avec le seuil recommandé par la BCT (de 70%)

Menaces

- Une réglementation prudentielle plus contraignante, une politique monétaire restrictive et des tensions accrues sur la liquidité bancaire alimentant une surenchère tarifaire sur les dépôts.
- La crise de la Covid-19, la récession économique subséquente et les mesures de soutien à l'économie instaurées par la BCT devraient laisser des séquelles dans les comptes des banques en général et de la BIAT en particulier

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	7 678	9 394	10 677	10 389	11 336	11 676
Progression	-	22%	14%	-3%	9%	3%
Dépôts clientèle	9 078	10 585	11 513	12 997	14 788	15 675
Progression	-	17%	9%	13%	14%	6%
PNB	593,6	701,3	834,5	956,9	936,7	964,8
Progression	-	18%	19%	15%	-2%	3%
Dotations aux provisions sur les créances	27	83	103	105	120	140
Coefficient d'exploitation	50%	47%	46%	42%	44%	43%
Résultat net retraité	208,7	224,0	264,7	333,0	303,9	302,9
Progression	-	7%	18%	26%	-9%	0%
Résultat net part du groupe retraité	211,4	219,6	271,1	345,1	314,9	314,4
Progression	-	4%	23%	27%	-9%	0%

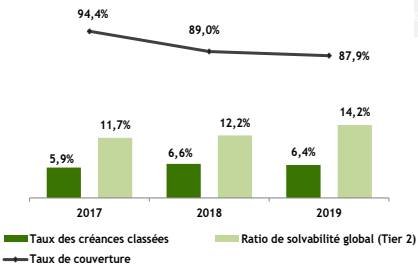
Actionnariat

- Groupe ATTIJARIWAFABANK 59,0%
- Groupe DRISS: 9,7%
- Groupe MZABI: 9,4%
- Flottant: 21,9%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	1 109
PER 2021e	7x
P/B 2020e	1,2x
Yield 2020e	8,1%
Performance 2020	-15,0%

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 (le plus dense avec 207 agences en 2019), 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 prouvée: la banque la plus rentable (ROE estimé en 2020 le plus élevé, de 22% contre une moyenne sectorielle de 11%) avec une liquidité qui se compare favorablement par rapport à la concurrence (un ratio de transformation réglementaire de 108% contre un maximum 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 (un taux de couverture de 88% à fin 2019)
 - 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'Étranger 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 plus contraignante, une politique monétaire restrictive et des tensions accrues sur la liquidité bancaire alimentant une surchère tarifaire sur les dépôts.
- La crise de la Covid-19, la récession économique subséquente et les mesures de soutien à l'économie instaurées par la BCT devraient laisser des séquelles dans les comptes des banques en général et d'Attijari en particulier

Opinion

- La filiale du Groupe Attijariwafa Bank est une véritable référence en matière de réactivité commerciale: une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. La liquidité élevée de la banque et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires et relever les défis de la crise de la Covid- 19. Un rendement en dividendes élevé.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	4 477	5 207	5 440	5 715	5 989	6 289
Progression	-	16%	4%	5%	5%	5%
Dépôts clientèle	5 460	6 002	6 761	7 161	7 994	8 633
Progression	-	10%	13%	6%	12%	8%
PNB	316,9	361,9	436,4	484,2	488,2	502,9
Progression	-	14%	21%	11%	1%	3%
Dotations aux provisions sur les créances	0	13	35	19	30	40
Coefficient d'exploitation	50%	47%	47%	45%	48%	49%
Résultat net retraité	119,6	136,5	151,1	178,6	158,3	151,4
Progression	-	14%	11%	18%	-11%	-4%
Résultat net part du groupe retraité	118,3	140,4	158,6	186,2	164,4	157,9
Progression	-	19%	13%	17%	-12%	-4%