

## Les valeurs sous surveillance positive

---

- STAR : En attendant un vrai changement
- Maghrebria: une exposition saine au secteur de l'assurance
- TPR: L'export, la force motrice
- SOTUVER: N'a pas fini d'investir
- SIAME: Cap sur les compteurs intelligents
- UIB: Un faux pas 2020 digéré par le marché
- BH: Une valorisation bradée
- SOTIPAPIER: Dans l'attente d'une reprise
- Adwya: La privatisation encore sur la table
- ASSAD: Devenir un leader régional
- UBCI: Vers une recomposition du tour de table

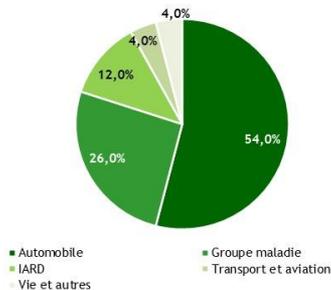
**Actionnariat**

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

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	254
PER 2021e	11,5x
P/B 2020e	0,7x
Yield 2020e	3,5%
Performance 2020	-7,6%

**Structure du chiffre d'affaires en 2019**



**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 100MDt consolidant davantage la capacité de la compagnie à couvrir ses provisions techniques (taux de couverture des provisions techniques par les placements de 111%)
- Un ratio de solvabilité nettement supérieur au minimum réglementaire (3,5x)

**Opportunités**

- Groupama de plus en plus impliqué dans le processus de prise de décision
- 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 (Yield de 3,5%) comparé à ses pairs
- Un modeste ROE de 6,3% en 2019

**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 assureur fortement exposé aux produits des taux.

**Opinion**

La STAR continue de se positionner en tant que leader du marché de l'assurance en termes de primes émises. En temps de crise, le leader a affiché une résilience appréciable avec des primes en léger repli. La forte exposition de l'assureur, aux deux branches Automobile et maladie, d'habitude peu rentables, lui a été bénéfique en 2020, à vu de la baisse de la sinistralité de ces deux branches durant la période de confinement décrété. Toutefois, en 2021, la compagnie d'assurance devrait pâtir du contexte de taux baissier au vu de sa forte exposition aux produits de taux.

La STAR traite à des niveaux de valorisation intéressants: un multiple d'Actif Net Réévalué de 0,5x. Ce multiple sous-estime la qualité des fondamentaux de l'assureur et son potentiel de croissance technique. Toutefois, souffrant d'une image ternie en bourse, le titre risque de continuer à être délaissé par le marché à court terme.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Primes acquises nettes	281,2	301,7	323,7	336,8	325,7	335,7
<i>Progression</i>	9%	7%	7%	4%	-3%	3%
Résultat technique non vie	3,2	-8,4	-0,7	-6,4	13,9	0,2
<i>Progression</i>	-	-	-91%	-	-	-99%
Résultat technique vie	-0,5	2,8	1,8	13,3	13,7	14,0
<i>Progression</i>	-	-	-	-	3%	2%
Résultat net de l'exercice retraité	15,5	7,0	17,7	22,1	32,1	22,1
<i>Progression</i>	-14%	-55%	-	24%	46%	-31%

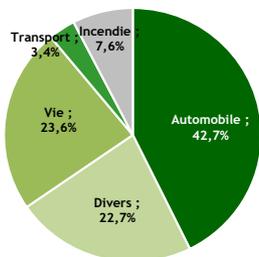
**Actionnariat post OPF**

- Union Financière Holding: 56,9%
- Héritiers Maaoui Moncef: 3,5%
- Héritiers M. Trabelsi: 3,9%
- Autres actionnaires : 5,7%
- Flottant: 30,0%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	270
PER 2021e	13,3x
P/B 2020e	2x
Yield 2020e	2,2%
Performance 2020	+3,6%

**Structure du chiffre d'affaires en 2019**



**Opinion**

▪ Première introduction en bourse depuis 2018, la société « Assurances Maghrebria » s'est introduite, en fin d'année, sur le marché principal de la Cote de la Bourse via une cession de titres portant sur 30% de son capital. Forte d'une bonne notoriété, l'Assurance Maghrebria, est aujourd'hui un acteur de référence en matière d'assurance en Tunisie, s'adjudgeant 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 de 98,1%, un taux de couverture des provisions par les placements de 114% en 2019 et une marge de solvabilité dépassant la marge réglementaire requise, des capitaux propres excédentaires lui permettant de développer ses activités. Le groupe présente un Business Plan ambitieux qui allie la consolidation de la croissance et l'amélioration de la rentabilité : un défi que le management devra relever dans un contexte économique encore précaire.

**Forces**

- Un acteur de référence en matière d'assurance en Tunisie, s'adjudgeant 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 en assurance incendie
- Un taux de couverture des provisions techniques par les placements dépassant le seuil réglementaire minimal de 100% et s'établissant à 114% en 2019, 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 14,2% en 2019

**Faiblesses**

- Un portefeuille assurance exposé aux entreprises publiques
- Un modeste Payout (35%) et un faible rendement en dividende (Yield de 2,2%) comparé à ses pairs

**Opportunités**

- Un potentiel de développement important aussi bien dans la branche vie que dans la branche non vie.
- 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

**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

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020e	2021p	2022p	2023p	2024p
Primes acquises nettes	237,8	245,1	269,7	293,2	320,5	350,1
<i>Progression</i>	-	3%	10%	9%	9%	9%
Résultat technique non vie	13,9	16,2	17,4	19,4	22,3	25,1
<i>Progression</i>	-	17%	7%	11%	15%	13%
Résultat technique vie	9,9	12,2	13,3	14,6	16,4	17,9
<i>Progression</i>	-	23%	9%	10%	12%	9%
Résultat net de l'exercice retraité	16,1	18,1	20,3	23,7	26,8	29,8
<i>Progression</i>	-	12%	12%	17%	13%	11%

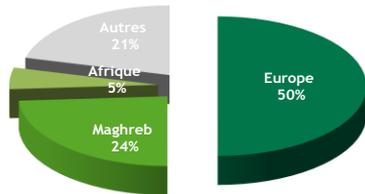
**Actionnariat**

- Groupe Bayahi: 83,2%
- Flottant: 16,8%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	199
PER 2021e	11,7x
EV/EBITDA 2020e	6,7x
Yield 2020e	0%
Performance 2020	-12,5%

**Structure du chiffre d'affaires consolidé à l'export en 2019**



**Forces**

- TPR est le leader sur le marché local des profilés d'aluminium avec une part de marché de 65% à fin 2019
- 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 ventes sont indexés au prix du LME
- Un bilan solide (Gearing de 40% en 2019) 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.

**Faiblesses**

- L'appréciation du dinars en 2019 et en 2020 a décéléralé les ventes à l'export de la société suite à 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 sur le marché local

**Opinion**

Après avoir renoué avec la croissance des résultats depuis 2016 (doublement des bénéfices entre 2016 et 2019), la crise sanitaire est venue tout basculer. Secoué par la crise, le leader national des profilés d'aluminium a dû subir, courant le premier semestre de 2020, la hausse des cours de l'aluminium et la morosité de la demande aussi bien sur le marché local que sur le marché export. L'investissement d'environ 12MDt sur la période 2020-2021, annoncé depuis l'année dernière, visant l'acquisition d'un matériel de traitement de surface afin de réduire les coûts d'énergie et d'attirer de nouveaux clients, est décidément retardé au vu du contexte actuel. Toutefois, la forte reprise de l'activité amorcée dès le troisième trimestre de l'année écoulée, couplée aux niveaux de valorisation intéressants (14,5x ses bénéfices estimés de 2020) affiché par le groupe, pourrait constituer un point d'entrée intéressant (dès que le secteur sera normalisé) pour s'exposer à un groupe solide qui bénéficie d'une génération régulière de cash-flow et d'un bilan sain.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	127,5	154,4	188,7	201,4	181,2	192,1
Progression	-	21%	22%	7%	-10%	6%
Marge brute	47,8	50,3	58,8	76,5	67,0	71,1
Taux de marge brute	37,5%	32,6%	31,1%	38,0%	37,0%	37,0%
Progression	-	5%	17%	30%	-12%	6%
EBITDA	22,1	27,0	28,6	42,1	33,1	35,0
Progression	-	22%	6%	47%	-21%	6%
Marge d'EBITDA	17,3%	17,5%	15,1%	20,9%	18,2%	18,2%
Résultat net part du groupe retraité	9,4	15,0	19,8	21,7	13,8	17,0
Progression	-	60%	32%	9%	-37%	23%
Marge nette	7,4%	9,7%	10,5%	10,8%	7,6%	8,8%

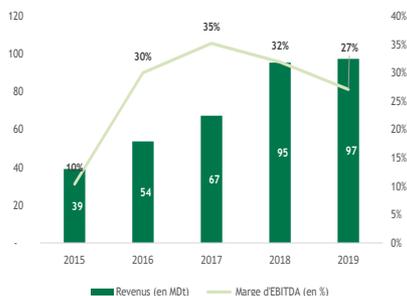
## Actionnariat

- Groupe BAYAHI: 84%
- Flottant: 16%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	229
PER 2021e	24,6x
EV/EBITDA 2020e	11,2x
Yield 2019e	2,2%
Performance 2020	+4,3%

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



## 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 export ( Afrique et Moyen Orient) permettant d'atténuer les incertitudes sur le marché algérien
- Une structure financière saine (Gearing de 63% en 2019)

## 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 de gaz naturel

## Opinion

▪ En dépit d'un début d'année difficile entaché par les retombées de la crise sanitaire et les résultats décevants au titre de l'exercice 2019, l'embouteilleur, a su rebondir et afficher une reprise de l'activité courant le deuxième semestre de 2020 et entamer de gros chantiers d'investissement. Les investissements de la société ont porté principalement sur l'acquisition d'une nouvelle ligne triple gouttes pour 11,9MDt et la libération de 50% de la participation en numéraire dans le capital de la nouvelle filiale exportatrice SGI. Il est à rappeler que l'investissement dans la nouvelle entité de production destinée exclusivement à l'export (SGI), dépasse les 100MDt. L'achèvement de ce projet est prévu pour la fin de 2021, avec un impact sur les chiffres en 2022 (sauf retard du calendrier).

▪ La Sotuver traite à des multiples plutôt élevés (25x ses bénéfices estimés de 2021). Toutefois, le profil de croissance élevé de l'industriel en phase de capex et d'exportateur vers des marchés à forte demande font toute l'attractivité de la société.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Revenu	53,7	67,2	95,4	97,3	91,8	101,0
Progression	-	25%	42%	2%	-6%	10%
Marge brute	27,4	36,4	46,0	41,4	40,0	44,0
Progression	-	33%	26%	-10%	-3%	10%
Taux de marge brute	51,1%	54,1%	48,2%	42,5%	43,5%	43,5%
EBITDA	16,1	23,7	30,4	26,3	24,8	30,4
Marge d'EBITDA	30,0%	35,2%	31,9%	27,1%	27,0%	30,1%
Progression	-	47%	29%	-13%	-6%	23%
Résultat net part du groupe retraité	6,2	10,4	17,4	11,6	8,2	9,3
Progression	-	67%	68%	-33%	-29%	14%
Marge nette retraitée	11,6%	15,4%	18,3%	12,0%	8,9%	9,2%

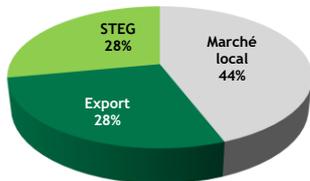
## Actionnariat

▪ M. Mohamed Hédi BEN AYED:	19,5%
▪ COTUNAL:	8,2%
▪ INTERMETTAL:	8,1%
▪ SNCI:	6,4%
▪ PROSID:	6,4%
▪ Flottant:	52,0%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	59
PER 2021e	23x
EV/EBITDA 2020e	10,6x
Yield 2020e	1,2%
Performance 2020	+1,9%

## Structure du chiffre d'affaires de la société mère en 2019



## Opinion

Il est vrai que l'activité de la société a été bridée par la crise de la Covid-19 mais l'avenir s'annonce prometteur pour le Groupe. Le projet "Smart Grids" qui sera lancé par la STEG à partir du 3 décembre 2020 (lancement de l'appel d'offres international) pour un coût total de 1 milliard de dinars, sera une opportunité unique à saisir pour la SIAME. Et le Groupe s'est bien préparé à ce tournant vers les solutions de comptage intelligent sur les dernières années avec l'entrée dans le capital de la société Innov-Alliance-Technology "I@T". Ce partenariat capitalistique avec le rapprochement avec la multinationale HUAWEI devraient permettre à la SIAME de monter en compétence technologique et d'être pionnière en Tunisie dans les solutions intégrées de "Smart metering". L'expérience tunisienne des solutions de comptage intelligent est appelée ensuite à être dupliquée par la société sur ses marchés historiques en Afrique et au Moyen-Orient. Un horizon de croissance plus élargi qui dépendra de la capacité d'innovation du Groupe. Une valeur à suivre de plus près en attendant les fruits de la stratégie high-tech.

## Forces

- Un savoir faire reconnu dans le domaine des appareillages électriques: accessoires de lignes, tableaux d'éclairage, compteurs, lampes, disjoncteurs et autres produits
- 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 (28% des ventes de la société mère sont générés par l'export en 2019) dans la région MENA et en Afrique
- Des certifications reconnues à l'échelle nationale et internationale et une activité de recherche et développement bien développé au sein du groupe
- Une situation financière saine et un endettement maîtrisé (Gearing consolidé de 54% à fin 2019)

## Faiblesses

- Une dépendance vis-à-vis des appels d'offres de la STEG (28% du chiffre d'affaires de la société mère en 2019), générant une cyclicité dans les revenus
- Quelques sociétés du groupe connaissent des difficultés opérationnelles et sont déficitaires. Il s'agit de SITEL, ELECTRICA et TOUTALU

## 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. La mise en production du nouveau compteur est prévue pour le T4 2020
- Un développement d'une plateforme de comptage intelligent selon les spécifications de la STEG; un marché qui représente 1 milliard de dinars en Tunisie dans les prochaines années
- 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

## Menaces

- La crise de la Covid-19 a généré des perturbations dans les marchés du groupe et un manque à gagner au niveau du chiffre d'affaires. Le retour à une activité commerciale normale dépend de la conjoncture économique générale et du volume des impayés que générera l'épidémie de la Covid-19.
- Un renchérissement du coût des intrants et glissement du dinar par rapport au dollar américain et à l'euro

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	41,6	49,5	58,5	59,5	52,3	57,6
<i>Progression</i>	-	19%	18%	2%	-12%	10%
Marge brute	14,1	15,7	19,8	20,4	18,0	19,8
<i>Progression</i>	-	12%	26%	3%	-12%	10%
Taux de marge brute	33,8%	31,8%	33,9%	34,2%	34,4%	34,4%
EBITDA	3,7	6,5	7,3	7,7	6,9	7,9
<i>Progression</i>	-	77%	12%	6%	-11%	15%
Marge d'EBITDA	8,9%	13,2%	12,5%	13,0%	13,2%	13,7%
Résultat net part du groupe retraité	1,2	2,4	2,7	2,6	1,8	2,6
<i>Progression</i>	-	96%	13%	-6%	-28%	39%
Marge nette	2,7%	4,7%	3,9%	3,6%	3,0%	3,8%

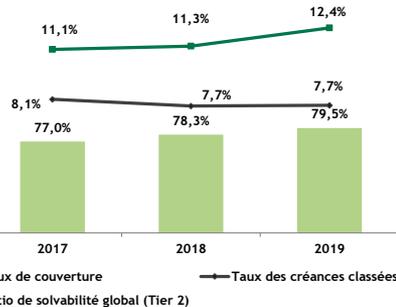
## Actionnariat

▪ Société Générale:	52,3%
▪ Société tunisienne d'investissement:	7,4%
▪ Groupe MZABI:	12,4%
▪ M. Habib BOUAZIZ:	5,0%
▪ Flottant:	22,8%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDT)	513
PER 2021e	6,1x
P/B 2020e	0,7x
Yield 2020e	1,3%
Performance 2020	-25,1%

## Evolution des principaux ratios réglementaires



## Opinion

▪ L'UIB a été parmi les banques les plus sanctionnées par le mouvement de correction qui a secoué le secteur bancaire depuis l'événement de la crise de la Covid-19. La banque a réalisé un finish remarquable en 2020, se rattrapant nettement sur le T4 de l'année. Une reprise expliquée par la mise en place de nouveaux échéanciers au titre des crédits accordés aux particuliers, ayant fait l'objet de report d'échéances, avec la capitalisation des intérêts conventionnels de la période du moratoire, exclusion faite de tout intérêt ou pénalité de retard. Au vu de ses multiples actuels, l'UIB est bien outillée pour rebondir de plus belle à partir de 2021 en bourse. 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.

## Forces

- Une dynamique commerciale confirmée
- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un actionnariat stable
- Un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur
- Une forte capacité génératrice de commissions avec la 2<sup>ème</sup> plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (30% en 2019)
- Une diversification saine du portefeuille de crédits: le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours des crédits (3,1% du portefeuille total en 2019)
- Une bonne qualité des actifs et une culture du risque prudente
- Une rentabilité des fonds propres qui se compare favorablement à ses pairs privés

## Opportunités

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

## Faiblesses

- Une banque de taille moyenne (8<sup>ème</sup> rang en termes de dépôts avec une part de marché de 7,5% et 7<sup>ème</sup> rang en terme de crédits avec une part de marché de 8% en 2019)
- Une activité de placement en bons du Trésor timide (un encours de 109MDt, soit 2% du total actifs en 2019) et une structure du PNB dominée par la marge d'intérêt (59% en 2019) défavorable en période de taux baissiers

## 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
- Un marché très concurrentiel et de faible taille
- Une dégradation de la conjoncture économique et du climat des affaires avec une raréfaction des bonnes signatures et une hausse du coût du risque

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	4 131	4 938	5 330	5 499	5 824	6 057
<i>Progression</i>	-	20%	8%	3%	6%	4%
Dépôts clientèle	3 661	4 122	4 689	4 972	5 133	5 338
<i>Progression</i>	-	13%	14%	6%	3%	4%
PNB	247,8	290,1	362,7	419,4	402,0	418,1
<i>Progression</i>	-	17%	25%	16%	-4%	4%
Dotations aux provisions sur les créances	13	16	24	45	55	65
<i>Coefficient d'exploitation</i>	49%	47%	47%	46%	50%	50%
Résultat net retraité	83,7	96,2	117,6	117,1	90,1	89,8
<i>Progression</i>	-	15%	22%	0%	-23%	0%
Résultat net part du groupe retraité	79,6	92,8	115,1	116,3	89,2	89,0
<i>Progression</i>	-	17%	24%	1%	-23%	0%

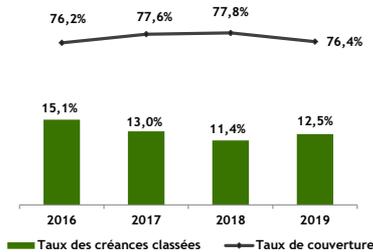
## Actionnariat

- Etat et entreprises publiques: 50,0%
- Groupe HORCHANI: 20,9%
- Flottant: 29,1%

## Ratios boursiers

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	414
<b>PER 2021e</b>	2,9x
<b>P/B 2020e</b>	0,4x
<b>Yield 2020e</b>	6,9%
<b>Performance 2020</b>	-23,0%

## Evolution de la qualité d'actifs



- ### Forces
- Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines)
  - 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: 657,5MDt en 2019), permettant de palier au tarissement de la liquidité sur le marché local

- ### 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
  - Des ratios de solvabilité proches des seuils réglementaires et un ratio de transformation global tendu (le plus élevé à l'échelle du secteur: 112% en 2019 contre une moyenne sectorielle de 95%)
  - Une exposition élevée au secteur immobilier (20% en 2019); un secteur mal en point ces dernières années
  - Une qualité du portefeuille qui demeure encore fragile (un taux de créances classées supérieur à 10%)

- ### 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
  - Une amélioration de la productivité grâce à: 1) l'implémentation du nouveau ERP global bancaire sur une période de 3 ans jusqu'à 2021 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)

- ### Menaces
- Une conjoncture économique difficile, un assèchement des liquidités et un durcissement de la réglementation prudentielle
  - Une dégradation possible de la qualité du portefeuille avec la poursuite des difficultés du secteur immobilier

## Opinion

Les anticipations sur le ralentissement de la croissance de la banque, le changement managérial opéré depuis mai 2019, l'avènement de la crise sanitaire de la Covid-19 et la décision de la BCT de sursoir à toute distribution de dividendes par les banques ont pesé sur le comportement du titre en bourse en 2020. Une valorisation alléchante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. Néanmoins, la banque semble subir les "effets secondaires" de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015: un ratio de transformation réglementaire parmi les plus élevés du secteur et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence. La qualité du portefeuille de la banque devrait également subir les dégâts de la conjoncture actuelle et d'une exposition élevée au secteur de l'immobilier. La temporisation reste le mot d'ordre.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	6 273	7 704	9 130	9 647	9 805	10 296
<i>Progression</i>	-	23%	19%	6%	2%	5%
Dépôts clientèle	5 194	5 941	6 566	6 879	7 245	7 680
<i>Progression</i>	-	14%	11%	5%	5%	6%
<b>PNB</b>	<b>307,5</b>	<b>387,4</b>	<b>455,7</b>	<b>492,9</b>	<b>508,4</b>	<b>523,6</b>
<i>Progression</i>	-	26%	18%	8%	3%	3%
Dotations aux provisions sur les créances	56	46	71	69	80	120
<i>Coefficient d'exploitation</i>	<b>46%</b>	<b>43%</b>	<b>41%</b>	<b>42%</b>	<b>39%</b>	<b>38%</b>
Résultat net retraité	98,6	122,9	144,7	147,7	152,0	143,1
<i>Progression</i>	-	25%	18%	2%	3%	-6%
Résultat net part du groupe retraité	90,0	117,1	153,6	145,2	149,3	140,3
<i>Progression</i>	-	30%	31%	-5%	3%	-6%

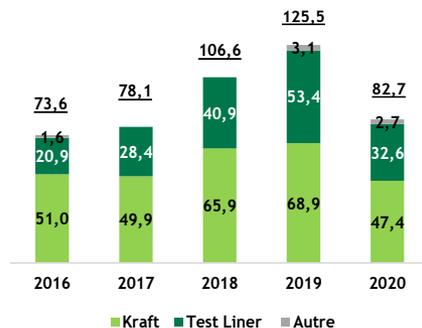
**Actionnariat**

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

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	119
PER 2021e	9,2x
EV/EBIRDA 2020e	6,5x
Yield 2020e	5,9%
Performance 2020	-27,4%

**Structure du chiffre d'affaires**



**Opinion**

- En raison de la Covid-19, le leader national en papier a mis fin à une série trois années consécutives de croissance à deux chiffres. Frappée de plein fouet par la crise sanitaire, l'activité du papetier a été totalement paralysée durant un mois et demi à partir de fin Mars 2020. La reprise a été progressive en raison d'un redémarrage au ralenti de l'activité industrielle en Tunisie. Nous estimons que le bon positionnement de SOTIPAPIER sur le marché local (leader sur le segment Kraft avec une PDM de 70% et une PDM de 30% pour l'activité Testliner) devrait lui permettre de renouer avec la croissance à partir de 2021.
- Malgré les bons fondamentaux de la société, sa valorisation actuelle correcte sur le marché ((PER 2021 de 9,2x; EV/EBITDA 2019 de 6,5x) se rapprochant des standards de l'industrie) nous amène à recommander de conserver le titre en attendant de voir les prémices de la reprise pour 2021. Dans ce cas, un repositionnement sur le titre serait justifié. Le titre a été malmené par le décret loi puis son annulation sur l'introduction du plastique, un concurrent au Kraft pour l'industrie du ciment.

**Forces**

- Position quasi-monopolistique sur le marché du papier kraft (80% de part de marché)
- Position confortable sur le marché du TESTLINER ( 30% de part de marché)
- Structure bilancielle solide (Gearing 49% en 2019) et d'une activité structurellement génératrice de cash

**Faiblesses**

- Le renchérissement des matières premières importées
- L'exacerbation de la facture énergétique (augmentation de 34% des prix de gaz en 2018 et de 12% en 2019)
- Un portefeuille de clients concentré qui ne permet pas une aisance dans la révision des prix de vente

**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 Test Liner (de 25 000 tonnes à 50 000 tonnes)
- Le renchérissement du prix de vente des produits concurrents importés permet à Sotipapier d'être plus compétitive sur le marché

**Menaces**

- Le marché du Test Liner 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	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	73,6	78,1	106,6	125,5	82,7	99,7
Progression	-	6%	36%	18%	-34%	21%
Marge Brute	21,7	25,2	37,0	47,0	30,5	36,8
Taux de marge brute	29,5%	32,3%	34,8%	37,4%	36,9%	36,9%
EBITDA	13,8	15,8	25,0	33,3	18,7	23,8
Progression	-	14%	59%	33%	-44%	27%
Marge d'EBITDA	18,7%	20,2%	23,5%	26,6%	22,7%	23,9%
Résultat net part du groupe retraité	6,6	9,3	13,2	21,3	8,4	12,8
Progression	-	41%	42%	61%	-60%	53%
Marge nette	9,0%	11,9%	12,4%	16,9%	10,2%	12,9%

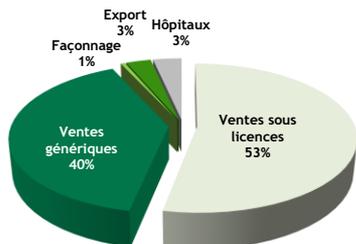
**Actionnariat**

▪ Royal participations holding:	39,9%
▪ Etat tunisien:	35,5%
▪ Flottant:	24,6%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	90
PER 2021e	20x
EV/EBITDA 2020e	9,1x
Yield 2020e	2,4%
Performance 2020	+76,0%

**Structure du chiffre d'affaires en 2020**



**Opinion**

La nouvelle équipe managériale qui a pris les rênes de la société en août 2018, promet le changement: rationaliser le portefeuille des produits, mettre le cap sur l'export, accélérer le virage vers les produits génériques et pénétrer le segment des produits ophtalmologiques et respiratoires. Le nouveau business plan publié en marge de la dernière AGO (en juin 2020) nous semble optimiste. Les chiffres dévoilés sous-estiment, à notre avis, les défis auxquels doit faire face la société: une vulnérabilité au risque de change et une concurrence âpre sur le segment des collyres et des injectables tant sur le marché local qu'à l'export. Nonobstant sa valorisation élevée, nous recommandons de conserver le titre pour profiter des effets d'entraînement en bourse que susciterait la mise en vente de la part d'El Karama Holding et des effets d'aubaine créés par la suppression progressive des subventions pour les médicaments importés.

**Forces**

- Un bon positionnement sur le marché (9<sup>ème</sup> sur le marché officinal en 2019 avec une part de marché de 3,3%)
- Un partenariat stratégique avec des multinationales bien positionnées à l'échelle mondiale (Glaxo Smith Kline et Sanofi Aventis)
- Une bonne présence sur le segment des médicaments génériques (40% du chiffre d'affaires en 2020) à fortes marges
- Une offre de produits diversifiée et une activité de recherche et développement développée
- Une réglementation rigoureuse interdisant le marché parallèle

**Faiblesses**

- Une vulnérabilité de la société à la dépréciation du dinar
- Un long épisode d'instabilité managériale et d'agitation sociale depuis la confiscation de la société par El Karama Holding
- Des marges sous pression et une structure financière endettée (un gearing 2019 de 143%)
- Une dépendance vis à vis de ses partenaires dans la commercialisation des produits sous licence (57% du chiffre d'affaires en 2019)

**Opportunités**

- Le processus de privatisation de la compagnie est de nouveau sur la table des preneurs de décision. La privatisation devrait ramener un nouveau partenaire capitalistique à Adwya et lui permettre d'engager un plan de relance stratégique et de retrouver sa place sur le marché
- Une politique de rationalisation du portefeuille des produits vers une plus grande cohérence en matière de complémentarité de gamme
- Lancement dans les prochaines années de nouveaux produits sur des aires thérapeutiques nouvelles ou des segments de marché non couverts précédemment. C'est dans cette logique que la société a lancé le projet Gamma depuis 2016, dans le but de pénétrer le segment des produits ophtalmologiques et respiratoires et de percer les marchés export
- Une stratégie visant le repositionnement sur les médicaments génériques à plus fortes marges

**Menaces**

- Un marché hautement concurrentiel
- Une lenteur et une complexité administrative dans l'attribution des AMM

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	84,6	95,3	108,2	105,6	98,0	112,7
Progression	-	13%	13%	-2%	-7%	15%
Marge brute	32,2	37,2	40,1	35,8	39,9	43,5
Progression	-	15%	8%	-11%	11%	9%
Taux de marge brute	38,1%	39,0%	37,1%	33,9%	40,7%	38,7%
EBITDA	11,4	15,1	15,7	10,2	14,2	16,2
Progression	-	32%	4%	-35%	40%	14%
Marge d'EBITDA	13,5%	15,8%	14,5%	9,6%	14,5%	14,4%
Résultat net retraité	2,9	4,9	3,1	1,5	2,9	4,5
Progression	-	70%	-36%	-50%	89%	55%
Marge nette	3,4%	5,2%	2,9%	1,5%	3,0%	4,0%

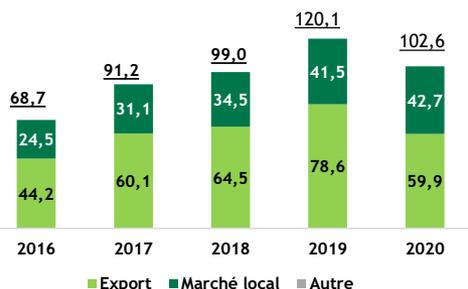
**Actionnariat**

- Famille KALLAL: 51,1%
- Flottant: 48,9%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	52
PER 2021e	9,9x
EV/EBITDA 2020e	5,6x
Yield 2020e	5,8%
Performance 2020	-34,9%

**Structure du chiffre d'affaires de la société mère**



**Opinion**

La déception boursière entamée, depuis 2018, suite à l'échec du projet d'acquisition par le groupe Européen Monbat, s'est poursuivie jusqu'en 2020. L'impact de la crise sanitaire a malheureusement été plus dure que prévu. Au terme du premier semestre de 2020, le leader tunisien des batteries a publié un déficit de -1,8MDt contre un bénéfice net de 7,2MDt une année auparavant. La modeste reprise au cours du second semestre de 2020 ne fait qu'alimenter les doutes quant à une reprise fade voire même incertaine des segments de la première monte et de celui des pièces de rechange. Assad est, décidément, pour le moment un investissement risqué. L'indexation des prix de vente à l'export sur le cours du plomb LME (l'un des principaux inputs de la société) alimente la non-prévisibilité des résultats. Les perspectives de croissance de l'équipementier, opérant dans un secteur qui connaît une importante révolution technologique, sont malheureusement limitées. L'entrée d'un partenaire industriel est une possibilité concrète pour revoir le business modèle de la société. Des perspectives peu claires.

**Forces**

- Assad est le leader Tunisien sur le marché des batteries
- Un groupe d'envergure régionale grâce à ses deux filiales algérienne et marocaine et à ses exportations soutenues vers la Libye
- L'orientation du groupe à l'export (2/3 du CA en 2019) lui permet de se prémunir contre la hausse du cours du plomb puisque le groupe répercuté systématiquement la variation des prix de l'intrant sur ses prix de vente à l'export
- Un niveau d'endettement élevé mais soutenable (Gearing estimé de 69% en 2020 et Dette nette /EBITDA de 2,5x)

**Opportunités**

- L'entrée en vigueur du décret sur la récupération des vieilles batteries
- Toute appréciation de la devise (46% du CA réalisés en Europe) aurait un impact positif sur la rentabilité de l'exportateur
- Pour ancrer son programme de développement, le groupe a consacré une enveloppe de 40MDt d'investissements, destinée à augmenter la capacité de production et à créer de nouvelles filiales

**Faiblesses**

- La variation du cours du plomb sur le LME alimente la volatilité des marges sur le marché local
- La rentabilité du producteur de batteries a été impactée par le remboursement des Obligations Convertibles en Actions d'Abraaj à travers une dette bancaire plus coûteuse. Les OCA ont été totalement remboursées en Novembre 2019.

**Menaces**

- L'instabilité du climat des affaires en Algérie
- La révolution technologique que connaît l'industrie automobile avec l'avènement de la voiture électrique présage des doutes quant aux perspectives de croissance de l'équipementier

Chiffres consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	97,5	120,2	124,5	154,4	132,8	143,4
Progression	-	23%	4%	24%	-14%	8%
Marge brute	39,9	54,1	48,8	57,0	49,0	52,9
Taux de marge brute	40,9%	45,0%	39,2%	36,9%	36,9%	36,9%
EBITDA	15,4	24,6	15,8	19,4	16,4	17,7
Progression	-	60%	-36%	23%	-15%	8%
Marge d'EBITDA	15,8%	20,5%	12,7%	12,6%	12,3%	12,3%
Résultat net part du groupe retraité	2,8	9,3	8,3	3,1	3,7	5,2
Progression	-	-	-11%	-63%	19%	41%
Marge nette	2,9%	7,7%	6,7%	2,0%	2,8%	3,6%

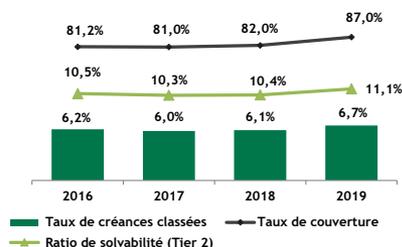
## Actionnariat

▪ Groupe BNP Paribas:	50,1%
▪ Groupe TAMARZISTE:	12,0%
▪ Groupe SELLAMI:	8,6%
▪ Groupe BEN SEDRINE:	5,4%
▪ Groupe RIAHI:	5,1%
▪ Flottant:	18,9%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	403
PER 2021e	8,6x
P/B 2020e	0,9x
Yield 2020e	3,0%
Performance 2020	-32,9%

## Evolution des ratios prudentiels



## Opinion

▪ Le partenariat capitalistique annoncé en août 2019 entre l'UBCI et le Groupe CARTE par la cession par le Groupe BNP Paribas de 39% du capital est sur les rails et a déjà obtenu, en novembre dernier, le feu vert de la BCT. Si la banque affiche une bonne qualité du portefeuille, son influence reste limitée dans le secteur. Une stratégie de croissance plus dynamique devrait avoir un réel impact sur la rentabilité à long terme de l'UBCI. Attendons de voir les retombées du partenariat avec le Groupe CARTE...mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects de l'action et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), nous recommandons de conserver le titre.

## 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 de dépôts dominée par les dépôts à vue (la plus forte à l'échelle du secteur: 57% en 2019 contre une moyenne sectorielle de 35%) qui permet de préserver le coût des ressources (un coût des ressources facial de 3,7% contre une moyenne sectorielle de 5,5%, en 2019) et de maintenir un bon niveau de ratio de transformation (un ratio de transformation global de 95% en 2019, en ligne avec la moyenne sectorielle)

## 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 3,7% à fin 2019)
- L'UBCI reste de loin la banque la moins productive du secteur privé
- Une solvabilité proche du seuil réglementaire

## Opportunités

- Le Groupe Carte disposera 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)

## Menaces

- Une conjoncture économique difficile, un assèchement des liquidités et un durcissement de la réglementation prudentielle
- Une concurrence intense pour une banque de petite taille et dotée d'une force de frappe commerciale limitée

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	2 562	2 753	2 754	2 570	2 419	2 540
Progression	-	7%	0%	-7%	-6%	5%
Dépôts clientèle	2 249	2 449	2 626	2 443	2 652	2 731
Progression	-	9%	7%	-7%	9%	3%
PNB	169,4	200,3	228,4	255,0	241,4	253,5
Progression	-	18%	14%	12%	-5%	5%
Dotations aux provisions sur les créances	7	14	7	0	25	30
Coefficient d'exploitation	69%	63%	63%	62%	63%	61%
Résultat net retraité	35,0	43,5	51,2	57,5	45,6	46,7
Progression	-	24%	18%	12%	-21%	2%
Résultat net part du groupe retraité	34,9	42,8	54,7	57,4	45,5	46,6
Progression	-	23%	28%	5%	-21%	2%

## Contact

### Département Etudes & Recherches

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



Intermédiaire en Bourse - Gestionnaire 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.*