

N°	Société	Performance 2021	Commentaire	P/E 2021e	P/B 2020	Yield 2021e	Opinion
1	Stip	+172%	<p>2020 a marqué un nouveau tournant dans le cycle de vie du spécialiste en pneu, qui a affiché, pour la première fois depuis des années, un résultat net bénéficiaire et nettement excédentaire, s'élevant à 142,7MDt. Le groupe, en situation de faillite latente, souffrant de conflits sociaux et de problèmes liés à l'exploitation, avait cumulé des déficits atteignant les 78MDt durant les cinq précédentes années. Grâce à l'exercice 2020, STIP a réduit ses capitaux propres négatifs de -236MDt en 2019 à -93,2MDt à fin 2020. En effet, en 2020, les autres gains ordinaires se sont élevés à 158,8MDt. Ajusté de ces éléments hors exploitation, le résultat net de la société aurait été déficitaire de -16,1MDt. Ces gains proviennent essentiellement des accords conventionnels conclus en 2020 avec plusieurs banques (BIAT, STB, BNA, BFT, UIB, BS, Don Italien). Il s'agit d'un abatement des dettes comptabilisées en contrepartie de règlements substantiels des soldes restants dus. Ces arrangements ont généré des gains hors exploitation sur exercices antérieurs totalisant 137,3MDt comptabilisés au crédit du compte « 128 Effets des modifications comptables ». La bonne nouvelle, c'est que le groupe, qui a été privatisé depuis 4 ans (rachat par un nouvel actionnaire "Africa Holding), connaît depuis 2020, une activité en nette amélioration (chiffre d'affaires (en hausse de 18,6% comparé à 2019) et un résultat d'exploitation bénéficiaire de 8,3MDt contre un EBIT négatif de -4,6MDt en 2019. Le rythme d'activité a poursuivi son ascension en 2021. Le chiffre d'affaires de la société a connu une progression à deux chiffres (+22%) pour s'établir à 74,3MDt. A l'issue du premier semestre de 2021, le résultat net de la société s'est établi à 12MDt. De nets progrès qui présagent une sortie de la crise pour le spécialiste en pneu. Le groupe se trouve dans le compartiment « S » dédié aux sociétés dont la continuité de l'exploitation est en péril. Les titres STIP a connu une année boursière inédite, se hissant de 172%, soit la meilleure performance sur le marché.</p>	n.s	n.s	0,0%	Alléger
2	Artes	+70%	<p>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 Septembre 2021, le chiffre d'affaires d'ARTES s'est hissé de 63,5% à 177,6MDt. La société ARTES (Marques Renault/Dacia) au 30/09/2021 a vendu 4 795 immatriculations contre 2 682 unités une année auparavant, soit une augmentation de 2 113 véhicules. 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 (13,3% 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.</p>	6,7	1,4	13,3%	Acheter
3	SIPHAT	+46%	<p>Rendement 'surprise' pour la société pharmaceutique publique qui renoue avec le vert après une année 2020 de flop boursier. Alors que les délais réglementaires ont été largement dépassés, la compagnie n'a pas encore fait part de ses résultats de 2020. Les derniers états financiers publiés remontent à 2019. Dans la continuité des derniers exercices, 2019 a été une année éprouvante pour la Siphat. Le chiffre d'affaires de la société a décroché de 27,5% à 22,5MDt et ses pertes ont été creusées à -14,5MDt. Selon le management, le déclin commercial de la société trouve son origine dans la pénurie des matières premières, dans la concurrence déloyale des compléments alimentaires qui sont commercialisées d'une manière féroce en Tunisie et dans la non-révision des prix de vente de plusieurs produits. L'entreprise s'est historiquement distinguée par les bons niveaux de son taux de marge brute (plus de 50 % dans les années 2000), en lien avec sa focalisation sur les produits génériques. Cependant, depuis 2016, la marge brute suit une tendance à la baisse, subissant un effet de ciseaux entre la dépréciation du dinar et la hausse des prix des matières premières d'une part et la stabilité des prix de vente sur le marché d'autre part. En 2019, le taux de marge brute a atteint son plus bas niveau de la vie boursière de l'entreprise soit 30%. L'entreprise continue à souffrir d'une situation de sureffectif, spécificité qu'elle partage avec la majorité des entreprises publiques. Malgré les départs (environ 300 personnes entre 2011 et 2019), la masse salariale pèse toujours lourd, absorbant 74,6% des produits d'exploitation de l'entreprise à la fin 2019. Avec des fonds propres négatifs depuis 2018 (-21,4MDt au 31/12/2019) et une augmentation de la dette nette de 47,2% entre 2018 et 2019 (21,9MDt en 2019, contre 14,9MDt en 2018) la situation de la société est critique. Siphat a besoin d'une injection d'argent dans les plus brefs délais afin de renforcer ses fonds propres et se libérer des pressions sur la trésorerie. D'ailleurs, l'AGE du 3 Novembre dernier a approuvé la continuité d'exploitation de la société malgré les difficultés financières auxquelles fait face la société. Le management a annoncé durant cette AGE que la société profiterait, éventuellement, du financement à hauteur de 90MDt d'un programme d'aide d'urgence en sa faveur par le Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social (FADES). Ce montant servirait à s'approvisionner en matières premières et à financer le plan de restructuration de la société, présenté au début de 2020. Nous saluons l'annonce de ce programme de financement et attendons la publication du nouveau business plan actualisé de la société pour réexaminer l'opportunité d'investissement dans le titre.</p>	n.s	n.s	0,0%	Alléger

4	City Cars	+43%	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 du troisième trimestre, avancer de 39% à 228,8MDt. 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 (7,7% yield estimé en 2021). La société a réussi à l'instar de ses pairs à améliorer sa rentabilité. 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.	8,7	4,6	7,7%	Acheter
5	MIP	+43%	La débâcle boursière, entamée par la société depuis son introduction en bourse en 2014, semble prendre fin. MIP affiche enfin une embellie boursière à envier remédiant quelque part à sa capitalisation boursière dissoute. Néanmoins, l'activité et la rentabilité de la société poursuivent leur déclin. Après la décision, fin 2018, d'opérer un "coup d'accordéon" pour éponger les pertes et faire un nouveau départ, l'information se fait de plus en plus rare sur le groupe de l'affichage urbain. D'un point de vue stratégique, les nouveaux repreneurs, le Groupe libanais Picasso, comptent se recentrer sur le marché local (céder les activités au Mali) et sur le cœur de métier (se désengager des activités impression, signalétique et photovoltaïque) et engager un vaste plan de restructuration commerciale, sociale et financière. Cette stratégie aura une portée long-termiste et elle butera sur les conséquences de la crise de la Covid-19 (baisse du budget marketing au niveau des entreprises et focalisation sur le sauvetage de l'activité). Nous conseillons de se désengager de la valeur. Aucun intérêt à se positionner sur le titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
6	Best Lease	+38%	Best Lease a terminé l'année en tête de peloton des leaseurs cotés. La compagnie a largement rattrapé, en bourse, sa contreperformance de l'année passée sur fond d'une reprise significative de l'activité et de la rentabilité. Un positionnement de niche qui met la compagnie à l'écart de la guerre des prix qui sévit dans le secteur et une structure des ressources dominée par les taux variables bénéfique en période de taux baissiers. Une valorisation abordable qui reflète la dégradation de la qualité de portefeuille sur les dernières années et qui tient compte d'une liquidité limitée sur le marché.	10,8	0,8	5,0%	Conserver (+)
7	MPBS	+38%	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 écoulée. 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, déjà amorcée et confirmée en ce début d'année 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.	8,3	1,2	1,9%	Acheter
8	Air Liquide	+38%	Bénéficiant de l'augmentation de la demande en oxygène médical pour faire face à la crise sanitaire, Air Liquide a vu son chiffre d'affaires en 2021, grimper de 41% pour s'établir à 32,2MDt à fin septembre 2021. Fortement corrélée à l'évolution des prix du gaz sur les marchés internationaux, l'activité de la société demeure fortement volatile. La hausse du prix du gaz sur les marchés internationaux, en raison des circonstances mondiales et nationales causées par la crise sanitaire, a impacté favorablement la rentabilité de la filiale du géant français des gaz industriels. Titre non liquide.	10,2	2,5	4,3%	Conserver

9	New Body Line	+33%	Après une année 2020 difficile, le producteur de la lingerie intelligente est revenu dans le radar des investisseurs en 2021. Les investisseurs ont retrouvé de l'appétit pour le titre encouragés par les indicateurs d'activité rassurants, portant la marque d'une reprise accélérée de l'activité, en 2021, et par l'annonce du rehaussement des dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2020. 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, en fin d'année, 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. Une fois les diligences nécessaires finalisées, l'acquéreur envisage d'adresser aux actionnaires de référence, et ce avant le 30 Juin 2022, un « Term Sheet » devant (i) fixer le prix d'acquisition offert par action (ii) confirmer ou réviser le seuil en dessous duquel l'acquéreur ne réalisera pas la transaction (iii) et fixer les principaux termes et conditions proposés pour la réalisation de l'opération. Il est à noter que la concrétisation de la transaction restera tributaire de l'accord des organes décisionnels des deux parties ainsi que des autorisations des autorités compétentes.	9,8	2,2	7,5%	Acheter
10	Sotipapier	+33%	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 septembre 2021, le chiffre d'affaires du papetier s'est hissé de 56% à 86,2MDt. 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) 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 yield 2021 attrayant de 5,5%.	12,7	2,9	5,5%	Conserver
11	Euro-Cycles	+33%	Euro-Cycles a affiché un bon crû boursier pour trois années de suite. 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 a été 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. 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 feuille de route tracée par l'équipe de direction dans les prochaines années comprend : 1) une poursuite des efforts d'investissement, 2) une intensification des prospections, 3) une orientation volontariste vers le vélo électrique, 4) le lancement de nouveaux créneaux et 5) la création d'un écosystème pour le vélo en Tunisie. Malgré son joli parcours sur les dernières années, nous pensons que la valeur affiche encore des multiples intéressants, comparativement à la moyenne internationale. La société est sur un bon trend de croissance. Elle offre une visibilité appréciable (jusqu'en 2023). 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.	12,1	8,6	5,3%	Acheter
12	BIAT	+31%	Deuxième plus grande capitalisation du marché actions après la SFBT, la BIAT a connu un retournement de tendance favorable en bourse, applaudissant l'annonce d'un dividende alléchant à distribuer en 2021, au titre des exercices 2019 et 2020 et l'annonce du Split de l'action. 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. Vu le niveau maîtrisé des créances classées, les efforts de couverture supplémentaires à consentir par la banque devraient être limités dans le temps. 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. Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.	6,4	1,3	8,5%	Neutre
13	Land'Or	+27%	A travers le partenariat capitalistique avec le groupe AfricInvest, le deuxième 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 actionariat, 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 +10% 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 intéressant (dans l'absolu et par rapport à l'industrie agroalimentaire qui traite à des multiples supérieurs à 20x) suscite le détour. L'entrée en exploitation du projet marocain, dès le début de 2022, reconforte notre recommandation à l'achat.	13,2	1,5	2,3%	Acheter

14	SOTUMAG	+26%	Le gestionnaire du marché de gros poursuit sur sa lancée positive en bourse, profitant de publications rassurantes et de l'engouement du marché pour les valeurs défensives. 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.	9,2	1,9	6,5%	Acheter
15	Amen Bank	+21%	Sur les deux dernières années, Amen Bank a connu un parcours boursier volatil, en ligne avec le secteur. Après avoir subi le choc de la Covid-19 en 2020 (une contreperformance de -26%), le cours du titre a réagi favorablement à l'autorisation conditionnée de la BCT de distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 et à l'annonce d'un dividende alléchant de 2,150Dt par action, à distribuer en 2021. Les niveaux de valorisation sont facialement attrayants. Cependant, nous estimons que les multiples de la banque reflètent convenablement ses fondamentaux actuels. Bien que mitigé, le bilan de l'exercice 2020 nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la crise actuelle. Récolant les fruits de sa stratégie de rééquilibrage du bilan, Amen Bank affiche une meilleure maîtrise du risque de transformation et une courbe décroissante des expositions aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit Amen Bank sera l'atout majeur de la banque en cette passe difficile. Il lui permettrait d'absorber le « choc » de la crise et de répartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique.	5,5	0,5	5,9%	Conserver (+)
16	ATL	+19%	Sur les deux dernières années, le titre ATL a évolué dans le sens des publications. Après avoir connu un parcours boursier décevant en 2020 (une contreperformance de -6,5%), l'action a viré au vert en 2021, saluant les résultats de 2020 et le retour à la distribution des dividendes (la distribution d'un dividende de 0,075Dt par action au titre de l'exercice 2020). Aujourd'hui, ATL traite à des multiples de PER 2021e de 8,4x et de P/B 2020 de 0,6x. Il est vrai que, sur le papier, la valorisation nous semble tentante. Cependant, la conjoncture économique difficile et le climat de l'investissement encore morose devraient jeter une ombre sur les réalisations de ATL sur le court terme. Nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives, tout en suivant de près les réalisations du business plan annoncé lors de la réunion d'analystes du mois de Mars dernier.	8,4	0,6	6,7%	Conserver (+)
17	Attijari Bank	+19%	2ème capitalisation du secteur derrière la BIAT, Attijari Bank a affiché, en 2021, un joli parcours boursier. Le titre a salué l'autorisation conditionnée par la BCT aux banques pour distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 et l'annonce d'un dividende de 2,700Dt par action, à distribuer en 2021. Malgré son évolution, en 2021, l'action 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.	8,9	1,6	7,2%	Acheter
18	SPDIT	+19%	A l'opposé de la déroute boursière de 2020, une année marquée par le manque de dynamisme et de l'attractivité du marché actions tunisien, freinant les transactions du fonds et réduisant ses plus-values sur cession, la SICAF a retrouvé des couleurs, en 2021, embrassant plutôt un joli parcours (+19%). Au terme du 30 Septembre 2021, les revenus de la société se sont améliorés grâce notamment à l'amélioration des dividendes de ses placements cotés. Valeur peu liquide.	11,9	4,5	7,0%	Conserver
19	SIAME	+18%	Après avoir fait du quasi-surplace en 2020, le spécialiste des appareillages électriques presse le pas et termine l'année 2021 avec une avancée de 18%. L'avenir s'annonce prometteur pour le Groupe. Le projet "Smart Grids" qui a été lancé par la STEG le 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 HUAWAI 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.	20,3	2,4	2,9%	Conserver (+)
20	CIL	+18%	Le leasur indépendant s'est bien comporté en bourse pour la troisième année de suite. L'activité de la compagnie et sa rentabilité font preuve d'une meilleure résistance, comparativement à ses concurrents, face à un environnement hostile : investissement en berne, hausse des risques d'impayés et affaïssement des marges. La qualité du portefeuille de la CIL et son coefficient d'exploitation demeurent parmi les meilleurs standards du secteur et prouvent-à juste titre-une prudence dans la sélection des risques et une rigueur dans la gestion. Après avoir dépassé le seuil de 40% du capital du leasur, le noyau dur de la CIL, représenté essentiellement par la société Générale Financière, a été soumis, en 2021, à une OPA obligatoire sur le reste du capital. La valorisation est faible (un P/B 2020e de 0,9x) mais la crise que vit le secteur du leasing, depuis la Révolution, appelle à la prudence.	6,3	0,9	7,1%	Conserver (+)

21	ICF	+18%	Après avoir connu une année 2020 mouvementée (qui s'est soldée par une contreperformance de -35%), le titre ICF s'est ressaisi l'année d'après. La reprise de l'activité et le retour aux bénéfices au terme du premier semestre 2021 ont été applaudis par le marché. Malgré la perspective d'une normalisation de l'activité, à partir de 2021, telle qu'annoncée par le management, il reste une grande inconnue dans le business model d'ICF : c'est l'évolution des prix de l'ALF 3. Ajoutée au déficit de communication avec le marché, cette variable clé augmente le profil de risque d'ICF par rapport à d'autres sociétés cotées sur le marché actions tunisien. Nous émettons une recommandation "Conserver" sur la valeur.	13,6	2,0	3,8%	Conserver
22	Sotrapil	+18%	Après avoir succombé aux retombées de la crise en 2020, Sotrapil a redressé la barre en 2021, en améliorant ses revenus. 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.	6,0	1,2	8,5%	Conserver
23	SANIMED	+17%	2021 a été une année de succès boursier pour le spécialiste des articles sanitaires SANIMED. Les investisseurs ont apprécié le redécollage commercial de la société et le retour à la croissance bénéficiaire en 2021. Le positionnement commercial de la filiale du Groupe ABDENNADHER est solide notamment sur les marchés export. Cependant, l'endettement de la société s'est nettement alourdi sur les dernières années, constituant ainsi un frein sérieux à une croissance saine et une menace pour la rentabilité. La valorisation du titre est chère et sa liquidité boursière est limitée du fait de sa cotation en mode fixing et de son faible flottant. La relation avec les investisseurs est mise à mal par les nombreux engagements non tenus.	22,3	1,3	0,0%	Alléger
24	Ciments de Bizerte	+15%	Contrairement à la fade performance boursière de l'année dernière, le cimentier public a terminé l'année sur une ascension de 15%. Le cimentier a, en effet, réussi à dépasser ce contexte pandémique sans le moindre dégât. A fin Septembre 2021, les revenus du cimentier ont progressé de 30% soutenus aussi bien par la reprise des ventes locales que celle des ventes à l'export notamment avec la reprise des ventes de la Libye. L'éventuelle reconstruction du pays constituerait une opportunité en or pour les cimentiers tunisiens. Les problèmes structurels liés à la vétusté de l'appareil productif, la flambée des charges financières et la situation du sureffectif persistent encore plombant la rentabilité du cimentier et entravent incontestablement le sentiment du marché. Il est à rappeler que le cimentier jouit d'un positionnement géographique (cimenterie pied dans l'eau), constituant un avantage comparatif indéniable sur le marché (importation du Petcoke et réduction du coût logistique). La valorisation du titre demeure chère en l'état actuel.	36,6	3,2	0,0%	Alléger
25	Assurances Maghrebia	+14%	Introduite en bourse fin 2020, via une cession de titres portant sur 30% de son capital, Assurances Maghrebia » 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, l'Assurance Maghrebia s'adapte 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. Maghrebia bénéficie de capitaux propres excédentaires lui permettant de développer ses activités.	12,0	2,3	2,9%	Acheter
26	TPR	+13%	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. L'extrudeur d'aluminium 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 devrait s'inscrire dans le même signe de la stabilité 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.	9,7	1,7	7,1%	Acheter
27	OTH	+12%	Retournement de tendance favorable pour l'exportateur national après deux années consécutives de déception boursière. Le parcours du titre a été favorisé par les anticipations de rebond de l'activité et l'annonce d'une attribution d'actions gratuites à raison d'une action nouvelle pour deux anciennes. Les perspectives de One Tech restent prometteuses. Ses ventes ont rebondi de plus belle en 2021. Le management espère 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 2021. Les performances opérationnelles du premier semestre de l'année 2021 ont été excellentes (une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 41,6% à 447,5MDt et un bénéfice net qui frôle 18MDt), et compte tenu du carnet de commande actuel, la même tendance est prévue de se poursuivre au courant du deuxième semestre de 2021. 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. La valorisation actuelle du titre intègre la baisse de régime affichée en 2020. Mais, elle ne capte pas convenablement les perspectives de croissance de l'après 2020. OTH est une valeur de fonds de portefeuille avec une importante manne financière, un tour de table institutionnalisé et un management de qualité.	17,0	2,3	3,5%	Acheter

28	Attijari Leasing	+12%	La filiale d'Attijari bank a affiché en 2021 une embellie boursière, rompant, ainsi, avec deux années baissières. Ceci est naturellement le reflet de l'amélioration des indicateurs d'activité du leaseur, en 2021, et du retour aux bénéfiques sur la première moitié de l'année. Si le leaseur profite d'un adossement à un Groupe bancaire de référence et d'une intégration commerciale de plus en plus renforcée, il affiche un levier financier élevé et une qualité de portefeuille, en deçà des standards du secteur, qui souffre, notamment, d'un stock de créances anciennes. Une valorisation facialement faible mais qui reflète les faiblesses de la société et un timing peu approprié pour investir dans le secteur.	5,6	0,6	7,9%	Conserver
29	Wifack International Bank	+12%	Le titre a changé de trajectoire en bourse cette année, virant au vert. Avec une capitalisation de 219MDt, la valorisation est chère comparativement à la moyenne sectorielle. La banque passe par une phase d'investissement lourde qu'elle mettra du temps pour rentabiliser. Ce faisant, investir dans le titre n'a de sens que si l'on raisonne sur le moyen et long terme. Wifack International Bank opère sur une niche peu desservie, avec une faible intensité concurrentielle et offrant un important potentiel de croissance dans les prochaines années. L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier du crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance future. Cependant, nous préférons réduire notre exposition sur le titre en attendant de voir les prémices de la rentabilité.	n.s	1,3	0,0%	Alléger
30	Poulina Group Holding	+12%	La troisième capitalisation boursière du marché tunisien a plutôt connu une bonne année boursière, lui permettant d'effacer les pertes essuyées l'année précédente. La structure des actifs assez intéressante marquée par une prédominance des activités défensives a permis à PGH de résister en temps de crise et de maintenir ses niveaux de rentabilité. Une rentabilité qui demeure toujours minée par une dette nette colossale avoisinant les 1,5 milliard de dinars à fin 2020. Pour remédier à cet endettement élevé et à défaut d'une recapitalisation, le Groupe devrait adopter une gestion plus judicieuse et plus active de ses actifs. Dans les prochaines années, le Groupe a exprimé sa volonté de renforcer davantage sa stratégie capitalistique, consacrant une enveloppe moyenne d'investissement de 316MDt sur la période 2021- 2023. Le groupe vise le secteur des énergies nouvelles et la maîtrise du coût de l'énergie comme axe principal d'investissement. Le management table sur une croissance moyenne des revenus de 12,2% entre 2020-2023, franchissant ainsi la barre de 3 milliards de Dt au terme de 2022 et une progression de 9% de la marge d'EBITDA sur la même période. Ces prévisions devraient se traduire par un léger effritement des marges. Au vu des niveaux de valorisation élevés du groupe nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives en attendant un meilleur retour des prochains investissements.	21,6	2,4	2,3%	Conserver (+)
31	SAM	+11%	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 Septembre 2021, les revenus consolidés du groupe SAM ont enregistré une nette amélioration à deux chiffres (+39% à 16,6MDt). Cette progression trouve principalement son origine dans la multiplication par cinq des revenus à l'export grâce aux diverses opérations conclues en Lybie et en Côte d'Ivoire, ainsi qu'aux nouveaux marchés conclus et encours de réalisation durant les neuf premiers mois de 2021 avec plusieurs établissements sur le marché local. La reprise de l'activité du spécialiste en mobilier de bureau, jouissant d'une bonne notoriété, pourrait justifier un repositionnement sur la valeur.	6,8	1,3	0,0%	Acheter
32	Sotuver	+10%	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 notamment celui de la nouvelle filiale SGI « SOTUVER Glass Industries », l'unité totalement exportatrice visant à doubler la capacité de production 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.	21,1	3,7	4,8%	Acheter
33	BH leasing	+9%	Le leader du secteur du leasing en Tunisie a retrouvé des couleurs après plusieurs années d'hibernation. La filiale du Groupe BH a, enfin, renoué avec les bénéfiques au terme du premier semestre 2021 après avoir cumulé les déficits, sur la période 2018-2020. La rentabilité quoiqu'en amélioration ne doit pas occulter une productivité en deçà des standards du secteur et un portefeuille sous les clignotants, particulièrement dans la conjoncture actuelle. Le leaseur dispose d'un important gisement de synergies opérationnelles avec sa maison mère. Une valorisation facialement tentante mais une liquidité boursière quasi-inexistante (cotation au fixing). Une conjoncture sectorielle délicate qui ne plaide pas pour un positionnement sur le titre à l'heure actuelle.	4,9	0,3	0,0%	Conserver
34	BH	+9%	Le leader des crédits logement a affiché un réveil boursier en 2021 mettant fin à trois années d'échec boursier. Les anticipations d'une reprise de la rentabilité en 2021 et le nouveau business plan publié en marge de l'émission d'un emprunt obligataire subordonné, en Septembre 2021, ont stimulé l'appétit des investisseurs pour le titre. 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.	2,9	0,4	6,9%	Conserver (+)

35	Adwya	+9%	Acteur majeur du marché officinal en Tunisie, majoritairement actif dans le domaine des médicaments sous licence, Adwya a prolongé sa hausse en 2021. Depuis le déclenchement de la crise de la Covid-19, la société a profité de la fuite vers les valeurs défensives sur le marché actions. C'est surtout l'annonce de la relance du processus de privatisation faite en 2020 qui a continué à susciter un effet d'entraînement sur le cours boursier. Nous recommandons de conserver le titre dans l'optique de profiter de la poursuite de l'élan boursier suite à la cession de la participation d'El Karama Holding. Nous pensons que la mise en vente de la part de l'Etat est la voie de salut unique pour la société dans une conjoncture difficile et un secteur très concurrentiel. La constitution d'un nouveau tour de table permettrait à la société de concevoir une nouvelle stratégie et de mettre en place une éventuelle restructuration financière. En attendant le résultat de l'appel d'offres par El Karama Holding, nous estimons que l'identité du futur repreneur devrait bien susciter les spéculations des investisseurs dans les prochains mois. Wait and see alors.	n.s	2,7	0,0%	Conserver
36	SMART Tunisie	+6%	La dernière recrudescence de la cote a terminé sa première année de cotation sur une note d'optimisme. 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 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 présente, 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 proposée 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 une vision globale grâce à un système d'information performant.	10,2	2,7	6,7%	Acheter
37	Simpar	+6%	A l'instar de ses pairs, le promoteur immobilier souffre d'un contexte tunisien difficile marqué par la rareté et la cherté des terrains, la hausse des coûts de construction ainsi que la baisse du pouvoir d'achat. En 2019, pour la première fois depuis son IPO, le promoteur immobilier a affiché un déficit -2,7MDt. L'année 2020 n'a pas été des meilleures. A cause d'une demande anémique, le promoteur immobilier a vu ses ventes accusées un repli de 21,6%. 2021, s'est inscrit sous le signe de la reprise. Le chiffre d'affaires cumulé de la société au 30 Septembre 2021, a fortement augmenté, pour atteindre 8,5 MDt contre 3,9 MDt au 30 Septembre 2020. Il est à rappeler que la Simpar dispose de l'une des plus importantes réserves foncières en Tunisie. Le titre se négocie historiquement à une décote importante par rapport à ses fonds propres comptables. Un flottant réduit.	n.s	0,5	0,0%	Conserver
38	Ennakl Automobiles	+5%	Le concessionnaire de la marque allemande termine l'année sur une performance boursière fade. Pourtant, la société Ennakl a réalisé d'excellentes performances au terme du troisième trimestre de 2021, avec un chiffre d'affaires en hausse de 49,3% à 391,8MDt. Le concessionnaire a réussi à maintenir sa position de leader du secteur avec une part de marché de 14,6%, soit 6 393 unités immatriculées contre 4039 immatriculations pour la même période en 2020. Toutefois, les fondamentaux du concessionnaire demeurent globalement moins bons que ceux de la concurrence. La valorisation du titre est relativement chère comparée à la moyenne du secteur.	11,1	2,5	5,3%	Conserver
39	UBCI	+3%	Le titre s'est légèrement ressaisi après le flop boursier de 2020. 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, 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 : 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau et 3) un portefeuille de crédit sain qui permet d'adopter une politique commerciale plus dynamique. Attendons de voir les contours de la nouvelle stratégie que le nouveau management compte mettre en œuvre... mais pour l'instant, 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 ».	9,1	0,9	5,1%	Conserver (+)
40	Telnet Holding	+3%	Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie s'est bien comporté en 2021 après le faux pas de 2020. En mode « Télétravail » depuis la mise en place de mesures de confinement pour endiguer la propagation de la pandémie 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. 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. Le spécialiste de la recherche et développement en ingénierie produit (80% du chiffre d'affaires consolidé en 2020) 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 (SAFRAN, SAGEM et DASSAULT) 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 nano satellite du Groupe « Challenge One » en Mars dernier devrait permettre à Telnet de développer l'industrie spatiale. La valorisation du titre nous semble intéressante sur la base du périmètre actuel de Telnet et comparativement à la moyenne internationale. Par ailleurs, les nouveaux projets devraient donner un nouvel élan au Groupe sur le long terme. Nous réitérons notre opinion à l'« Achat » sur Telnet au regard de ce potentiel de croissance, de la qualité des fondamentaux et du profil « High Tech » du Groupe, tout en suivant de près l'impact de cette nouvelle branche sur les revenus et les marges du Groupe.	13,4	3,6	3,2%	Acheter

41	Délice Holding	+3%	Le champion national de l'industrie laitière a consolidé ses gains après une année 2020 euphorique. Tous les clignotants sont au vert pour Délice Holding. Le Groupe a affiché une gestion salubre de la crise de la Covid-19, figurant ainsi parmi les rares Groupes de la cote à pouvoir allier croissance du top line et amélioration significative de la rentabilité, malgré le contexte pandémique délicat qu'a connu la Tunisie en 2020 et la dégradation du pouvoir d'achat des consommateurs. Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme de produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 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 projets entrepris sur les dernières années devraient permettre au Groupe de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, 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. La valorisation actuelle de Délice Holding offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des jus, en pleine phase de consolidation/diversification et aux fondamentaux solides. La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour l'action.	12,8	3,7	2,5%	Acheter
42	Placements de Tunisie	+2%	Le véhicule d'investissement du Groupe BT a terminé l'année sur une modeste performance. La SICAF a publié des revenus en baisse en 2021 en raison du repli des dividendes reçus de ses participations cotées. La politique de distribution de la société est généreuse avec un taux de payout souvent supérieur à 100%. Titre, toutefois, non liquide.	18,6	3,0	4,0%	Conserver
43	AMS	+2%	Outre les problèmes structurels persistants auxquels la filiale du Groupe Loukil fait face (concurrence du marché informel, surendettement et faible capacité de génération de cash), l'entreprise a été frappée de plein fouet par la crise sanitaire. En effet, depuis la décision du confinement général en Mars 2020, la société n'a pas réussi à reprendre ses activités. Dans un premier temps, AMS a annoncé un chômage technique pour une période de six mois afin de mettre en place un plan de restructuration financière et opérationnelle et de lever des fonds. Au bout des six mois, la société a informé le public que la reprise de l'activité, prévue pour le 14 Septembre 2020, ne pourra pas avoir lieu, une reprise conditionnée par le dédouanement des matières premières bloquées au port, suite à la non-obtention des financements nécessaires auprès du secteur bancaire. En date de Mars 2021, la société informe ses actionnaires et le grand public qu'elle a été admise sous la procédure de règlement judiciaire. Dans ce sens, un administrateur judiciaire a été nommé. Pour une période d'observation de neuf mois, l'administrateur désigné par le tribunal sera chargé d'examiner la situation économique et financière de la société, ainsi que prendre acte du plan de restructuration financière et opérationnelle déjà établi. L'actionnaire de référence de la société réitère son engagement dans les mêmes démarches lancées auparavant dans l'objectif d'apporter à la société le soutien financier nécessaire à travers une levée de fonds à réaliser par un Fonds d'investissement. Une levée de fonds autant convoitée pour assurer la reprise de l'activité de la société et rompre définitivement avec les difficultés qu'avaient rencontrées depuis des années. Il importe de préciser que l'absence continue de soutien financier pour le financement du cycle d'exploitation met en péril l'existence de la société.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
44	BH Assurance	+2%	La filiale de la banque publique, rebaptisée en 2019 "BH Assurance" a témoigné d'une résilience appréciable dans ce contexte inédit de la crise sanitaire. Les primes émises de l'assureur se sont accrues de 17% pour s'établir à 110,7MDt à fin septembre 2021. Le contexte de taux baissiers n'a pas impacté les revenus de placement de l'assureur qui se sont inscrits en hausse en 2021, notamment que ce dernier, présente une faible exposition aux obligations à revenu fixe. Toutefois, l'assureur a pâti d'une sinistralité en forte hausse. En Mars 2021, le Groupe CARTE (détenant plus de 30% du capital de l'assureur) a cédé sa participation dans BH assurance. Désormais, Poulina holding se retrouve dans le tour de table de l'assureur avec une part de 34%. La principale faiblesse de l'assureur réside dans ses faibles fonds propres qui limitent la croissance de son activité (l'assureur détient une faible part de marché d'environ 4,3%). Le titre se négocie à un niveau de valorisation en ligne avec celui de l'univers coté. Néanmoins, la distribution peu généreuse du titre et son flottant minuscule handicapent sa performance boursière.	16,8	1,9	2,1%	Conserver (+)
45	STAR	+2%	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 léger repli en raison des efforts d'assainissement, du portefeuille automobile, engagés depuis l'année dernière. Les indemnités de l'assureur ont augmenté de 9%, 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 en vu de sa forte exposition aux produits de taux. Le leader incontestable du secteur de l'assurance en Tunisie garde toute son attractivité (un multiple d'Actif Net Réévalué de 0,7x contre une moyenne de 1,1x du secteur tunisien coté).	13,2	0,8	3,0%	Acheter
46	SOPAT	+0%	Le volailler de la marque Mliha a connu une année boursière atone. Le retour aux bénéfices en 2018 a été malheureusement de courte durée pour la SOPAT. Les ventes sont, certes, sur un bon trend de croissance. Cependant, la société subit encore une dégradation des marges et de la rentabilité. Ajouté aux casseroles du passé (des fraudes, des corrections d'erreurs et un redressement fiscal), le résultat net et les fonds propres sont toujours au rouge. Plusieurs zones de vulnérabilité persistent au sein de la société : un endettement colossal (malgré les augmentations de capital successives opérées par l'actionnaire de référence, le Groupe BELKHIRIA), une âpre compétition et une conjoncture d'autant plus difficile avec la crise de la Covid-19 (des prix administrés et une baisse de la consommation des viandes de volailles suite au confinement et au repli du secteur touristique). L'absence de visibilité sur la stratégie de redressement et les multiples hors de portée nous amènent à recommander le désengagement de la valeur.	n.s	n.s	0,0%	Alléger

47	SFBT	+0%	Le n°1 des boissons en Tunisie a marqué un répit en 2021 après le bon crû boursier de l'année d'avant. L'exercice 2020 s'est inscrit sous le signe de la stagnation pour la SFBT. Le Groupe a subi un manque à gagner au niveau de ses revenus et de sa rentabilité sur fond de crise de la Covid-19. Malgré le ralentissement de la croissance occasionné par la crise, SFBT a affiché une amélioration de sa rentabilité d'exploitation. L'année 2021 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique compliquée qui devrait encore affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue. 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.	21,9	5,5	4,0%	Acheter
48	Céréalis	+0%	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 2021, affichant une croissance à deux chiffres de ses revenus (+23% à 16,3MDt à fin septembre 2021). 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 et surtout sa valorisation bon marché appuient notre avis favorable. Toutefois, la taille relativement réduite de Céréalis (capitalisation de 45MDt) l'évince du radar des investisseurs étrangers.	10,5	2,4	1,6%	Acheter
49	Astree	+1%	Bien géré et doté de fonds propres solides, l'assureur du groupe BT, est sans doute un sain véhicule pour s'exposer au secteur de l'assurance. Contrairement à son l'accoutumé, le titre s'est retrouvé cette année dans le rouge (affichant une légère performance baissière). La croissance soutenue des bénéfices depuis 2012 et sa distribution généreuse sont les principaux atouts de l'assureurs. Comme anticipée, la baisse des taux a eu un impact limité sur Astree qui présente une faible exposition aux obligations à revenu fixe. Toutefois, la faible liquidité du titre (1,6MDt transigés en 2021) constitue un frein à l'investissement.	16,5	2,5	3,9%	Conserver (+)
50	Sits	-1%	Après avoir enchaîné, pour deux années d'affilée, un parcours dans le vert, le titre du promoteur immobilier a affiché, en 2021, une performance boursière dans le rouge (-1%) et ce malgré l'amélioration de la gouvernance du groupe après le changement de l'actionnariat suite à l'Offre Publique d'Achat obligatoire, imposée, fin novembre 2020, par le CMF aux sociétés PARTNER INVESTMENT et FOUNDERS CAPITAL PARTNERS. Les deux sociétés ont acquis 15,09% du capital de la société SITS, franchissant ainsi, de concert, le seuil de 40% du capital de ladite société. Cette transaction a valorisé la société, l'année dernière, à environ 35,9MDt. Le spécialiste des projets hauts standing, présente des bénéfices en dents de scie en raison de la forte cyclicité de l'activité de promotion et du contexte tunisien difficile marqué par la rareté et la cherté des terrains, la hausse des coûts de construction ainsi que la baisse du pouvoir d'achat du Tunisien. En 2021, le chiffre d'affaires de SITS s'est replié de 31,6% à fin Septembre 2021 pour s'établir à 6MDt.	6,4	1,1	0,0%	Alléger
51	Tawasol Group Holding	-1%	TGH a affiché une performance "fade" après le rallye boursier de 2020. Depuis sa mise sur le marché, la relation de Tawasol avec les investisseurs a été lésée par les décalages notables par rapport aux promesses et les retards fréquents dans la publication des résultats. La transaction stratégique que TGH entreprend, l'opération de Spin-out de la filiale Hayatcom, marque une étape majeure dans l'évolution du Groupe. Cette opération inédite sur la Bourse de Tunis prévoit que les actionnaires de TGH recevront une quotité proportionnelle d'actions de Hayatcom en fonction du nombre de titres TGH qu'ils possèdent. Suite à l'opération de Spin-out, Hayatcom sera une société faisant appel public à l'épargne. Le management de la société demandera aux autorités du marché la négociabilité de ses titres sur le système de cotation électronique (groupe 13). L'équipe de direction a annoncé, également, qu'un dossier d'admission à la cote principale de la bourse sera déposé après l'opération du Spin-out. Après Hayatcom, le management étudie la possibilité de réaliser une autre opération de Spin-out qui va concerner la filiale Palma spécialisée dans l'extrusion d'aluminium. L'objectif est de permettre à cette filiale de financer sa croissance et de lui offrir la possibilité de nouer des partenariats capitalistiques. La finalité ultime des opérations de Spin-out successives est de scinder les différentes activités du Groupe en des entités séparées qui seront cotées en bourse, transparentes et disposant de leur propre identité et de concentrer les efforts du Holding sur la promotion immobilière, et sur les travaux d'infrastructure, et les gazoducs. Nous étayerons notre jugement sur l'opération d'échange (Spin-out) à la suite de la publication d'informations financières suffisantes (absence des états financiers consolidés au 30/06/2021 de TGH) et des informations complémentaires qui seront exigées par le régulateur à l'occasion de ladite opération. Peu de visibilité, peu d'intérêt donc.	n.s	3,0	0,0%	Alléger
52	Tunisair	-3%	Tunisair a été lourdement affectée par les répercussions économiques de la Covid-19 et les restrictions de voyages décrétées au niveau mondial. Le transporteur national n'a malheureusement pas réussi, en 2021, à améliorer son chiffre d'affaires, affichant voire même des revenus en repli de 17% à 401MDt comparé à fin Septembre 2020. Les problèmes de la compagnie porte drapeau s'accumulent et s'intensifient : sureffectif, surendettement, sous-capitalisation, faible capacité de génération de cash et l'obsolescence des avions, constituant ainsi un fardeau de plus en plus lourd à relever. Les vastes plans de restructuration, communiqués maintes fois par la compagnie et toujours à l'ordre du jour, nécessitent une sacrée enveloppe d'au moins 1,3 Milliard de Dinars et du coup condamnés à rester dans les placards. Toutefois, face à ce contexte inédit et à la probable entrée en vigueur de l'open sky en Tunisie, ce plan de restructuration et la recapitalisation deviennent une nécessité. Il est à rappeler que les derniers états financiers publiés par la compagnie porte-drapeau sont ceux de 2017.	n.s	n.s	0,0%	Alléger

53	Cellcom	-4%	Le distributeur de la marque EVERTEK a terminé 2021 sur une note morose, rompant, ainsi avec la reprise amorcée en 2019. Le revirement stratégique annoncé par le nouveau management, aux commandes depuis Mars 2019, s'est fait ressentir sur les chiffres de l'année 2020 qui a été marquée par un retour aux bénéfices. Cette quête d'un nouveau cap stratégique (réorganisation approfondie du Groupe, diversification du portefeuille de marques, mise en place d'une nouvelle politique de distribution via JUMIA et les opérateurs Télécoms et ciblage des marchés export) pourrait déboucher à terme sur un rapprochement avec la société Chifco, startup tunisienne fondée par le nouveau Directeur Général et spécialisée dans l'Internet des objets, le machine learning et le big data. Une valorisation chère.	23,7	2,3	0,0%	Conserver
54	UIB	-4%	La banque a déçu pour la troisième année de suite par ses performances boursières. Sur le papier et en tenant compte des multiples 2021 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.	7,8	0,7	4,7%	Acheter
55	Tunis Ré	-5%	En 2021, le réassureur a continué de pâtir des retombées de la crise sanitaire causant un ralentissement du rythme de la croissance des branches liées à l'investissement et au transport. Le réassureur a maintenu un chiffre d'affaires stable comparé au 30 septembre 2020, atteignant 115,8 MDt, soit un taux de réalisation de 72% par rapport des projections pour 2021. Tunisie Ré a pu profiter de la baisse de la sinistralité (-57%), notamment que 2020 a été marquée par la survenance de deux risques majeurs à savoir l'explosion de Beirut et un incendie touchant le marché domestique. Les produits financiers ont connu une légère baisse de 4,6% pour atteindre une valeur de 17,8MDt. Comme à l'accoutumée, Tunis Ré adopte une stratégie conservatrice (un taux de rétrocession en hausse et une dotation aux provisions élevée). Tunis Ré affiche sa volonté d'accroître ses parts de marché à l'étranger et de se positionner parmi les plus grands réassureurs de la région MENA (plus que la moitié des primes contractées proviennent de l'étranger). Néanmoins, les fonds propres réduits du réassureur constituent un véritable obstacle pour le développement de son activité dans les marchés les plus rentables. Le contexte en 2022, sera également délicat en raison de la baisse des taux. A l'instar des exportateurs, toute appréciation du dinar impacterait négativement la croissance des revenus en raison de la part croissante des primes libellées en devises. Il est à rappeler que le réassureur bénéficie de ratios prudentiels confortables, d'une gestion rigoureuse et d'une rentabilité récurrente. Bien que son actionariat soit à moitié 'étatique', la gestion de Tunis Ré s'apparente plus à une société privée. Le titre affiche une valorisation intéressante et un yield alléchant.	11,4	0,7	3,4%	Acheter
56	Tuninvest	-6%	Après avoir affiché l'une des meilleures performances de la cote en 2020 grâce à la concrétisation d'une plus-value suite à la cession d'un titre de participation, la performance du titre en bourse en 2021 a été décevante (-6%). En l'absence d'opérations de cession d'actifs financiers, la rentabilité de la société de capital-risque, a été modeste en 2021. La SICAR a également pâti d'une baisse des revenus de dividendes de ses actifs. L'amélioration des revenus de participation, plus précisément des plus-values sur cession d'actions Sicav ont sauvé l'exercice. Le principal atout du titre réside dans sa politique de rémunération généreuse (distribution de résultats sous forme de dividendes et de restitution de capital). Toutefois, son bémol est incontestablement lié à la taille modeste de la société (une capitalisation de 5MDt), sa faible liquidité boursière (cotation en mode fixing) et son faible flottant, qui entravent l'évolution de son cours boursier.	28,7	1,7	4,2%	Conserver
57	Assad	-7%	La déception boursière entamée, depuis 2018, suite à l'échec du projet d'acquisition par le groupe Européen Monbat, s'est poursuivie jusqu'en 2021. L'impact de la crise sanitaire a malheureusement été plus dur que prévu. La dégradation des ventes à l'export s'est poursuivie même en 2021. Au terme du premier semestre de 2021, le leader tunisien des batteries affiche un déficit de 3MDt contre un déficit de 1,8MDt une année auparavant. Le ralentissement des ventes des segments de la première monte et de celui des pièces de rechange ne fait qu'alimenter les doutes quant à une reprise fade voire même incertaine d'Assad, 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. Des perspectives peu claires.	n.s	0,8	0,0%	Conserver
58	Sah Lilas	-7%	Dans la continuité des dernières années, le spécialiste des produits d'hygiène a connu, en 2021, un parcours boursier terne. Le Groupe est en bonne voie pour maintenir le cap sur la croissance dans les prochaines années. Les réalisations de 2021 devront profiter de l'augmentation de capacité de SAH Tunisie et d'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 sera aussi 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. 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 de désendettement et qu'il est sur le point de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années.	21,3	2,4	2,1%	Acheter
59	BTE (ADP)	-8%	La BTE poursuit sa déroute en bourse. Le retour aux bénéfices en 2019 n'aura pas duré longtemps pour la banque à capitaux tuniso-émiratis. La BTE a renoué avec les pertes en 2020. Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs et qui entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation bradée mais le déficit qui s'annonce en 2021, au vu des résultats de la première moitié de l'année, ne rassure pas le marché.	n.s	0,2	0,0%	Alléger

60	Tunisie Leasing & Factoring	-9%	Prise de bénéfice sur le titre TLF après une bonne année 2020 sur le plan boursier et des résultats. Et pour cause la cession de la participation de la maison mère du Groupe dans Tunisie Valeurs dans le cadre de l'OPA de l'intermédiaire en bourse menée en Mars 2020 (une plus-value totale de 9,3MDt). En 2021, TLF peine à retrouver sa pleine forme en raison du tassement de l'activité économique, de la dégradation du risque en Tunisie et des difficultés conjoncturelles de la branche africaine Alios au Gabon et en Afrique de l'Est. Le leadership de Tunisie Leasing & Factoring, son positionnement multi-produit et multi-marché et sa bonne capacité à attirer les lignes de crédits extérieurs (davantage renforcée par l'augmentation de capital de 2019) restent les qualités distinctives de la compagnie. Le leaseur traite à moins que la moitié de ses fonds propres mais le cycle boursier est, en ce moment peu propice au secteur du leasing.	8,8	0,4	4,0%	Conserver (+)
61	Hannibal Lease	-9%	La filiale du leasing du Groupe DJILANI a terminé 2021 sur un biais négatif. Le leaseur indépendant a rompu avec la forte croissance observée depuis 2016. Les conditions de refinancement difficiles et le resserrement des spreads se sont fait sentir sur le résultat d'exploitation de la compagnie et sur son résultat net. Un levier tendu et une dégradation de la qualité du portefeuille et de la productivité sur les dernières années. Une structure des ressources dominée par les taux fixes qui a défavorisé le spread de la société en périodes de baisse des taux. Un challenger confirmé mais dont la faible valorisation ne fait pas le poids contre les carences actuelles, intrinsèques et conjoncturelles.	91,7	0,5	0,0%	Conserver
62	BNA	-9%	En 2021, la banque n°1 du secteur public en Tunisie a fait grise mine en bourse. Le changement managérial qu'a affiché la BNA avec le départ à la retraite de l'ancien Directeur Général (départ à la retraite de M. Habib BELHAJ GOUIDER en Octobre 2020 et son remplacement par M. Mondher LAKHAL), le retard dans la publication des états financiers de 2020 et la dégradation de la rentabilité sur fond de crise sanitaire ont jeté un froid sur le comportement du titre en bourse. La BNA affiche une valorisation basse compte non 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).	3,3	0,3	14,2%	Conserver (+)
63	STB	-11%	Dans la continuité de 2020, la STB n'a pas fait bonne figure sur le marché. Sur le papier, la valorisation est intéressante. Cependant, l'exposition élevée au secteur du tourisme constitue un point de vigilance particulier pour nous à l'aune de la crise de la Covid-19. Les retombées de cette crise devraient retarder le chantier de la restructuration. Elles constituent une menace pour l'élan de la banque et pour les priorités de son nouveau management (nomination de M. Mohamed CHOUIKHA en tant que nouveau Directeur Général en remplacement de Mme Néjia GHARBI, qui a eu un court passage en tant qu'administrateur délégué après le départ de M. Lotfi DEBBABI, en Septembre 2020) nommé en Mars dernier (décollage commercial et assainissement du portefeuille).	5,2	0,4	0,0%	Conserver
64	Officeplast	-11%	Le producteur de la fourniture bureautique et scolaire a presque réitéré, en 2021, sa contreperformance de 2020. Les levées de fonds propres en placement privé (une opérée en 2017 pour 6,5MDt et une réalisée au début de 2020 pour 3MDt) semblent être incomprises par le marché d'autant plus que le levier financier est mal exploité. Ces opérations ont beau contenir le niveau des charges financières mais elles sont dilutives pour le capital et pour la rentabilité des actionnaires. L'activité de la société a quelque peu souffert de la crise de la Covid-19 mais elle s'est rattrapée depuis le deuxième semestre de l'année 2020. La société devrait boucler l'exercice 2021 sur un léger déficit. Le profil exportateur du Groupe et la solidité de ses fondamentaux sont des avantages comparatifs de taille sur notre marché actions. L'image du titre peut être redorée par un effort de communication, notamment, sur l'exploitation de la franchise "Bureau Vallée" et sur les avancées de la prospection commerciale en Afrique. Une valorisation chère adaptée pour un horizon de placement long et une position "Buy and Hold" d'un investisseur institutionnel. Nous espérons que le retrait du titre du compartiment "S" donnerait un nouveau souffle à Officeplast en bourse.	n.s	1,0	0,0%	Conserver
65	Alkimia	-13%	Depuis 2015, ALKIMIA continue de subir de plein fouet les retombées de l'arrêt de l'approvisionnement en acide phosphorique qui l'ont poussée vers la sortie du marché mondial de STTP et lui ont causé la perte d'importants clients. Un septième déficit s'annonce pour 2021. La société cumule des pertes de l'ordre de 123,4MDt dans son bilan. Liquidité quasi-inexistante. Absence totale de visibilité.	n.s	1,3	0,0%	Alléger
66	Sotemail	-14%	Retournement de tendance pour la filiale du Groupe ABDENNADHER après le beau parcours boursier affiché sur la période 2019-2020. SOTEMAIL a toujours évolué dans l'ombre de sa société mère, SOMOER, et les décalages récurrents par rapport aux promesses ont affaibli la confiance du marché dans le titre. Nous saluons le tournant vers l'export de SOTEMAIL et la reprise importante de son activité en 2021 (après avoir touché le fond en 2020) mais nous pensons que les performances futures de la société dépendront de sa capacité à maîtriser son endettement et à stabiliser son carnet de commandes à l'export. Le rapprochement avec SOMOCER nous semble opportun. Mais en bourse, nous pensons que l'annonce d'une éventuelle fusion amènerait les investisseurs à opérer des arbitrages en faveur de la société mère plus liquide d'un point de vue boursier, actuellement plus abordable et affichant un profil d'activité plus diversifié.	n.s	2,6	0,0%	Alléger
67	BT	-14%	Les investisseurs ont été confortés par la clôture, au début de l'année 2020, à hauteur de 77% de l'augmentation de capital de Carthage Cement, cimenterie publique qui était en difficulté pour laquelle la BT constitue la principale banque créancière. Malgré la revigoration de l'activité de la cimenterie, l'amélioration de sa situation financière, la signature d'un accord de rééchelonnement de ses crédits avec le système bancaire et l'autorisation conditionnée accordée par la BCT aux banques pour distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020, le cours de l'action BT peine à décoller. Le titre traite à des multiples supérieurs à la moyenne sectorielle. Cependant, cette valorisation intègre les avantages comparatifs de la banque et sa perception en tant que référence en matière de productivité et de rigueur par les investisseurs.	12,0	1,3	4,6%	Conserver

68	Magasin Général	-14%	Le titre, subissant les retombées de la crise, enchaîne une deuxième année boursière calamiteuse. La valeur défensive, mobilisée en temps de crise, fait d'ores et déjà face à une conjoncture peu propice marquée par une concurrence de plus en plus rude et un pouvoir d'achat en baisse, qui a été encore aggravée par la crise Covid-19. Un contexte qui a mis à mal sa rentabilité. L'enseigne N°1 de la distribution en Tunisie a affiché un déficit dépassant les 8MDt au terme du premier semestre 2021. Un déficit expliqué par la baisse des revenus due à la fermeture des points de vente Batam ainsi que par la dégradation du pouvoir d'achat. L'enseigne présente encore des marges sous pression, un endettement très lourd et une rentabilité sous pression. Une valorisation relativement chère dans le contexte actuel.	n.s	n.s	0,0%	Conserver
69	SOMOCER	-15%	Le passage au vert affiché en 2020 a été de courte durée pour le spécialiste des carreaux céramiques et des articles sanitaires. Après avoir touché le fond, en 2020, SOMOCER fait preuve d'un bon dynamisme en 2021 et commence à remonter la pente au niveau de la rentabilité, en réduisant ses pertes. Cependant, les cash-flow restent volatils et l'appétit à l'endettement demeure fort. Par ailleurs, la conjoncture atone dans le secteur du bâtiment et la situation encore précaire dans les pays limitrophes (Algérie et Libye) créent un important manque à gagner pour le Groupe. La valorisation est à un plancher historique (le titre se négocie à moins que sa valeur nominale !) mais elle est le reflet de la qualité des fondamentaux du Groupe.	n.s	0,6	0,0%	Alléger
70	Unimed	-19%	2021 a marqué une rupture de croissance en bourse pour Unimed après trois années haussières de suite. Le titre a figuré parmi les actions les plus malmenées du marché. La baisse pressentie de la rentabilité, sur fond de crise de la Covid-19, et l'éclatement du différend, opposant la société à la PCT en raison de présomptions de conflit d'intérêt ont jeté une ombre sur le parcours boursier du titre. 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.	26,6	2,4	3,0%	Acheter
71	ATB	-20%	L'ATB a connu sur les dernières années un parcours boursier versatile. Le ralliement boursier insufflé par le changement managérial intervenu courant l'année 2019 (une performance de 13%) a été de courte durée pour l'ATB. Les pressions vendeuses suivant l'éclatement de la crise de la Covid-19 en 2020 ont malmené l'action (une contreperformance de -30% en 2020). N'ayant pas encore recouvert sa capacité à distribuer des dividendes, l'ATB n'a pas profité de l'effet d'entraînement suscité par la levée de l'interdiction des banques de distribuer des dividendes par la BCT, en 2021, et au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020. Théoriquement, la valorisation mérite le détour en termes de P/B, mais elle reflète convenablement les fondamentaux actuels de la banque en termes de productivité, de qualité du portefeuille et de coût des ressources. La dernière injection de fonds propres opérée par l'actionnaire de référence (une levée de 70MDt par l'émission de certificats d'investissement) a certes renforcé l'attractivité de la valorisation, mais elle va contribuer, également, à améliorer les ratios prudentiels.	21,8	0,4	3,1%	Conserver
72	Monoprix	-25%	Opérant dans un contexte de plus en plus rude et concurrentiel, Monoprix détrônée par Magasin Général depuis 2012, n'arrive toujours pas à redorer son blason et à retrouver le prestige de la décennie 2000-2010. Même si les opérateurs de la distribution alimentaire ont continué à opérer pendant la crise, il n'en demeure pas moins qu'ils ont été frappés de plein fouet. Pour ce qui est de Monoprix, la baisse de la fréquentation ainsi que la baisse du pouvoir d'achat du consommateur post-crise a eu un double effet négatif aussi bien sur le volume d'activité que sur les marges du distributeur. L'instabilité du management sur les dernières années et l'absence d'impacts tangibles des actions d'efficacité opérationnelle (annoncées à maintes reprises) ternissent la perception du titre en bourse.	n.s	3,0	0,0%	Conserver
73	Essoukna	-28%	Fortement exposé à la cyclicité du secteur, la filiale de la SIMPAR, n'a toujours pas réussi à retrouver le niveau des ventes de 2016 et 2017. Pâtissant de la crise du secteur immobilier en Tunisie et de la persistance d'un contexte de financement extrêmement difficile, les revenus du promoteur, à fin septembre 2021, ont régressé de 39% et ce en dépit de son bon positionnement sur le marché, généralement soutenu par une offre diversifiée et une notoriété élevée. La loi de finance de 2022 prévoit le relèvement de la TVA sur les ventes des biens immobiliers à usage d'habitation (autre que la demeure principale), ce qui est de nature à envenimer encore plus la situation du secteur qui pâtit déjà de l'affaissement du pouvoir d'achat du tunisien et la hausse des coûts de construction. Foncièrement parlant, la valeur réelle du patrimoine n'est pas reflétée au niveau de la capitalisation boursière du promoteur. La pierre papier n'est, malheureusement, pas correctement valorisée sur le marché boursier. Une année boursière morose pour un secteur de moins en moins séduisant.	18,6	0,3	1,7%	Conserver
74	AeTECH	-30%	Excepté 2020, une année d'embellie boursière, le titre se retrouve encore une fois dans le rouge, connaissant une performance boursière morose (30%), comme depuis son introduction en bourse en 2013. L'activité et la rentabilité de la société technologique poursuivent leur déclin. AeTECH affiche une capitalisation boursière dissoute. Aucun intérêt à se positionner sur le titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger

75	ELECTROSTAR	-30%	L'hémorragie boursière se poursuit pour le leader du montage et de la distribution des produits électroménagers. Un parcours à l'image des publications décevantes du Groupe. En plus des problèmes commerciaux (concurrence du marché informel) et conjoncturels (crise de la Covid-19), ELECTROSTAR affiche une situation financière préoccupante. Les recapitalisations successives opérées par le noyau dur ces dernières années n'ont pas pu ramener les fonds propres en territoire positif. Une nouvelle augmentation de capital nous semble donc inéluctable. Sur les neuf premiers mois de 2021 et contrairement à la majorité des sociétés cotées, la société mère du Groupe a subi un repli cumulé de son chiffre d'affaires. Cette baisse est due, principalement, au retard enregistré dans l'octroi des lignes de crédit de gestion par les banques et notamment les lignes d'engagements par signature (accréditifs, crédits documentaires, obligations cautionnées etc.) et ce retard n'a pas été résorbé jusqu'à ce jour et n'a pas permis la réalisation des objectifs fixés en termes de chiffre d'affaires. Conséquence : en l'absence de nouveaux achats, ELECTROSTAR s'est rabattue sur son stock de marchandises existant pour essayer de limiter le gap entre le chiffre d'affaires prévisionnel et celui réalisé tout en espérant reconquérir ses lignes de crédit de gestion (surtout celles relatives aux engagements par signature) dans les plus brefs délais. D'autres arguments à faire valoir consistent essentiellement en la propagation de la pandémie du Coronavirus, la baisse du pouvoir d'achat du consommateur, la hausse du tarif bancaire qui freine ELECTROSTAR dans sa quête de financements d'exploitation et l'adoption d'une politique de prudence visant à diminuer le risque clients et à sécuriser les ventes.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
76	Carthage Cement	-31%	Après le départ de la société de sous-traitance danoise NLS en 2019, les programmes successifs de licenciement à l'amiable, la réussite de l'augmentation de capital, qui a été primordiale pour le sauvetage de la cimenterie publique et la réalisation des premiers objectifs de son business plan, Carthage Cement n'a malheureusement pas réussi à se privatiser. En dépit du contexte sanitaire délicat, le cimentier a affiché, à fin septembre 2021, une exploitation en nette amélioration. Le cimentier annonce des revenus en hausse de 39% à 239MDt. Suite à l'échec de son processus de privatisation pour la nième fois, le titre, ne suscite plus l'intérêt des investisseurs, affiche l'une des plus mauvaises performances de la place. La valorisation actuelle du cimentier s'établit enfin à des niveaux raisonnables. Carthage Cement reste un titre à profil de risque élevé. Valeur à suivre de près.	8,6	3,3	0,0%	Conserver
77	Sotel	-40%	Le spécialiste des réseaux Télécom creuse ses pertes en bourse. SOTETEL a affiché au titre de l'exercice 2020 des réalisations contrastées. L'activité d'exploitation a été durement touchée par la pandémie. Cependant, le spécialiste des réseaux télécom a sauvé l'année grâce à la réalisation d'une plus-value de cession de 11,7MDt sur sa participation dans « Esprit » (Ecole Supérieure Privée d'Ingénierie et de Technologies) dans une transaction la valorisant à 182,3MDt. La feuille de route tracée par le management pour les prochaines années prévoit principalement de : 1) développer l'activité export, 2) consolider l'activité locale, 3) mettre en place un système d'évaluation des performances et 4) de se différencier de la concurrence en se dotant d'outils de transformation digitale. Selon le management, les actions prévues en 2021 devraient permettre, d'une part, de surmonter les conséquences de la crise sanitaire, et d'autre part, de saisir les nouvelles opportunités qui se présentent en rapport avec la digitalisation et les besoins futurs en connectivité. Le rythme de croissance escompté en 2021 (une progression des revenus de 46% en 2021) nous semble difficile à réaliser au vu de l'environnement opérationnel encore difficile et profondément marqué par la pandémie. Même en tenant compte de ces prévisions de revenus, il nous paraît invraisemblable pour la SOTETEL d'équilibrer ses comptes en 2021. A notre avis, le titre est correctement valorisé au jour d'aujourd'hui. Nous préférons attendre les prémices de la reprise pour envisager un positionnement à l'achat sur la valeur.	n.s	0,5	0,0%	Conserver
78	SERVICOM	-53%	SERVICOM poursuit son mouvement oscillatoire. Gagné par l'euphorie (en 2020) puis plongé dans la torpeur (en 2021), le titre ne s'est toujours pas fixé de cap en bourse. L'issue défavorable de la demande d'arbitrage à l'encontre du fonds d'investissement GEM et l'alerte donnée par les commissaires aux comptes sur l'existence d'incertitudes significatives liées à l'activité d'exploitation de la société ont semé un vent de panique chez les investisseurs. Le Groupe passe par une phase de changement stratégique depuis sa décision de se retirer définitivement du métier du BTP, peu rentable et fortement consommateur en BFR. Une situation financière critique et des problèmes récurrents de trésorerie ont amené la société à différer le paiement de six échéances de son emprunt obligataire émis en 2016 (selon l'ancien échéancier). Malgré la bonne tenue des pôles climatisation et ascenseurs, il reste un long chemin à parcourir par le Groupe pour assainir ses finances. Plusieurs rendez-vous manqués et un déficit historique en 2018 qui décrédibilisent le titre auprès des investisseurs.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
79	GIF	-62%	GIF, qui n'a pas encore publié ses états financiers de 2020, enchaînera certainement un septième et un onzième exercice déficitaire de suite. Malgré la signature des accords de partenariat commercial avec l'italien UFI FILTERS, SOGEFI et OPEL, les ventes à l'export du spécialiste en filtres peinent à décoller en raison de la crise sanitaire. La société n'a quasiment rien exporté en 2021. Elle n'a même pas réussi à redresser ses ventes locales. A fin 2021, le spécialiste des filtres a vu son chiffre d'affaires accusé une chute de 33% à 1,1MDt, après la cascade de 75% en 2020. La société présente une modeste capacité de génération de cash et un endettement en hausse. L'engouement pour le titre en bourse en 2020, expliqué par l'éventuel intérêt d'un partenaire stratégique au Groupe UADH, a laissé place à une dégringolade de -62% en 2021. En l'absence d'information, nous recommandons la vente du titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
80	UADH	-86%	Faisant l'objet d'une éventuelle prise de participation, par un partenaire stratégique en 2020, le titre du concessionnaire automobile a connu une embellie boursière en 2020. La déroute boursière a commencé en Janvier 2021, quand le concessionnaire a annoncé l'arrêt de l'opération réservée au partenaire stratégique avec lequel un mandat d'exclusivité a été signé. En outre, l'existence d'une situation d'un conflit contractuel entre AURES Auto (filiale de UADH) et PEUGEOT CITROEN DS, présentant un risque sur la continuité de l'activité, a exacerbé la situation du concessionnaire. En mars 2021, la correspondance de la société STELLANTIS (Peugeot Citroën DS Maroc) à UADH expliquant la relation contractuelle entre ces deux derniers, a enfoncé davantage le clou, précisant que le contrat d'importation et de distribution des véhicules des marques du groupe qui le liait à la société AURES AUTO-membre du Groupe UADH a pris fin en date du 31 décembre 2019, en raison d'un historique d'impayés successifs datant du début de l'année 2019, qui s'est poursuivi durant l'année 2020. En 2021, le titre a accusé la plus importante chute du marché (-86%).	n.s	0,5	0,0%	Alléger