



# REVUE AFC

2024 . 2<sup>ème</sup> semestre

**AFC**  
المستشارون الماليون العرب  
Arab Financial Consultants  
GROUPE  
**ATB**  
البنك العربي لتزمتن

Editorial	3
Bilan économique	4
Bilan du marché obligataire	6
Bilan du marché boursier 2023	7
Portefeuille de l'AFC et stratégie boursière pour 2024	8
Valeurs du portefeuille AFC 2024	
ATTIJARI BANK	10
BIAT	10
ATL	11
LAND'OR	11
SFBT	12
SAH	12
SAM	13
SOTUVER	13
TPR	14
UNIMED	14
Recommandations des valeurs	15
Syllabus	16

À l'échelle internationale, les économies développées ont enregistré une croissance du PIB autour de 3 à 4 % au premier semestre 2024, portées par la reprise des secteurs technologiques et des services. En revanche, les économies émergentes ont connu des taux de croissance plus modérés, oscillant entre 2 et 3 %, freinées par une inflation accrue et des défis dans les chaînes d'approvisionnement. L'inflation connaît une tendance baissière depuis le second semestre de l'année dernière, marquée par les secousses post-guerre russo-ukrainienne. Malgré cette décroissance, la plupart des autorités monétaires maintiennent une politique monétaire restrictive pour atteindre leurs objectifs d'inflation.

Sur le plan national, la croissance économique pour le premier trimestre 2024 a été modeste, se chiffrant à seulement 0,2% en glissement annuel. Les perspectives pour le second trimestre ne sont guère plus optimistes, selon les données récentes de la balance commerciale. Les exportations des industries manufacturières et extractives ont baissé, tout comme les importations de biens d'équipement et de produits intermédiaires. Un autre signal économique préoccupant est la décélération de l'investissement. L'encours des crédits à l'économie a progressé de seulement 3,2% à la fin du mois de mai 2024 en glissement annuel. Corrigée de l'inflation, cette progression serait en réalité négative.

Au niveau monétaire, le taux directeur a été maintenu à son niveau actuel pour consolider le processus de désinflation et protéger le dinar tunisien par rapport aux principales devises.

La relance de l'économie dépend essentiellement de la réforme profonde des finances publiques. Réduire le déficit budgétaire est crucial pour inverser la trajectoire de la dette et renforcer la notation souveraine à long terme. Cette démarche permettrait non seulement de stabiliser les finances publiques, mais aussi de restaurer la confiance des investisseurs et d'assurer une gestion plus efficace des ressources nationales, favorisant ainsi un environnement économique plus stable et durable.

Malgré ces défis, la Tunisie demeure une destination attractive pour les investissements, soutenue par sa position géostratégique en Afrique du Nord et son capital humain qualifié. Les indicateurs économiques révèlent des signes encourageants de dynamisme et de résilience. Tant les investisseurs locaux qu'étrangers trouveront en Tunisie un marché propice à la croissance et à la rentabilité à long terme. Avec des réformes économiques continues et un engagement à améliorer le climat des affaires, la Tunisie est solidement positionnée pour une relance économique durable.

## Croissance : Variation du PIB en glissement annuel

L'économie tunisienne a progressé de 0,6% au premier trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent (4ème trimestre 2023), à un taux comparable à celui enregistré un trimestre auparavant (0,5%).

En glissement annuel et par rapport au même trimestre de 2023, l'économie tunisienne a affiché au premier trimestre 2024 une croissance de 0,2%.

Le rythme lent de la croissance économique traduit l'effet des évolutions contrastées de l'activité des différents secteurs suite principalement à :

◊ la baisse des secteurs d'extraction du pétrole et du gaz naturel (-17,1%), de raffinage de pétrole (-13,8%), des industries textiles, habillement et cuir (-12,2%) et de construction (-6,8%).

Et

◊ l'accroissement des secteurs d'hébergement et de restauration (+6,6%), des activités financières et d'assurance (+4,1%), de santé humaine et action sociale (+3,9%) et d'agriculture, sylviculture et pêche (+1,6%).

Notons que la chute historique de la production agricole en 2023 (-10,7% après une hausse de 1% en 2022) a cédé la place à un redressement graduel de la production au début de l'année 2024.

La reprise de la production agricole s'annonce faible, sous l'effet de la persistance du stress hydrique, ayant induit une forte régression des capacités de production, notamment de la filiale de l'élevage. La production des légumes et fruits continue de faire preuve de résilience, malgré les ressources limitées d'eau d'irrigation.

## Evolution du PIB

Glissement annuel au prix de l'année précédente



## Commerce extérieur

Le premier semestre de l'année 2024 a enregistré une hausse de 2,2% des exportations et une quasi-stagnation des importations (+0,04%) par rapport à la même période de l'année précédente et ce, aux prix courants. Ainsi, le déficit commercial s'est amélioré à fin juin 2024 à 8 017 MD contre 8 685 MD une année auparavant. Le taux de couverture a gagné 1,7 points par rapport à la même période de l'année 2023 pour s'établir à 79,9%.

Hors énergie, le déficit commercial au 30 juin 2024 s'est rétréci à 2 223 MD contre 3 793 MD au 30 juin 2023.

En MD	Total 2022	Total 2023	Var 23/22	6mois 2023	6mois 2024	Var 6m24/6m23
<b>Exportations par secteur d'activité</b>	57 557	62 077	7,9%	31 271	31 954	2,2%
Agriculture & industries agro-alimentaires	6 801	8 012	17,8%	3 801	5 537	45,7%
Energie & lubrifiants	4 568	3 830	-16,2%	1 583	1 814	14,6%
Mines, phosphates & dérivés	3 601	2 672	-25,8%	1 556	1 084	-30,4%
Textiles, habillements & cuirs	11 166	11 939	6,9%	6 261	5 683	-9,2%
Industries mécaniques & électriques	24 494	28 389	15,9%	14 416	14 467	0,4%
Autres industries manufacturières	6 927	7 235	4,5%	3 653	3 370	-7,8%
<b>Importations par type d'utilisation</b>	82 789	79 146	-4,4%	39 956	39 970	0,0%
Produits agricoles & alimentaires de base	6 364	5 903	-7,2%	3 275	2 357	-28,0%
Produits énergétiques	15 134	13 496	-10,8%	6 475	7 608	17,5%
Produits miniers & phosphates	2 356	1 422	-39,6%	810	583	-28,1%
Autres produits intermédiaires	33 237	31 697	-4,6%	16 354	15 721	-3,9%
Produits d'équipement	16 007	16 725	4,5%	8 285	8 151	-1,6%
Autres produits de consommation	9 690	9 903	2,2%	4 756	5 551	16,7%
<b>Solde commercial</b>	-25 231	-17 069	-32,4%	-8 685	-8 017	-7,7%
<b>Taux de couverture(%)</b>	69,5	78,4	8,9 pt	78,3	79,9	1,7 pt

En MD	Total 2022	Total 2023	Var 23/22	6mois 2023	6mois 2024	Var 6m24/6m23
<b>Exportations hors énergie</b>	52 989	58 247	9,9%	29 688	30 140	1,5%
<b>Importations hors énergie</b>	67 655	65 650	-3,0%	33 481	32 362	-3,3%
<b>Solde commercial hors énergie</b>	-14 665	-7 403	-49,5%	-3 793	-2 223	-41,4%
<b>Taux de couverture(%) hors énergie</b>	78,3	88,7	10,4 pt	88,7	93,1	4,5 pt

## Solde courant de la balance des paiements

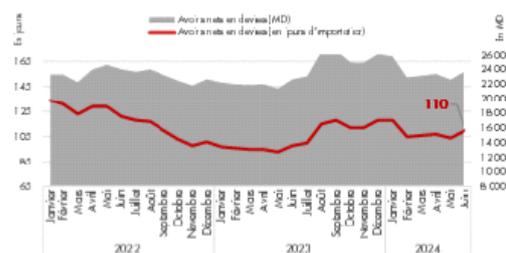
A fin mai 2024, le déficit courant s'est nettement replié pour se situer à 1 581 MDT contre un déficit de 3 596 MDT une année auparavant.

La réduction continue du déficit courant est attribuable à la diminution du déficit commercial et l'amélioration progressive de la balance des services.

Hors énergie, la consolidation de la balance courante s'est poursuivie en dégageant un excédent de 3 394 MDT contre 1 088 MDT à fin mai 2023.

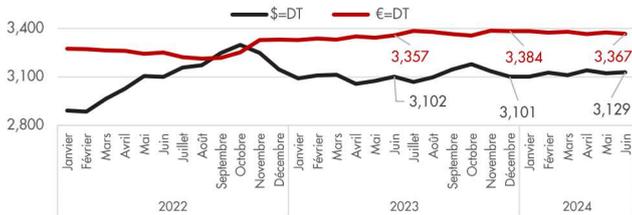
## Avoirs nets en devises

L'amélioration continue de la balance des paiements a favorisé la consolidation progressive des réserves en devises passant de 22 793 MDT (soit 98 jours d'importation) à fin juin 2023 à 23 871 MDT (soit 110 jours d'importation) à fin juin 2024. Les réserves en devises demeurent, toutefois en-dessous des réalisations de décembre 2023 (26 207 MDT soit 118 jours d'importation).



**Taux de change**

Au mois de juin 2024, le dinar s'est déprécié de 0,3% par rapport à l'euro et de 0,9% par rapport au dollar américain et ce, par rapport au mois de juin 2023. Comparé à décembre 2023, le dinar s'est apprécié de 0,5% par rapport à l'euro et s'est déprécié de 0,9% par rapport au dollar américain .



**Inflation, Taux Directeur de la BCT (TD) et TMM**

En juin 2024, le taux d'inflation a légèrement augmenté à 7,3% contre 7,2% le mois précédent.

Rappelons que le taux d'inflation était de 9,3% en juin 2023 et 8,1% en décembre 2023. La tendance baissière enregistrée résulte principalement du fléchissement observé du rythme des augmentations des prix entre juin 2023 et juin 2024 des produits alimentaires et boissons non alcoolisés (15,2% contre 10,1% en juin 2024), des prix des transports (9,1% contre 3,2%), des prix du groupe logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles (5,1% contre 4,2%) et des prix du groupe Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer (9,7% contre 6,2%).

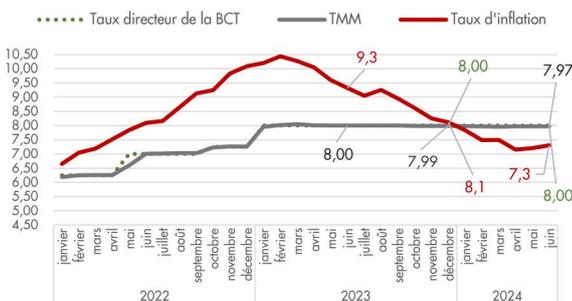
Le taux de l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'est stabilisé à 6,8% par rapport au mois précédant mais en baisse par rapport à juin 2023 (7,4%) et à décembre 2023 (7,1%).

Le taux directeur de la BCT demeure inchangé depuis janvier 2023 à 8%.

Le Conseil d'Administration de la BCT a décidé, lors de sa réunion du 20 juin 2024, de maintenir le taux directeur à 8% en raison des pressions inflationnistes encore élevées.

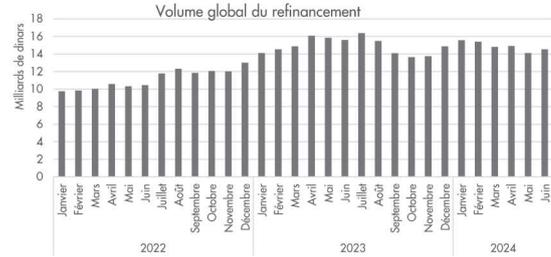
Le TMM s'établit à 7,97% en juin 2024 contre 7,99% en décembre 2023 et 8% en juin 2023.

Le TMM s'est maintenu très proche du taux directeur grâce à un calibrage judicieux de la liquidité qui a permis de couvrir la quasi-totalité des besoins des banques .



**Volume moyen mensuel de refinancement des banques**

Le volume global moyen mensuel du refinancement s'est établi à 14 538 MD au mois de juin 2024 contre 15 606 MD en juin 2023.



**Crédits à l'économie**

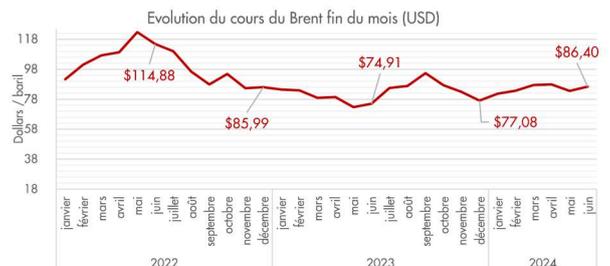
Selon la centrale des risques de la BCT, l'encours total des crédits à l'économie a continué à évoluer à un rythme encore modéré, au cours des cinq premiers mois de l'année 2024. Il a enregistré en glissement annuel une croissance de 3,2% au mois de mai 2024 après une hausse de 3,5% le mois précédent contre 5,5% en mai 2023.

Au niveau des crédits aux particuliers, l'encours s'est accru de 1,9% (en glissement annuel) au mois de mai 2024 contre 1,5% le mois précédent. En effet, l'encours des crédits à l'habitat s'est renforcé de 2,6% (en glissement annuel) contre 1,8% en avril 2024, tandis que le rythme d'évolution de l'encours des crédits à la consommation s'est stabilisé à 1,2% (en glissement annuel) pour le deuxième mois consécutif.

Le taux d'évolution des crédits aux professionnels s'est établi à 3,6% (en glissement annuel) au mois de mai 2024 après 4,2% le mois précédent. En effet, un ralentissement a marqué les crédits au secteur industriel (1,9% contre 2,1%) et à un moindre degré les crédits au secteur des services (4,3% contre 5,3% en glissement annuel). En revanche, les crédits aux secteurs de l'agriculture ont continué, au mois de mai 2024, à évoluer à un rythme encore soutenu (8,4%, en glissement annuel après 9,2% en avril 2024).

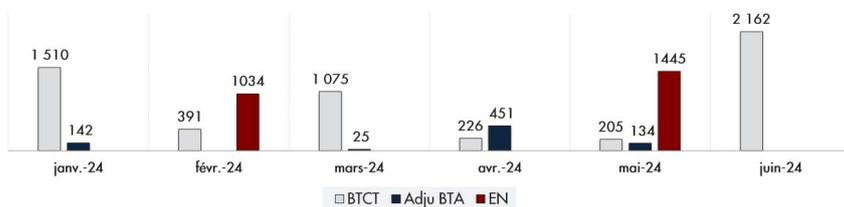
**Cours du pétrole**

Le cours du Brent à la fin du mois de juin 2024 a atteint 86,4 USD contre 74,9 USD à fin juin 2023 (+15,3%) et 77,1 USD à fin décembre 2023 (+12,1%).

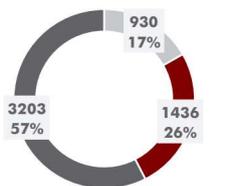


## Les émissions de l'Etat

Volumes des émissions de l'Etat au premier semestre 2024 (en MDT)

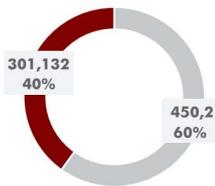


Répartition du montant levé en BTCT



■ BTCT 13s ■ BTCT 26s ■ BTCT 52s

Répartition du montant levé en BTA



■ Adjudication ordinaire ■ Adjudication d'échange

Le Trésor a collecté durant le premier semestre 2024 un total de 751,37 MDT en Bons de Trésor Assimilables : 450,2 MDT à travers des adjudications ordinaires et 301,13 MDT à travers une adjudication d'échange.

Au niveau des Bons de Trésor de Court Terme, la collecte totale a atteint 5 568,5 MDT: 3 202,5 MDT de BTCT (52 semaines), 1 435,6 MDT de BTCT (26 semaines) et 930,4 MDT de BTCT (13 semaines).

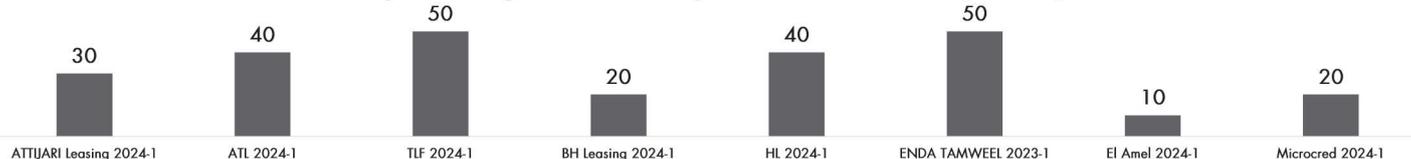
Par ailleurs, durant le premier semestre 2024, l'Etat a réussi à collecter un montant de 2 478,4 MDT à travers les deux premières tranches de l'emprunt national 2024, soit 1 239 MDT en moyenne par trimestre.

Coté taux :

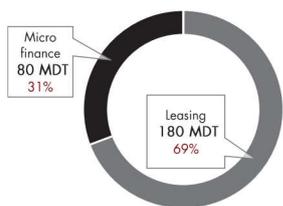
- Le dernier taux du BTCT 52 semaines est de 8,99%
- Le dernier taux du BTCT 26 semaines est de 8,70%
- Le dernier taux du BTCT 13 semaines est de 8,49%
- Le dernier taux de BTA 10 ans (BTA 9,4% Août 2033) est de 9,98%.

## Les émissions privées

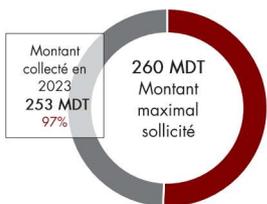
Emprunts obligataires émis au premier semestre 2024 (en MDT)



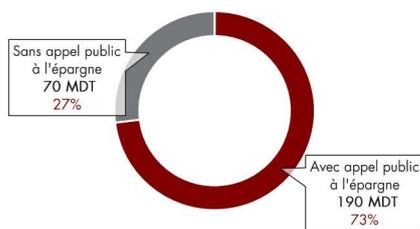
Emissions obligataires par secteur



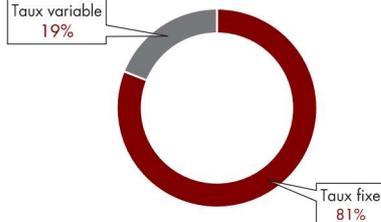
Montant collecté/émis



Emissions obligataires par type d'émission



Souscriptions aux emprunts par type de taux



Au premier semestre 2024, les émissions d'emprunts obligataires des sociétés ont totalisé un montant de 260 MDT réparties entre 69% pour les sociétés de leasing et 31% pour les sociétés de micro-finance.

Les emprunts émis sans recours à l'appel public à l'épargne représentent 27% du montant total.

Au 30/06/2023, le montant total sollicité a été collecté à hauteur de 97%.

Les choix des souscripteurs en termes de type de taux ont été plus orientés vers les taux fixes représentant 81% du total des souscriptions.

Les taux des émissions ont varié entre 10,55% et 11,50% pour le fixe et TMM + 2,50% et TMM +3,5% pour le taux variable.

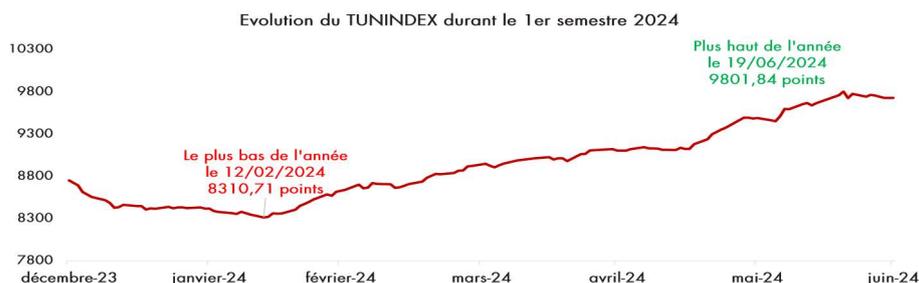
Les durées des emprunts se sont étalées entre 5 années par amortissement constant au minimum et 7 années avec deux années de grâce au maximum.

	Valeur	Performance S1 2024
TUNINDEX	9 726,08	+11,15%
TUNINDEX 20	4 369,81	+14,22%

Ce 1<sup>er</sup> semestre 2024 a été un bon cru pour la Bourse de Tunis dont l'indice de référence a clôturé le mois de juin avec une performance semestrielle de 11,15%. Suite à un mois de janvier baissier (-3,82%) le TUNINDEX a su rebondir en enchainant 5 mois consécutifs de hausse. En effet, après avoir atteint son plus bas à la date du 12 février à 8 310,71 points, la Bourse de Tunis a poursuivi son trend haussier jusqu'à atteindre son plus haut le 19 juin passé à moins de 200 points des 10 000 points. Dans le même sillage, le TUNINDEX 20 a progressé de 14,22% clôturant le semestre à 4 369,81 points montrant ainsi une meilleure performance des valeurs à fortes capitalisations.

Pour ce qui concerne les indices sectoriels, l'indice des biens de consommation réalise la meilleure performance avec une augmentation de 15,56% soutenue par le sous-secteur de l'Agro-alimentaire et boissons qui progresse de 19,5% durant ce 1<sup>er</sup> semestre 2024 grâce notamment à la SFBT, qui accapare la majeure partie de l'indice de ce sous-secteur et qui réalise une performance de 18,43% clôturant le mois de juin à 12,87 DT. La hausse de 11,15% de l'indice du marché a principalement été soutenue par la croissance de l'indice des sociétés financières qui a augmenté de 13,18% durant ce 1<sup>er</sup> semestre 2024 et dont sa part dans la capitalisation boursière globale du marché s'élève à 55,5%. Cette hausse a été réalisée grâce à la performance du sous-secteur des banques qui a réalisé une hausse de 14,06% durant ce 1<sup>er</sup> semestre 2024 et dont sa part dans la capitalisation boursière globale s'élève à 46,6%. Nous noterons également l'évolution de plus de 20% de l'indice du sous-secteur des sociétés de leasing et des sociétés d'investissements. Sur la même période, le secteur des assurances accuse une baisse de 3,74%. Malgré une baisse de 5,54% de l'indice du sous-secteur des Bâtiments et matériaux de construction, l'indice du secteur des Industries ressort légèrement dans le vert avec une hausse de 0,7%. L'indice du secteur des Services aux consommateurs a reculé de 3,84% tandis que celui des Matériaux de base a progressé de 3,53%.

Côté actions, la SOTETEL réalise la meilleure performance du 1<sup>er</sup> semestre 2024 avec une progres-



sion de 55,6% clôturant le mois de juin à 5,60 DT. La SPDIT-SICAF et LAND'OR se classe en 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> position avec des performances respectives de 47,4% et 46,3%. Nous noterons la présence de 3 banques dans le top 10 des meilleures performances à savoir, AMEN BANK (+40,9%), ATTIJARI BANK (+27,9%) et la BH BANK (+25,4%).

Du côté des plus fortes baisses, SOTEMAIL s'est replié de 43% durant ce 1<sup>er</sup> semestre 2024 à 1,79 DT après avoir dégagé des revenus en baisse de 33% au terme du 1<sup>er</sup> trimestre 2024 à 11,9 MDT. Classée dans le compartiment S (valeurs sous surveillances), le cours d'ALKIMIA, dont le chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> trimestre 2024 s'est replié de 27,2%, a baissé de 39,6% à 18 DT. Les valeurs décevantes de ce 1<sup>er</sup> semestre 2024 sont EURO-CYCLES qui, après avoir cédé plus de 34% de sa valeur en 2023 enchaîne avec une baisse de 29,2% durant les 6 premiers mois de 2024 et TELNET HOLDING dont le cours accuse une baisse de 36,2% durant la même période.

Durant le 1<sup>er</sup> semestre 2024, le total des échanges et opérations effectués sur la Bourse de Tunis a progressé de 4% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2023 à 1 593,1 MDT. Sur le marché de la cote de la Bourse, les actions ont régressé de 30,4% à 688,5 MDT. Le marché des obligations a également vu son volume chuté de 43,9% en passant de 105,3 MDT à 59,1 MDT. Les Enregistrements ont fait grimper les volumes du semestre en affichant un montant de 837,2 MDT à fin juin 2024 contre 407 MDT au terme de juin 2023 soit une augmentation de 105,7%.

### Top 10 des performances du S1

SOTETEL	55,56%
SPDIT - SICAF	47,41%
LAND OR	46,33%
AMEN BANK	40,93%
ATELIER MEUBLE INT	38,86%
MPBS	34,33%
ATTIJARI BANK	27,87%
BH BANK	25,36%
TUNISIE LEASING F	25,31%
SOTUMAG	25,20%

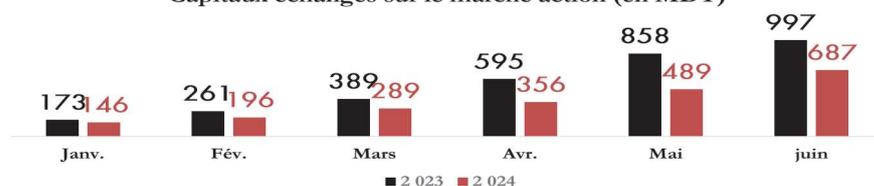
### Top 10 des contre-performances

SOTEMAIL	-42,99%
ALKIMIA	-39,54%
TELNET HOLDING	-36,23%
MAGHREB INTERN PUB	-35,71%
SOMOCER	-34,25%
CIMENTS DE BIZERTE	-34,04%
EURO-CYCLES	-29,15%
MAGASIN GENERAL	-28,16%
UADH	-27,69%
GIF-FILTER	-24,53%

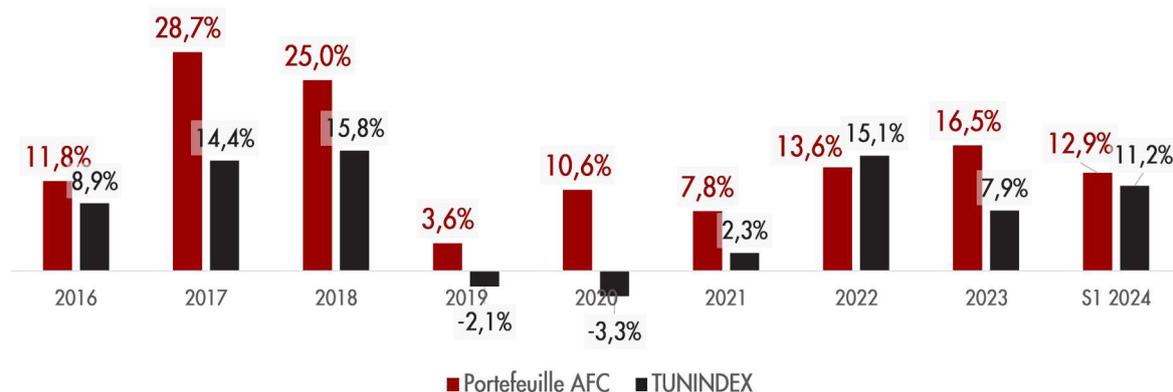
### Top 10 des volumes du S1 2024

ONE TECH HOLDING	115 197
BIAT	57 693
SOTUVER	55 402
DELICE HOLDING	51 277
AMEN BANK	41 722
ATTIJARI BANK	39 140
SFBT	30 017
SAH	29 791
BT	22 129
CARTHAGE CEMENT	13 336

### Capitaux échangés sur le marché action (en MDT)



## Portefeuille de l'AFC et stratégie boursière pour 2024



### RENDEMENT HISTORIQUE DE NOTRE PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ

Durant le 1<sup>er</sup> semestre 2024, notre portefeuille de valeurs recommandé a réalisé une performance de 12,85% contre 11,15% pour le TUNINDEX.

Depuis sa création, notre portefeuille recommandé a réalisé une performance de **231,8%** contre un marché qui a réalisé **92,9%**.

### Stratégie boursière pour le deuxième semestre 2024

A fin juin 2024, l'économie tunisienne montre des signes encourageants de reprise mais reste confrontée à des défis importants. La stabilité politique et sociale et la mise en œuvre des réformes économiques joueront un rôle crucial dans la croissance économique du pays. Afin de ne pas voir son capital érodé par une inflation qui demeure très élevée, il est donc judicieux de s'orienter vers des placements en titres de capital capables de résorber l'accroissement des prix.

Toujours en période économiquement instable, notre choix d'investissement se portera tout d'abord sur les valeurs à caractère défensif montrant une forte résilience face à d'éventuels aléas sectoriels défavorables. Nous nous axerons ensuite sur les valeurs de rendement qui se caractérisent par un Yield élevé et une régularité dans la distribution de dividendes. L'investissement axé sur les dividendes vise à générer un revenu stable pour les investisseurs, indépendamment des fluctuations du marché boursier, ce qui peut contribuer à atténuer les risques liés à la volatilité. Parmi ces valeurs nous avons sélectionné la SAM avec un Yield 2024 prévisionnel de 8,5%, ATTIJARI BANK avec 8,6% ou encore l'ATL avec 9,2%. Notre stratégie offre aux investisseurs la possi-

bilité de combiner la croissance potentielle du cours des actions avec la hausse de la rentabilité c'est pour cela que la croissance des bénéfices attendus reste un facteur clé dans notre sélection. Nous intégrerons également le facteur sociétal, écologique et de gouvernance dans nos critères par la sélection des sociétés respectueuses de la RSE pouvant offrir à la fois des rendements financiers attractifs et un impact positif sur notre environnement, répondant ainsi aux attentes croissantes des investisseurs conscients de l'importance du développement durable et de la responsabilité sociale.

Les indicateurs boursiers relatifs à notre portefeuille affichent un PER de 9,7 fois les bénéfices prévisionnels de 2024 et un rendement en dividende prévisionnel de 6,8% en 2024.

Diversifier les investissements à travers un portefeuille bien équilibré entre différents secteurs et entreprises aidera à atténuer les risques spécifiques tout en capturant les opportunités de croissance. Les élections prévues en Octobre 2024 pourraient apporter un regain de confiance et améliorer ainsi le climat des affaires.

### Portefeuille AFC S2 2024

#### Banques

ATTIJARI BANK

BIAT

#### Leasing

ATL

#### Agro-alimentaire

LAND'OR

SFBT

#### Biens de consommation

SAH

SAM

#### Industrie

SOTUVER

#### Matériaux de construction

TPR

#### Pharmaceutique

UNIMED

## Critères de sélection de notre portefeuille recommandé

Valeur	Secteur défensif	Rendement en dividende	Réurrence du dividende	Croissance du bénéfice attendu
ATTIJARI BANK		x	x	
BIAT		x	x	
ATL		x	x	
LAND'OR	x			x
SFBT	x		x	
SAH	x			x
SAM		x	x	
SOTUVER	x		x	
TPR		x	x	
UNIMED	x			x

## Indicateurs boursiers du portefeuille

Valeur	PER 2024p	Div yield 2024p
ATTIJARI BANK	9,7x	8,60%
BIAT	9,2x	6,40%
ATL	5,6x	9,20%
LAND'OR	10,4x	5,70%
SFBT	11,6x	5,90%
SAH	13,4x	4,50%
SAM	8,3x	8,50%
SOTUVER	8,8x	5,40%
TPR	6,2x	8,30%
UNIMED	13,6x	5,20%
<b>Portefeuille</b>	<b>9,7x</b>	<b>6,8%</b>

## Evolution des bénéfiques\* sectoriels 2023 - 2025

(En MDT)	Bénéfices 2022	Bénéfices 2023	VAR 23/22	Bénéfices 2024 p	VAR 24/23	Bénéfices 2025 p	VAR 25/24
Secteur							
Bancaire	1443,0	1604,2	11,2%	1717,9	7,1%	1859,1	8,2%
Agro-alimentaire	335,6	386,3	15,1%	412,4	6,8%	434,2	5,3%
Biens de consommation	122,2	175,3	43,5%	209,4	19,4%	241,8	15,4%
Distribution automobile	108,2	100,3	-7,3%	107,7	7,4%	115,6	7,4%
Leasing	83,8	105,3	25,6%	114,0	8,3%	123,5	8,3%
Assurances	127,9	132,7	3,8%	144,7	9,0%	159,4	10,2%
Industrie	119,8	118,3	-1,2%	148,0	25,1%	174,8	18,2%
Sociétés d'investissements	25,1	28,6	14,2%	27,3	-4,7%	29,6	8,3%
Matériaux de construction	70,3	101,0	43,6%	112,6	11,5%	125,5	11,5%
Pharmaceutique	7,8	5,5	-29,2%	15,9	186,3%	17,9	13,0%
Distribution générale	0,0	1,0		3,5	249,3%	8,3	133,5%
Immobilier	1,8	1,9	4,0%	2,7	40,0%	4,2	55,4%
Divers	41,7	31,6	-24,2%	39,9	26,1%	44,7	11,9%
Infrastructures et T.P.	2,4	7,5		9,0	18,9%	10,3	15,1%
<b>Total</b>	<b>2489,6</b>	<b>2799,7</b>	<b>12,5%</b>	<b>3064,9</b>	<b>9,5%</b>	<b>3348,9</b>	<b>9,3%</b>

(\* ) Bénéfices des sociétés cotées hors ceux du compartiment S



ATL

ATL		Code ISIN TN0004700100	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>LEASING</b>					Perf.	semaine	depuis le 31/12/2023	un an glissant	2022	2023	2024p	2025p	
Principaux actionnaires					Variation	-0,8%	7,5%	9,0%	TCC	9,7%	8,7%	-	
ATB	40,0%	Cours du 28/06/2024 <b>3,570 DT</b>		Capitalisation boursière Vol. des transactions hebdo.	+Haut	3,600DT	3,700DT	3,700DT	TCCC	85,5%	88,6%	-	
BNA	11,1%				+Bas	3,570DT	3,210DT	3,210DT	Coef. d'exp.	31,5%	31,3%	29,9%	28,9%
Part. étrangère	0,0%	Acheter			Ratios				R solvabilité	18,6%	18,6%	-	
Fonds propres	131,0 MDT				2022	2023	2024p	2025p	RNL (en MDT)	46,6	51,2	58,2	
Nombre d'actions	32,5 Mi				P/E	7,1x	5,8x	5,2x	4,7x	EBIT (en MDT)	24,0	30,9	35,5
Valeur nominale	1,0 DT				Div Yield	7,6%	8,4%	9,2%	10,1%	Résultat net (en MDT)	16,3	20,0	22,4
					P/B	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	BPA (en DT)	0,501	0,615	0,690
									DPA (en DT)	0,270	0,300	0,330	
									Pay out	54,3%	50,1%	48,3%	
									ROE	13,6%	15,2%	15,8%	

En 2023, les bonnes performances de l'ATL lui ont permis de conserver sa position de meilleur challenger sur le marché du leasing avec une part de marché de 15,5%. Les mises en force ont augmenté de 6 % par rapport à 2022 en passant de 315 MDT à 332 MDT et leur structure est inchangée par rapport à 2022 avec une part de 89% pour le matériel de transport. Au terme de l'année 2023, l'ATL a réalisé un Produit Net de Leasing 51,2 MDT contre 46,6 MDT en 2022 soit une progression de 10%. Le taux moyen de sortie est passé de 15,02 % en 2022 à 15,54% en 2023, enregistrant ainsi une progression de 52 points de base. Bien qu'en baisse de 28,4% en 2022, le leaseur poursuit ses efforts en terme de provisionnement en réduisant une nouvelle fois son coût du risque de plus de 44%, terminant l'année 2023 à 4,4 MDT. Les états financiers consolidés 2023 font ainsi ressortir un RNPG bénéficiaire de 20 MDT contre 16,3 MDT à fin 2022 soit une progression de 22,8%.

Dans cet environnement économique défavorable, le secteur du leasing a été confronté à une augmentation significative des créances classées. Pour faire face à cette situation qui n'épargne aucun leaseur, l'ATL a déployé des efforts considérables dans la sélection des risques clients et s'est engagé dans une action robuste de recouvrement à la fois amiable et judiciaire. Malgré les difficultés, la société a su améliorer ses ratios prudentiels avec un taux de créances classées qui passe de 9,68% en 2022 à 8,68% en 2023 et un taux de couverture des créances classées qui passe de 85,5% en 2022 à 88,6% en 2023. A fin mars 2024, l'ATL améliore encore son TCC avec une diminution de 2% des engagements classés.

Depuis octobre 2021, l'ATL maintient une note de BBB+ avec perspective stable par l'agence Fitch Rating. De par la progression récurrente de ses bénéfices, ses ratios d'équilibre financier et solvabilité très rassurants et un rendement en dividende estimé à 9,2% en 2024 nous maintenons le titre ATL dans les valeurs que nous recommandons pour le second semestre 2024.

LAND'OR

LAND OR		Code ISIN TN0007510019	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>IND. AGRO-ALIMENTAIRES</b>					Perf.	semaine	depuis le 31/12/2023	un an glissant	2022	2023	2024p	2025p	
Principaux actionnaires					Variation	0,1%	46,3%	39,8%	BFR (en MDT)	50,4	37,5	35,4	
LAND'OR HOLDING	47,6%	Cours du 28/06/2024 <b>8,780 DT</b>		Capitalisation boursière Vol. des transactions hebdo.	+Haut	8,820DT	8,820DT	8,820DT	Dettes nette (en MDT)	66,6	61,0	57,2	
MAGHREB PRIVATE EQUITY	36,2%				+Bas	8,600DT	5,600DT	5,400DT	Gearing	75,2%	62,5%	51,4%	42,9%
Part. étrangère	36,8%	Acheter			Ratios				CA (en MDT)	190,1	255,4	280,9	
Fonds propres	99,0 MDT				2022	2023	2024p	2025p	EBITDA (en MDT)	4,3	21,4	30,0	
Nombre d'actions	13,8 Mi				VE/CA	1,0x	0,7x	0,6x	0,6x	EBIT (en MDT)	-2,8	14,2	22,0
Valeur nominale	1,0 DT				VE/EBITDA	43,8x	8,5x	5,9x	5,5x	Résultat net (en MDT)	-9,9	6,8	11,7
					VE/EBIT	neg.	12,8x	8,1x	7,4x	BPA (en DT)	-	0,496	0,847
					P/E	-	17,7x	10,4x	9,1x	DPA (en DT)	-	-	0,500
					Div Yield	-	-	5,7%	6,8%	Pay out	-	0,0%	71,7%
					P/B	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x	ROE	-11,2%	7,0%	10,5%

Leader dans la préparation alimentaire et le food service, le Groupe LAND'OR a augmenté ses revenus consolidés de 34,3% en passant de 190,1 MDT en 2022 à 255,4 MDT en 2023. Suite à une année 2022 tourmentée et marquée par un boom de l'inflation et des prix des matières premières, le Groupe a élaboré plusieurs stratégies telles que l'augmentation des prix de vente qui va partiellement compenser la hausse des charges en tenant évidemment compte des prix de la concurrence et de l'affaiblissement du pouvoir d'achat. Le Groupe s'efforce de donner tous les moyens nécessaires à l'activité Recherche et Développement afin de réduire les charges d'approvisionnement notamment par la substitution de certaines matières premières qui se raréfient et s'enchérissent et par une stratégie d'intégration verticale en amont permettant au Groupe de produire certaines de ses matières premières. Cette performance a été réalisée grâce à la forte montée des revenus à l'export et notamment sur le marché libyen qui a profité de la libération d'une certaine capacité de production en Tunisie suite au démarrage de la nouvelle usine marocaine. L'EBITDA 2023 du Groupe affiche 21,4 MDT contre 4,3 MDT en 2022 soit une marge d'EBITDA 2023 de 8,3% en hausse de 6,1 points par rapport à 2022. Le RNPG ressort ainsi bénéficiaire de 6,8 MDT contre un déficit de près de 10 MDT en 2022.

La société confirme ses bonnes performances sur le marché local en ce début d'année 2024 avec un chiffre d'affaires individuel en hausse de 13% par rapport au T1 2023 à 45,4 MDT. A l'export, les réalisations ont été négativement impactées par des difficultés liées à l'ouverture des crédits par les clients libyens et aux blocages répétitifs à la frontière des deux pays. Néanmoins le management reste positif et confiant sur les prévisions de 2024.

Côté ratios financiers, le Groupe affiche une bonne solidité avec une dette nette en baisse et un BFR en fort repli. Malgré une conjoncture morose, nous demeurons confiant quant à l'avenir de LAND'OR et ses capacités à trouver des solutions en période instable afin d'augmenter ses seuils de rentabilité. En 2024, le Groupe devrait dégager un RNPG de 11,7 MDT soit une progression de plus de 70% par rapport à 2023. La société offre une valeur d'entreprise alléchante représentant 5,9 fois ses bénéfices prévisionnels de 2024 et devrait renouer avec la distribution de dividende au titre de l'année en cours. Nous intégrons ainsi le titre LAND'OR dans notre portefeuille des valeurs recommandées pour le second semestre 2024.

## SFBT

SFBT		Code ISIN TN0001100254	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers							
					Perf.	semaine	depuis le 31/12/2023	un an glissant		2022	2023	2024p	2025p			
Marché:	Marché principal				Variation	-2,5%	18,4%	1,3%	BFR (en MDT)	119,0	287,0	342,3	399,1			
Secteur:	IND. AGRO-ALIMENTAIRES				+Haut	12,990DT	13,700DT	13,700DT	Dette nette (en MDT)	-440,7	-371,1	-336,1	-297,7			
Principaux actionnaires					+Bas	12,860DT	9,506DT	9,506DT	Gearing	-36,3%	-27,9%	-23,9%	-20,2%			
					<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	1 329,9	1 369,3	1 458,3	1 553,1			
GROUPE CASTEL		63,0%					VE/CA	2,3x	2,3x	2,2x	2,1x	EBITDA (en MDT)	406,5	418,8	450,5	473,6
PARTNER INVESTMENT SA		10,5%					VE/EBITDA	7,5x	7,4x	7,0x	6,8x	EBIT (en MDT)	307,2	322,0	355,6	380,7
Part. étrangère		63,6%					VE/EBIT	9,9x	9,7x	8,9x	8,4x	Résultat net (en MDT)	257,0	281,7	298,2	311,4
Fonds propres		900,4 MDT					P/E	13,4x	12,3x	11,6x	11,1x	BPA (en DT)	0,959	1,051	1,112	1,161
Nombre d'actions		268,1 Mi					Div Yield	5,7%	5,7%	5,9%	6,1%	DPA (en DT)	0,740	0,740	0,760	0,780
Valeur nominale		1,0 DT					P/B	4,2x	3,8x	3,6x	3,4x	Pay out	78,8%	78,3%	73,7%	69,9%
										ROE	22,5%	22,4%	22,6%	22,5%		

Leader des brevages en Tunisie, le Groupe appartenant majoritairement au Groupe Castel a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 1 369,3 MDT à fin 2023 contre 1 329,9 MDT en 2022 soit une progression de 3%. La SFBT a subi l'effet inflationniste mondiale qui a persisté tout le long de l'année 2023 et qui a mené à un enchérissement de 45% pour le malt, 14% pour les boîtes et 12% pour les concentrés pesant ainsi sur les charges d'approvisionnement du Groupe. A l'échelle nationale, la SFBT a dû faire face à d'autres défis notamment à des perturbations au niveau de la livraison du CO<sup>2</sup> qui s'est réglée en Septembre 2023 suite au redémarrage tardif du puits de CO<sup>2</sup> appartenant à l'ETAP, d'une inflation très élevée dont les conséquences se sont traduites par la baisse du pouvoir d'achat et d'une pénurie du sucre qui a persisté toute l'année 2023 et dont le prix est passé de 1,5 DT le kilo à 2,9 DT le kilo enregistrant une hausse de 93,3%. Malgré ces contraintes, le Groupe a de nouveau dégagé des bénéfices records avec un RNPG en hausse de 9,6% en passant de 257 MDT en 2022 à 281,7 MDT en 2023.

La baisse de certaines matières premières constatées depuis début 2024 et la saison estivale touristique qui s'annonce prometteuse permettront au Groupe de croître à nouveau ses bénéfices en 2024.

Dans le volet RSE, le Groupe maintient avec fermeté son engagement en faveur d'une éthique environnementale et sa contribution en faveur d'un développement durable avec l'accomplissement de plusieurs projets notamment dans la mise en œuvre d'une démarche ESG (Environnement, Social, Gouvernance), ainsi que la publication d'un reporting ESG pour les entreprises cotées.

Le Groupe devrait réaliser des revenus consolidés de plus de 1 450 MDT en 2024 avec un RNPG de près de 300 MDT. Bénéficiant d'une position de quasi-monopole sur les boissons gazeuses et alcoolisées, le Groupe présente des ratios de valorisation attrayants. Valeur de fond de portefeuille, la société a renoué avec les augmentations de capitaux par incorporation des réserves qui génèrent des actions gratuites pour les actionnaires. Nous avons toujours fait honneur à la SFBT dans la constitution de notre portefeuille.

## SAH

SAH		Code ISIN TN0007610017	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers							
					Perf.	semaine	depuis le 31/12/2023	un an glissant		2022	2023	2024p	2025p			
Marché:	Marché principal				Variation	0,9%	10,4%	-4,8%	BFR (en MDT)	362,4	407,2	421,3	422,7			
Secteur:	BIENS DE CONSOMMATION				+Haut	8,830DT	8,830DT	9,401DT	Dette nette (en MDT)	397,5	486,6	469,9	452,2			
Principaux actionnaires					+Bas	8,600DT	7,700DT	7,700DT	Gearing	100,6%	122,0%	108,7%	98,5%			
					<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	868,8	895,3	1 092,2	1 256,0			
JM HOLDING		64,7%					VE/CA	1,4x	1,5x	1,2x	1,0x	EBITDA (en MDT)	134,9	141,6	184,7	204,0
EKUITY CAPITAL		7,3%					VE/EBITDA	9,0x	9,2x	7,0x	6,3x	EBIT (en MDT)	81,6	88,7	121,2	134,1
Part. étrangère		3,0%					VE/EBIT	14,9x	14,7x	10,6x	9,5x	Résultat net (en MDT)	35,3	35,7	55,4	66,3
Fonds propres		298,0 MDT					P/E	21,0x	20,8x	13,4x	11,2x	BPA (en DT)	0,420	0,424	0,659	0,789
Nombre d'actions		84,0 Mi					Div Yield	3,7%	4,0%	4,5%	5,1%	DPA (en DT)	0,330	0,350	0,400	0,450
Valeur nominale		1,0 DT					P/B	2,5x	2,5x	2,4x	2,2x	Pay out	88,6%	95,8%	75,4%	70,9%
										ROE	11,3%	11,2%	16,0%	18,1%		

En 2023, le Groupe SAH commence à concrétiser les bénéfices de plusieurs années d'investissement en réalisant un chiffre d'affaires consolidé en hausse de 3% par rapport à 2022 à 895,3 MDT. Parallèlement, les coûts directs ont augmenté de 1,5% à 557,1 MDT permettant au Groupe d'améliorer son taux de marge brute de 56 points de base à 38,2%. Malgré la baisse de 10,5% des revenus de la filiale Azur Papier expliquée par la régression mondiale du prix de la ouate de cellulose et la stagnation du chiffre d'affaires d'Azur Détergent, le Groupe a pu accroître sa capacité bénéficiaire grâce notamment à la bonne performance commerciale des filiales libyenne, algérienne et sénégalaise qui augmentent respectivement leurs revenus de 36%, 26% et 46% à 21,1 MDT, 67,3 MDT et 24,6 MDT. Faisant preuve d'une bonne maîtrise des charges, le Groupe a dégagé un EBITDA de 141,6 MDT représentant une marge d'EBITDA de 15,7% contre 15,3% une année auparavant. Confrontée à une rude concurrence, à la baisse du pouvoir d'achat résultant d'une inflation toujours galopante, à la hausse du prix de l'énergie et des éventuelles fluctuations défavorables des matières premières, la société a néanmoins pu légèrement augmenter son RNPG qui clôture l'année 2023 à 35,7 MDT.

La rentabilité espérée des investissements réalisés est en train de se confirmer et nous laisse entrevoir l'année 2024 de très bonne augure. En effet, l'entrée en production des nouvelles filiales AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE et AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES dont les produits sont déjà disponibles en magasin vont propulser les performances commerciales du Groupe. Le développement de la filiale des cosmétiques constituera un axe de développement majeur dans le futur Groupe dont la filiale affiche déjà 375 références de produits et qui pourra profiter des synergies du Groupe tels que la notoriété de la marque Lilas, le savoir-faire industriel et l'un des plus forts réseaux de distribution du pays.

Présent industriellement dans 5 pays africains, le Groupe est toujours en quête de nouveaux marchés notamment au Moyen-Orient et en Afrique subsaharienne afin de consolider sa présence à l'échelle internationale. Le Groupe SAH présente à la fois un caractère résilient avec son profil défensif et un fort potentiel de croissance. Leader dans les produits hygiéniques à l'échelle nationale, le Groupe SAH consolide sa présence à l'échelle internationale. Dans le cadre de sa politique RSE, le groupe SAH s'engage à réduire son empreinte environnementale en menant plusieurs actions telles que la construction de stations de traitement des eaux usées dans les sites de production, la collecte et transformation du plastique, la mise en place d'un système de cogénération pour récupérer la chaleur résiduelle de l'électricité existante ce qui permet de réduire jusqu'à 35% les pertes d'énergie et de baisser les émissions de CO<sub>2</sub> ... Détentrice d'un potentiel de croissance très prometteur, nous recommandons fortement nos investisseurs à acquérir le titre SAH.

SAM

ATELIER MEUBLE INT		Code ISIN TN0007740012	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>BIENS DE CONSOMMATION</b>					Perf.	semaine	depuis le 31/12/2023	un an glissant	BFR (en MDT)	2022	2023	2024p	2025p	
Principaux actionnaires					Variation	5,3%	38,9%	56,9%	Dette nette (en MDT)	1,2	1,1	1,0	0,9	
Ben SLIMANE Hatem 19,7%		Cours du 28/06/2024 <b>6,110 DT</b>		Capitalisation boursière 34,0 MDT Vol. des transactions hebdo 156,3 MDT	+Haut	6,120DT	6,120DT	6,120DT	Gearing	8,4%	6,7%	6,1%	5,1%	
Ben SLIMANE Jouda 15,7%					+Bas	5,900DT	4,380DT	3,630DT	CA (en MDT)	28,5	28,7	31,3	34,1	
Part. étrangère 0,2%		Acheter			Ratios				EBITDA (en MDT)	5,2	5,3	5,6	6,7	
Fonds propres 15,8 MDT					VE/CA	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	EBIT (en MDT)	4,4	4,7	4,9	5,9
Nombre d'actions 5,6 Mi					VE/EBITDA	6,8x	6,5x	6,2x	5,2x	Résultat net (en MDT)	3,3	3,8	4,1	5,0
Valeur nominale 1,0 DT					VE/EBIT	8,0x	7,4x	7,1x	5,8x	BPA (en DT)	0,597	0,681	0,735	0,894
					P/E	10,2x	9,0x	8,3x	6,8x	DPA (en DT)	0,400	0,500	0,520	0,540
					Div Yield	6,5%	8,2%	8,5%	8,8%	Pay out	74,8%	63,3%	65,7%	61,3%
					P/B	2,5x	2,1x	2,0x	1,9x	ROE	23,1%	23,7%	24,4%	28,0%

Fondée en 1983, la société ATELIER du MEUBLE INTERIEURS est le leader national dans la conception, la fabrication et la commercialisation de meubles de bureau avec une part de marché de 24% à fin 2023. La société a 3 filiales et possède une participation de 35,4% dans la société INTERIEURS COTE D'IVOIRE. Dans un marché concurrentiel et touché par les produits contrefaits, le Groupe MEUBLE INTERIEURS a stabilisé ses revenus en 2023 clôturant l'année à 28,7 MDT. La marge brute consolidée a progressé de 7,1% en passant de 11,8 MDT en 2022 à 12,6 MDT en 2023 faisant passer le taux de marge brute de 41,3% en 2022 à 44% en 2023. Profitant d'une baisse des charges financières, le Groupe a dégagé un RNPG de 3,8 MDT en 2023 contre 3,3 MDT en 2022 soit une hausse de 14,1%.

La qualité, la fonctionnalité et l'ergonomie de l'ensemble de ses produits ont fortement contribué à faire la notoriété de cette entreprise qui dispose d'une grande expertise et d'un savoir-faire bien rodé après des décennies d'expérience. Bénéficiant d'une grande confiance de la part du marché tunisien, la société compte parmi ses clients de grandes institutions tels que La Poste, la BIAT, la STAR, la BNA..

Le Groupe souhaite renforcer sa présence en Côte d'Ivoire et compte augmenter le chiffre d'affaires de sa filiale ivoirienne de 20% en 2024. Le Groupe est constamment à la recherche de nouveaux marchés notamment à l'export avec des prospections de pays tels que le Benin, la RDC et le Kenya.

Durant le 1er semestre 2024, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 6,8 MDT contre 6,2 MDT soit une croissance de 11% par rapport au 1er trimestre 2023 confirmant ainsi ses bonnes performances commerciales. Au titre de l'année 2023, la société a distribué un dividende de 0,500 DT ce qui correspond à un rendement de 8,2%. La valeur d'entreprise représente uniquement 6,2 fois son EBITDA estimé 2024 et un PER estimé à 8,3 fois ses bénéfices de 2024.

SOTUVER

SOTUVER		Code ISIN TN0006560015	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>INDUSTRIES</b>					Perf.	semaine	depuis le 31/12/2023	un an glissant	BFR (en MDT)	2022	2023	2024p	2025p	
Principaux actionnaires					Variation	2,3%	7,7%	6,1%	Dette nette (en MDT)	111,3	196,2	183,2	166,5	
Compagnie Financière d'Investissx 65,3%		Cours du 28/06/2024 <b>12,920 DT</b>		Capitalisation boursière 507,2 MDT Vol. des transactions hebdo 749,0 MDT	+Haut	12,920DT	13,140DT	13,140DT	Gearing	68,5%	99,3%	82,4%	68,4%	
LLOYD TUNISIEN 8,3%					+Bas	12,600DT	11,500DT	11,080DT	CA (en MDT)	156,2	262,4	314,8	377,8	
Part. étrangère 0,1%		Acheter			Ratios				EBITDA (en MDT)	49,9	114,8	130,6	146,3	
Fonds propres 128,6 MDT					VE/CA	4,3x	2,9x	2,4x	2,0x	EBIT (en MDT)	37,7	86,2	100,5	114,8
Nombre d'actions 39,3 Mi					VE/EBITDA	13,5x	6,7x	5,8x	5,1x	Résultat net (en MDT)	29,9	46,6	57,5	67,4
Valeur nominale 1,0 DT					VE/EBIT	17,9x	8,9x	7,5x	6,5x	BPA (en DT)	0,762	1,188	1,464	1,717
					P/E	17,0x	10,9x	8,8x	7,5x	DPA (en DT)	0,550	0,550	0,700	0,800
					Div Yield	4,3%	4,3%	5,4%	6,2%	Pay out	59,2%	61,7%	64,2%	65,6%
					P/B	4,7x	3,9x	3,4x	3,0x	ROE	29,3%	35,8%	37,9%	39,8%

Acteur majeur de l'industrie de la verrerie dans le bassin méditerranéen, la SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires en hausse de 6% par rapport à 2022 à 169,7 MDT malgré les contraintes à l'échelle internationale avec un climat géopolitique défavorable marqué par un repli de la consommation en Europe et à l'échelle nationale avec des conditions climatiques difficiles qui ont impacté les producteurs de vins dont la demande a fortement chuté en 2023. Comme à l'accoutumée, la SOTUVER a su faire face à ces challenges en adoptant une stratégie de diversification par la création de nouveaux produits d'une part et d'expansion par la prise de nouveaux marchés à l'export d'autre part ce qui lui a permis d'augmenter son chiffre d'affaires export de 23% en 2023 pour atteindre 117,9 MDT. La SOTUVER compense ainsi le repli du chiffre d'affaires local et renforce par ailleurs son statut de société majoritairement exportatrice avec une part de 73% dans les revenus de la société.

Le Groupe SOTUVER a clôturé l'année 2023 avec un chiffre d'affaires consolidé de 262,4 MDT contre 156,2 MDT en 2022 soit une progression de 68% due à l'impact de l'entrée en production de la nouvelle usine totalement exportatrice SOTUVER GLASS INDUSTRIE en janvier 2023 et qui a permis au Groupe de doubler sa capacité de production. Profitant d'une part de la synergie entre la SOTUVER et sa nouvelle filiale SGI avec notamment l'optimisation de la gestion des ressources humaines, de la consommation d'énergie, de planification industrielle et montrant d'autre part une bonne gestion dans ses approvisionnements en matières premières, le Groupe a dégagé une marge brute de 163 MDT en 2023 contre 78 MDT en 2022 réalisant ainsi une croissance de 109% et faisant passer le taux de marge brute de 49,9% en 2022 à 63 MDT en 2023. Le Groupe a réalisé un EBITDA de 114,8 MDT en 2023 contre 49,9 MDT en 2022 soit une hausse de 130%. Le taux de marge d'EBITDA est passé à 42,9% en 2023 contre 31,1% en 2022. Le Groupe a ainsi réalisé un RNPG record de 46,6 MDT en 2023 contre 29,9 MDT en 2022 soit une progression de 56%.

En ce début 2024, les revenus de la SOTUVER ont été impactés par le mois de ramadan qui fait baisser les commandes des producteurs de bières et notamment de la SFBT et par l'arrêt du 2ème four pour réingénierie industrielle nécessaire après 20 ans d'exploitation et dont le chantier a duré 70 jours. Le management assure que cette baisse planifiée sera rattrapée durant le reste de l'année 2024.

Pour le volet énergétique, le Groupe envisage de s'orienter vers un système de trigénération qui par la combinaison de chaleur, d'électricité et de froid pourrait lui conférer un rendement de 83%. Respectueux de la RSE, le Groupe s'engage à minimiser son empreinte carbone afin d'éliminer d'éventuelles taxes à l'entrée de l'Europe à partir de 2026.

Affichant des fondamentaux solides, des ratios boursiers alléchants et une ambitieuse stratégie de développement, la SOTUVER montre qu'elle est solidement positionnée pour surmonter les défis actuels, renforcer sa position et s'assurer d'un avenir prometteur.

## TPR

Code ISIN TN000720010		Cours		Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
		Cours		Perf.	semaine	depuis le 31/12/2023	un an glissant	2022	2023	2024p	2025p		
Marché: <b>Marché principal</b>				Variation	-0,9%	16,7%	18,3%	BFR (en MDT)	124,8	114,6	115,3	118,4	
Secteur: <b>MATERIAUX DE CONSTRUCTION</b>		Capitalisation boursière <b>270,0 MDT</b>		+Haut	5,400DT	5,500DT	5,500DT	Dettes nette (en MDT)	24,3	-19,6	-33,5	-45,0	
Principaux actionnaires		Vol. des transactions hebdo. <b>261,4 MDT</b>		+Bas	5,250DT	4,250DT	4,250DT	Gearing	15,1%	-10,1%	-15,8%	-19,1%	
CFI	37,3%			<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	284,8	288,0	309,6	332,8	
BAYAHI Yahia	12,2%			VE/CA	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x	EBITDA (en MDT)	49,5	61,5	66,8	71,3
Part. étrangère	0,1%			VE/EBITDA	6,2x	4,2x	3,7x	3,3x	EBIT (en MDT)	42,3	50,2	54,8	58,4
Fonds propres	166,1 MDT			VE/EBIT	7,2x	5,2x	4,5x	4,0x	Résultat net (en MDT)	29,0	41,3	43,6	47,7
Nombre d'actions	50,0 Mi			P/E	9,3x	6,5x	6,2x	5,7x	BPA (en DT)	0,579	0,827	0,872	0,954
Valeur nominale	1,0 DT			Div Yield	6,5%	7,4%	8,3%	9,3%	DPA (en DT)	0,350	0,400	0,450	0,500
				P/B	1,7x	1,6x	1,5x	1,4x	Pay out	76,5%	67,5%	67,7%	68,8%
				ROE	19,5%	22,9%	21,9%	21,5%					

Détenant une part de marché de près de 60%, le Groupe TPR a réalisé un chiffre d'affaires de 288 MDT en 2023. La baisse du cours moyen du LME en 2023 a permis à TPR de réduire ses coûts directs qui passent de 195,1 MDT en 2022 à 184,4 MDT en 2023. La marge brute est ainsi passée de 89,8 MDT en 2022 à 103,9 MDT en 2023 faisant passer son taux de marge brute de 31,5% à 36% du chiffre d'affaires. L'EBITDA est passé de 49,5 MDT en 2022 à 61,5 MDT en 2023 réalisant une augmentation de 24,1% et portant le taux de marge d'EBITDA de 17% en 2022 à 21% en 2023. Le Groupe TPR a clôturé l'année 2023 avec un RNPG de 41,3 MDT contre 29 MDT en 2022 soit une progression de 42,7%.

TPR dispose d'une fonderie qui lui permet de récupérer et de recycler les déchets d'aluminium et dont les produits attirent de plus en plus d'industriels conscients du changement climatique. Dans l'objectif de s'orienter vers une économie verte par la réduction de leurs empreintes carbonées, les clients étrangers optent davantage pour un profilé émanant d'une matière première recyclée.

Appuyée par un support technique important notamment en termes de Recherche et Développement de la part de la maison mère tunisienne, la filiale algérienne PROFAL MAGHREB ne cesse d'augmenter ses parts de marché. La société a su se distinguer parmi ses concurrents algériens par la haute qualité de ses produits lui permettant d'agrandir sa notoriété. Le chiffre d'affaires 2023 a atteint 59,9 MDT contre 42,4 MDT en 2022 soit une progression de 41%. Les bénéfices de la filiale algérienne ont atteint 13 MDT en 2023 contre 7,2 MDT en 2022. Le Groupe va accroître sa capacité de production par la mise en exploitation des filiales TPR COLOR et TPR ANODAL spécialisées dans le traitement de surface de Profiles en Aluminium. L'usine de Mégrine deviendra spécialisée dans l'extrusion du profilé d'aluminium.

Le bilan du groupe TPR témoigne robustesse des fondamentaux avec une dette nette qui passe de 24,3 MDT à -19,6 MDT offrant ainsi un gearing négatif de 10,1% à fin 2023. Le BFR a baissé de plus de 10 MDT à fin 2023 à 114,6 MDT représentant 39,8% du chiffre d'affaires. Le groupe dispose de plusieurs atouts de croissance : une forte présence dans le Maghreb et en Europe, une grande notoriété de la marque aux niveaux national et régional, une maîtrise de la qualité des produits et une structure financière saine. Le titre affiche des ratios alléchants avec un P/E de 6,2 fois ses bénéfices prévisionnels 2024 et une valeur d'entreprise d'uniquement 3,7 fois son EBITDA prévisionnel pour 2024 contre 7 fois pour l'échantillon des sociétés comparables. Nous garderons le titre TPR dans notre portefeuille des valeurs recommandées pour l'année 2024.

## UNIMED

Code ISIN TN000720014		Cours		Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
		Cours		Perf.	semaine	depuis le 31/12/2023	un an glissant	2022	2023	2024p	2025p		
Marché: <b>Marché principal</b>				Variation	3,2%	-9,8%	-8,6%	BFR (en MDT)	71,2	63,1	74,0	78,3	
Secteur: <b>IND. PHARMACEUTIQUES</b>		Capitalisation boursière <b>216,0 MDT</b>		+Haut	6,750DT	7,550DT	8,050DT	Dettes nette (en MDT)	51,0	47,6	41,0	38,6	
Principaux actionnaires		Vol. des transactions hebdo. <b>398,5 MDT</b>		+Bas	6,400DT	6,180DT	6,180DT	Gearing	49,1%	50,5%	37,2%	33,5%	
PREMIUM HOLDING SA	40,8%			<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	96,4	136,0	155,0	170,5	
CHARFEDDINE Ridha	29,3%			VE/CA	2,8x	1,9x	1,7x	1,5x	EBITDA (en MDT)	24,5	44,7	44,3	49,3
Part. étrangère	0,0%			VE/EBITDA	10,9x	5,8x	5,8x	5,2x	EBIT (en MDT)	13,4	28,8	27,1	30,8
Fonds propres	94,3 MDT			VE/EBIT	19,9x	8,9x	9,5x	8,3x	Résultat net (en MDT)	7,8	5,5	15,9	17,9
Nombre d'actions	32,0 Mi			P/E	27,6x	38,9x	13,6x	12,0x	BPA (en DT)	0,245	0,173	0,496	0,560
Valeur nominale	1,0 DT			Div Yield	6,9%	-	5,2%	5,9%	DPA (en DT)	0,468	0,000	0,350	0,400
				P/B	2,1x	2,3x	2,2x	2,1x	Pay out	191,6%	0,0%	70,5%	71,4%
				ROE	7,6%	5,9%	14,4%	15,6%					

Créée en 1989, UNIMED figure parmi les pionniers des industries pharmaceutiques tunisiennes. Depuis ses débuts, la société s'est positionnée sur le marché des produits stériles dont les perfusions, les produits injectables et les collyres. Sa part de marché sur ses produits s'élève aujourd'hui à 27%. A fin 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 136 MDT contre 96,4 MDT en 2022 soit une progression de 41,1%. La diversification et l'optimisation des mix-produits additionnée à une bonne maîtrise des charges d'exploitation et sa capacité à développer son portefeuille d'AMM ont permis à UNIMED d'agrandir ses marges et notamment sa marge brute qui a augmenté de près de 50% en passant de 51,7 MDT en 2022 à 76,6 MDT en 2023 représentant un taux de marge brute de 56,3%. L'EBITDA atteint un niveau record en clôturant l'année 2023 à 44,7 MDT contre 24,5 MDT en 2022 soit une hausse de 82,4%. La marge d'EBITDA est ainsi passée de 25,4% en 2022 à 32,8% en 2023. Par ailleurs, la rentabilité de la société s'est vue lourdement sanctionnée par des pénalités de retards et douanières qui se sont élevées à 11,2 MDT. La société a ainsi dégagé des bénéfices en repli à 5,5 MDT contre 7,8 MDT en 2022. Si l'on retire cet élément exceptionnel relatif aux pénalités, la société aurait dégagé un résultat net de plus de 16 MDT en 2023.

La société UNIMED s'est vu attribuée le statut de Groupe à partir de l'année 2023 suite à la création de la société NIPPOMED en Joint-Venture avec la société japonaise GCUBE. Cette nouvelle unité de production est spécialisée dans les tests de diagnostics rapides et proposera à la vente des kits de test COVID-19, des kits de test de grossesse, des kits de diagnostics d'allergies et de maladies tumorales. Les kits de test rapide de grossesse seront mis en vente à partir du mois d'août. Toujours dans la mise en œuvre de sa stratégie d'internationalisation, le conseil d'administration du 28/09/2023 a autorisé la création d'une filiale industrielle installée à OMAN (UNIMED OMAN) et spécialisée dans le conditionnement des produits semi-finis qui seront vendus sur le marché des pays du golfe. La filiale permettrait une meilleure pénétration des produits d'UNIMED sur les marchés cibles et contribuera à accroître la rentabilité du Groupe dont le résultat net 2024 devrait atteindre les 16 MDT en 2024.

Son niveau de valorisation actuel, ses fondamentaux solides, sa stratégie expansionniste et d'internationalisation, son secteur d'activité défensif et la reprise des relations commerciales avec la PCT nous poussent à encourager l'acquisition du titre UNIMED.

Banques	
AMEN BANK	Acheter
ATB	Acheter
ATTIJARI BANK	Acheter
BH	Consolider
BIAT	Acheter
BNA	Consolider
BT	Acheter
BTE	Alléger
STB	Conserver
UBCI	Consolider
UIB	Consolider
WIFACK	Conserver

Leasing	
ATL	Acheter
ATTIJARI LEASING	Consolider
BEST LEASE	Conserver
BH LEASING	Alléger
CIL	Acheter
HANNIBAL LEASE	Conserver
TUNISIE LEASING	Acheter

Assurances	
ASSURANCE MAGHREBIA	Acheter
ASSURANCE MAGHREBIA Vie	Acheter
ASTREE	Consolider
BH ASSURANCE	Consolider
STAR	Consolider
TUNIS RE	Consolider

Stés d'investissements	
PLAC. TSIE-SICAF	Conserver
SPDIT - SICAF	Acheter
TUNINVEST-SICAR	Consolider

Distribution Générale	
MAGASIN GENERAL	Conserver
MONOPRIX	Conserver

Distribution Automobile	
ARTES	Consolider
CITY CARS	Consolider
ENNAKL AUTOMOBILES	Consolider
STA	Conserver
UADH	Vendre

Agro-Alimentaire	
DELICE H	Acheter
LAND'OR	Acheter
SFBT	Acheter

Pharmaceutique	
SIPHAT	Alléger
UNIMED	Acheter

Matériaux de construction	
CARTHAGE CEMENT	Acheter
CIMENTS DE BIZERTE	Conserver
MPBS	Consolider
SANIMED	Alléger
SIAME	Consolider
SOMOCER	Alléger
SOTEMAIL	Alléger
TPR	Acheter

Biens de consommation	
ASSAD	Alléger
ATELIER MEUBLE	Acheter
ELECTROSTAR	Vendre
EURO-CYCLES	Acheter
GIF-FILTER	Vendre
New Body Line	Acheter
OFFPLAST	Conserver
PGH	Acheter
SAH	Acheter
STIP	Conserver

Industries	
AIR LIQUIDE TUNISIE	Consolider
ALKIMIA	Conserver
ICF	Acheter
OTH	Acheter
SOTIPAPIER	Conserver
SOTUVER	Acheter

Struct. Et T.P.	
SOTETEL	Consolider
TGH	Vendre

Divers	
AETECH	Alléger
CELLCOM	Conserver
MIP	Vendre
SMART	Acheter
SOTRAPIL	Acheter
SOTUMAG	Consolider
TELNET HOLDING	Consolider
TUNISAIR	Conserver

Immobilier	
ESSOUKNA	Conserver
SIMPAR	Conserver
SITS	Conserver

## INDICATEURS FINANCIERS

BPA	Le Bénéfice par action est le bénéfice divisé par le nombre des actions émises.
BFR	Le besoin en fonds de roulement (BFR) désigne le besoin en trésorerie rendu nécessaire du fait de l'activité d'une entreprise.
CA	Le chiffre d'affaires représente le total des ventes de biens ou de services facturées sur un exercice.
Coef. d'Exp.	Le coefficient d'exploitation est le rapport entre les charges d'exploitations (frais de personnel, dotations aux amortissements et frais généraux) et le produit net bancaire (PNB).
DPA	Le dividende par action.
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes est le résultat avant intérêts et impôts (Résultat d'exploitation).
EBITDA	Earnings Before Interest and Taxes Dépréciation and Amortization est le résultat avant intérêts, impôts, provisions et amortissements (Ecart brut d'exploitation).
GEARING	Le Gearing (le levier financier) désigne le ratio d'endettement d'une société. C'est le rapport entre les capitaux propres et l'endettement net.
Pay Out	Le Pay Out ratio est le taux de distribution des bénéfices. Il est calculé en divisant le montant des dividendes distribués par ses bénéfices nets.
PNB	Le produit net bancaire désigne la valeur ajoutée créée par l'activité de la banque.
ROE	Le Return On Equity est le rapport entre le résultat net et les fonds propres.
VE	La valeur d'une entreprise est la somme de sa capitalisation boursière, de sa dette financière nette et des intérêts minoritaires.

## RATIOS BOURSIERS

Div Yield	Le Dividend yield (le rendement en dividende) est le dividende par action rapporté au prix de l'action, exprimé en pourcentage.
P/E	Le Price Earning Ratio (PER, ou P/E) est le cours de l'action rapporté à son bénéfice par action, exprimé en nombre de fois (x).
P/B	Le Price to Book Ratio (PBR, ou P/B) est le cours de l'action rapporté aux capitaux propres par action, exprimé en nombre de fois (x).
VE/CA	Le ratio de valorisation est le rapport entre la valeur d'entreprise et le chiffre d'affaires, exprimé en nombre de fois (x).
VE/EBITDA	Le ratio de valorisation (VE/EBITDA) est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBITDA, exprimé en nombre de fois (x).
VE/EBIT	Le ratio de valorisation (VE/EBIT) est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBIT, exprimé en nombre de fois (x).

# AFC

المستشارون الماليون العرب  
Intermédiaire en Bourse  
**GROUPE ATB**

Mehdi Dhifallah Directeur Général  
Jihen Ellouze Khlif Responsable Corporate Finance  
Boubaker Rekik Responsable Equity Research

**AFC – Arab Financial Consultants – Groupe ATB**

📍 Siège social & Agence du Lac "Carré de l'Or"  
Les Jardins du Lac II - 1053 Tunis

☎ (+216) 70 020 260 - 📠 (+216) 71 193 523

✉ [afc@afc.fin.tn](mailto:afc@afc.fin.tn)  
🌐 [www.afc.com.tn](http://www.afc.com.tn)

*Important : Les informations et les données contenues dans le présent document sont la propriété de l'AFC. Ce document ne peut pas être copié ou distribué sans son autorisation expresse. Les données ne sont pas garanties comme étant exactes, complètes ou à jour. AFC n'est pas responsable de tout dommage ou perte découlant de l'utilisation de ce document et des renseignements qui y sont contenues.*