

Département Études et Recherches

REVUE DE RECHERCHES

www.tunisievaleurs.com
recherche@tunisievaleurs.com

Tunisie Valeurs
LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

Intermédiaire en Bourse - Gestionnaire d'actifs - Ingénierie financière - Spécialiste en Valeurs du Trésor

DÉPARTEMENT ETUDES & RECHERCHES
(216) 71 189 600

Lilia Kamoun Turki - lilia.kamoun@tunisievaleurs.com
Hamza Ben Taarit - hamza.bentaarit@tunisievaleurs.com
Imen Yahia - imen.yahia@tunisievaleurs.com

Sommaire

■ Conjoncture économique : Une récession généralisée d'une ampleur sans précédent	2
■ Rétrospective boursière de 2020 : COVID-19: un «séisme financier» inédit	6
■ Secteur bancaire : Le secteur bancaire coté à l'épreuve de la COVID-19	15
■ Secteur du leasing : Le secteur du leasing au prisme de nouveaux défis	35
■ Secteur de la concession automobile : Une résilience appréciable malgré la conjoncture économique délicate	45
■ SFBT : La force tranquille	52
■ Délice Holding : L'heure est à l'écémage	57
■ SAH Lilas : Des stratégies gagnantes pour une croissance pérenne	62
■ Stockguide	69
■ Lexique	72



Rédigé le 18/09/2020

Conjoncture économique

Une récession généralisée d'une ampleur sans précédent

Points clés

- La crise sanitaire de la COVID-19 s'est rapidement transformée en une crise économique sans précédent. Le FMI a révisé, deux fois à la baisse, depuis le début de l'année, ses estimations de croissance mondiale. Selon le Fonds, le PIB mondial devrait se rétracter de -4,9% en 2020, contre -3% estimé en Avril 2020. La reprise devrait être encore plus lente que prévue.
- Les retombées économiques de la crise sanitaire en Tunisie ont été ravageuses. Les indicateurs économiques à fin Août, qui tiennent compte d'environ 3 mois de confinement, font état de pressions inédites sur les échanges extérieurs du pays comme le témoigne le fléchissement des importations et des exportations, la contraction historique du PIB (estimée à 6,5% en 2020 selon la BCT), l'aggravation des déséquilibres budgétaires déjà marqués et la flambée de l'endettement public. En contre partie, nous notons une atténuation graduelle de l'inflation portant la marque de la baisse des prix de l'énergie.
- Pour surmonter le naufrage économique auquel le pays fait face, un plan de protection sociale et de relance des entreprises s'impose, à condition qu'il mobilise les fonds nécessaires. Ce plan doit s'accompagner d'une politique monétaire plus accommodante, de réformes structurelles favorisant l'amélioration de la compétitivité économique du pays et permettant de booster l'investissement.

I- Conjoncture économique internationale

Faisant des ravages en termes de santé et d'emploi, la pandémie COVID-19 a causé une récession mondiale sans précédent. Les mesures de confinement imposées par la plupart des gouvernements ont eu un impact beaucoup plus prononcé que prévu au cours du premier semestre 2020 et la reprise devrait être encore plus lente qu'attendu.

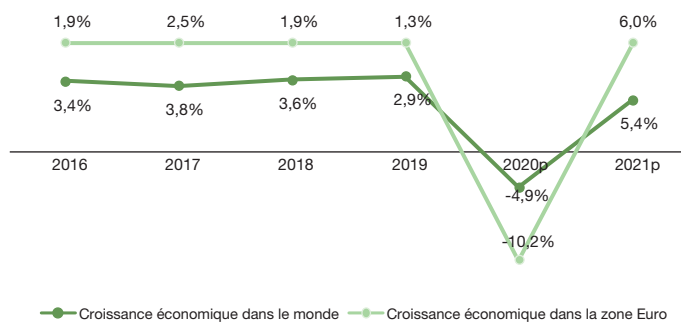
L'avènement de la pandémie COVID-19 a poussé le FMI à réviser, deux fois à la baisse, depuis le début de l'année, ses estimations de croissance mondiale. Selon le Fonds, la récession mondiale devait s'établir à -4,9% à fin 2020, contre -3% estimé en Avril 2020. La reprise en 2021, estimée à 5,4%, est très incertaine selon le Fonds monétaire et reste corrélée à plusieurs hypothèses liées notamment aux séquelles plus importantes, en termes d'offre, de la baisse plus marquée que prévu de l'activité pendant la période de confinement, à la persistance des pratiques de distanciation physique au cours du second

semestre 2020 et à une éventuelle prolongation du confinement.

Les retombées des mesures de confinement ont été lourdes pour toutes les économies. Elles ont été particulièrement désastreuses en Europe, où le confinement a été strict et long.

Il s'agit d'une récession d'une ampleur inédite, bien pire que celle des années 1930 ou de celle enregistrée lors de la crise financière mondiale en 2008-2009. Selon les estimations du Fonds monétaire, la décroissance en 2020 serait de l'ordre de -8% pour les économies avancées à l'instar des Etats-Unis (-8%), de la zone Euro et du Royaume Uni (-10,2%). La France, le premier partenaire commercial de la Tunisie, devrait connaître une récession de -12,5%. Les pays émergents et en voie de développement devraient connaître une décroissance de seulement -3%. La croissance chinoise, quant à elle, subirait une forte décélération en 2020 évoluant de 1% après une croissance de 6,9% en 2019.

Croissance économique dans le monde et dans la zone Euro



Sources: FMI.

II- Conjoncture économique en Tunisie

Les indicateurs économiques à fin Août 2020, qui tiennent compte d'environ 3 mois de confinement, font état d'un fléchissement des importations et des exportations, d'un élargissement du déficit budgétaire, de la flambée de l'endettement public, mais également d'une atténuation graduelle de l'inflation et de la hausse des réserves en devises suite à l'encaissement du dernier

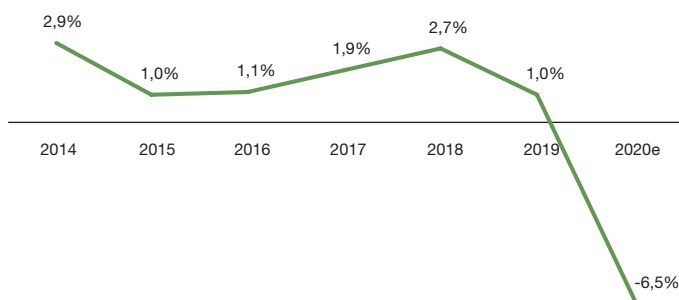
crédit accordé par le FMI. Le Gouvernement tunisien s'attend à une contraction de 6,5% du PIB tunisien en 2020.

1) Une récession d'une ampleur sans précédent

Les autorités monétaires tablent sur un rétrécissement du PIB de 6,5% en 2020, une récession encore plus prononcée qu'attendu.

Durant le deuxième trimestre 2020, le PIB tunisien a connu une chute

Evolution du PIB en Tunisie



Sources: BCT.

vertigineuse jamais observée de -21,6%. Il s'agirait de la plus forte récession qu'ait connue la Tunisie depuis son indépendance en 1956. Elle pourrait être encore plus prononcée selon l'évolution mondiale et nationale de l'épidémie de la COVID-19, notamment qu'une deuxième vague menace bel et bien la Tunisie ainsi que ses partenaires commerciaux.

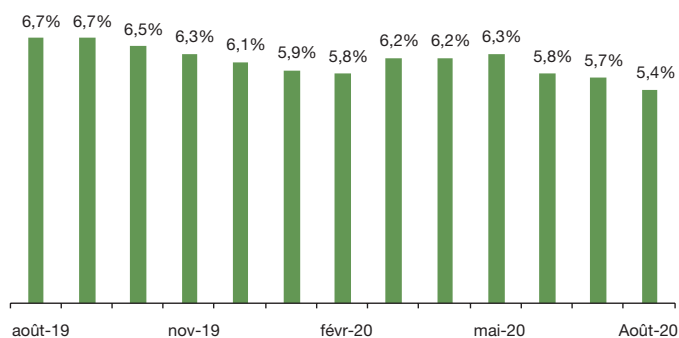
2) Une atténuation graduelle de l'inflation

Le taux d'inflation au mois d'Août s'est établi à 5,4% contre 6,5% une année auparavant, et ce, après le rebond « conjoncturel » enregistré

au cours des mois de Mars, Avril et Mai (au voisinage de 6,3%), en relation avec les mesures de confinement décrétées pour endiguer la propagation de la pandémie de la COVID-19 et des perturbations dans les circuits de distribution.

Cette atténuation graduelle de l'inflation porte la marque de la baisse des prix de l'énergie. Une baisse qui résulte d'un ralentissement du rythme d'augmentation des prix de l'alimentation (3,9% contre 4,3% en juin) et des boissons alcoolisées et tabac (17,5% contre 27,5%).

Evolution de l'inflation



Sources: BCT.

3) Le raz-de-marée de la COVID-19 sur la balance commerciale

Les restrictions imposées à la circulation des biens et des services visant à limiter la propagation du virus, ont pesé lourd sur les échanges extérieurs de la Tunisie. Durant le mois d'Août 2020, le déficit commercial s'est établi à 1646MDt, contre un déficit de 964,3MDt le mois précédent.

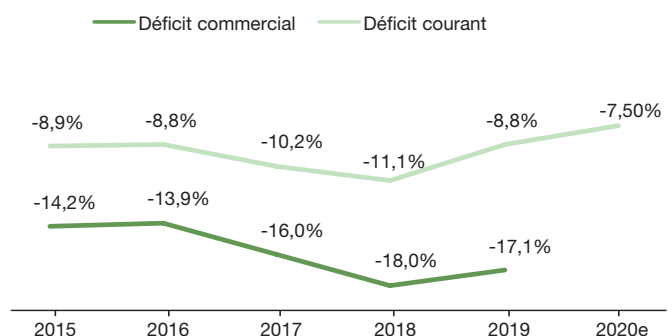
A la fin du premier semestre de 2020, le déficit courant cumulé s'est rétréci pour s'établir à 4525MDt, soit 4% du PIB contre 5,6% pour la même période de l'année dernière et ce en dépit de la chute drastique des recettes touristiques (-43% en glissement annuel).

Cet apaisement a été favorisé principalement par la réduction du déficit commercial comparé à la même période en 2019 et par l'amélioration des flux de revenus du travail (+26% en glissement annuel). Sur l'année pleine, le FMI estime le déficit courant de la Tunisie à 7,5% du PIB, en amélioration par rapport à 2019.

4) Les réserves de change se consolident

Les entrées nettes de capitaux extérieurs provenant notamment des dons et des levées de dettes en devises pour faire face à l'épidémie de la COVID-19 ont pu renflouer les avoirs nets en devises qui ont effleuré 7,5 milliards de dollars américains ou 135 jours d'importation au 23 juillet 2020 contre 7 milliards de dollars et 111 jours fin 2019.

Evolution du déficit commercial et du déficit courant (%PIB)



Sources: INS, FMI.

5) L'élargissement du déficit budgétaire et la flambée de l'endettement public

Incontestablement, la pandémie a aggravé les déséquilibres budgétaires déjà marqués de la Tunisie et a fait naître des besoins urgents de financement. Selon le ministère des Finances, à fin juillet 2020, le déficit budgétaire

s'est aggravé davantage, pour dépasser les 5MdDt, soit une hausse fulgurante de 84%, par rapport à Juillet 2019. Au terme de l'année, le déficit budgétaire devrait atteindre 7% du PIB, contre 3,5% en 2019. Cette aggravation trouve son origine dans le repli de 11% des ressources propres de l'Etat et des dons à 16,4MdDt en raison de la contraction des



recettes fiscales. Les dépenses et les prêts ont progressé légèrement de 1,5% à 21,3MdDt.

■ L'aggravation du déficit budgétaire combiné à un ralentissement de la croissance du PIB a poussé l'Etat à recourir à l'endettement. Les ressources d'emprunt ont augmenté de 31% pour s'établir à 9,8 MdDt en Juillet 2020. Ainsi, la dette publique a augmenté de 8% pour atteindre 88,5MdDt à la fin des sept premiers mois de l'année en cours, dont 68% est constituée de la dette extérieure. Selon les autorités nationales, l'endettement national

pourrait atteindre 89% du PIB, contre un niveau d'endettement de 73% en 2019.

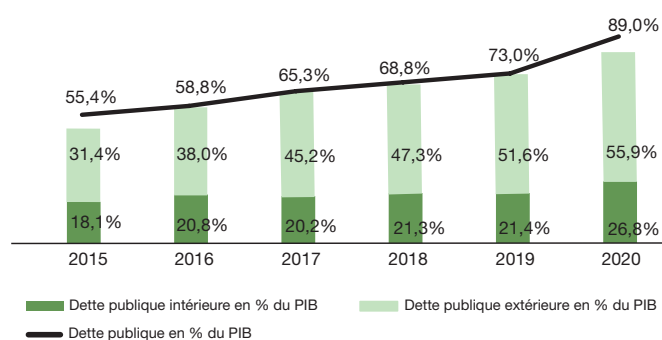
■ Le recours à l'endettement demeure fortement corrélé à l'évolution des taux de change à un moment où la pression sur les devises des marchés émergents augmente. Selon le Gouvernement, il a été décidé de ne pas sortir sur les marchés internationaux cette année pour lever de la dette. Une concertation avec la Banque Centrale est à l'étude pour mettre en place de nouveaux outils afin de lever de la dette sur le marché intérieur.

Evolution du budget de l'Etat

En MDt	2015	2016	2017	2018	Prov 2019	juil-20
Recettes Propres	20 160	21 245	23 892	27 942	32 367	16 502
Fiscales	18 487	18 702	21 187	24 503	28 901	14 795
Non fiscales	1 673	2 543	2 705	3 439	3 466	1 707
Dépenses courantes						
dont salaires	11 582	13 164	14 352	14 776	16 767	19 030
dont compensations	2 883	2 211	3 492	4 900	4789	4180
dont Investissements	4 799	5 422	5 730	5 943	6140	7166
Déficit primaires	-2 089	-2 868	-3395	-1879	-599	-2449
En % du PIB	-2,5%	-3,2%	-3,5%	-1,8%	-0,5%	-3,1%
Intérêt de la dette	1 865	1 966	2 260	2 798	3191	2354
Privatisations et dons	270	657	332	373	249	271
Déficit budgétaire	-4 223	-5 510	-5 987	-5050	-4039	-5 075
en % du PIB	-4,8%	-6,1%	-6,1%	-4,8%	-3,5%	-6,5%

Source: Ministère des finances.

Structure de la dette publique (en % du PIB)



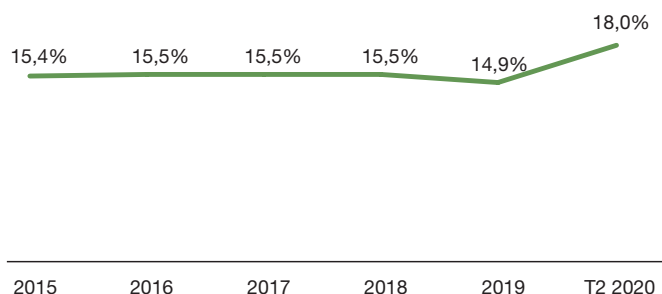
Source: Ministère des finances.

6) Un chômage alarmant

■ La récession engendrée par la crise sanitaire obstrue malheureusement les horizons de l'emploi. Selon l'INS, le taux de chômage aurait atteint 18% à fin juin 2020. Le nombre de chômeurs a été estimé à 746,4 mille, contre 634,8 mille chômeurs

pour le premier trimestre 2020. Ce taux cache une disparité des chances de l'emploi entre homme (chômage de 15,2%) et femme (chômage de 25%) ainsi qu'une disparité régionale et des chances moindres pour les diplômés de l'enseignement supérieurs (31,2%).

Evolution du taux de chômage



Source: BCT.



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

III-Perspectives

■ Les perspectives économiques du pays sont étroitement liées à :

1/ L'évolution des perspectives économiques mondiales et nationales qui sont intimement corrélées au rythme de la disparition de l'épidémie du Coronavirus, à la levée des restrictions sur les mouvements des personnes, à l'accord sur le nouveau plan de relance de l'UE "Next Génération EU", et à la reprise de la demande mondiale.

2/ La situation de la production nationale des ressources naturelles : Le resserrement budgétaire auquel l'Etat fait face

couplé à la baisse de la production du phosphate, du gaz naturel et du pétrole et la chute de leurs recettes d'exportation augmenterait les pressions sur la balance des paiements et sur le taux de change du dinar.

3/L'accroissement des contraintes financières publiques : Les contraintes budgétaires resserrent l'étai sur les autorités nationales tenues de relever plusieurs défis : le sauvetage des entreprises en difficultés, la relance de l'investissement, la maîtrise de l'inflation et du taux de change, la préservation de la soutenabilité de la dette notamment avec un resserrement aigu des conditions d'accès au financement extérieur.

■ Afin de rétablir la confiance des investisseurs, il faut des mesures de fond, des annonces de choc qui marquent une vraie rupture avec les années d'inertie passées, notamment que l'investissement est avant tout une histoire de confiance en l'avenir.

■ Pour surmonter le naufrage économique auquel le pays fait face, **un plan de protection sociale et de relance des entreprises s'impose**, à condition qu'il mobilise les fonds nécessaires. Ce plan doit s'accompagner **d'une politique monétaire plus accommodante, de réformes structurelles favorisant l'amélioration de la compétitivité économique du pays et permettant de booster l'investissement.**

« Les contraintes budgétaires resserrent l'étai sur les autorités nationales. Pour surmonter le naufrage économique auquel le pays fait face, un plan de protection sociale et de relance des entreprises s'impose »

Principaux indicateurs macroéconomiques

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
PIB (en Milliards de DT)	84,7	90,4	97,4	105,6	113,8	106,4
Taux de croissance du PIB (%)	1,0%	1,1%	1,9%	2,7%	1,0%	-6,5%
Taux d'investissement (% du PIB)	19,9%	19,6%	18,7%	18,4%	18,6%	10,6%
Taux d'épargne	10,9%	9,4%	9,7%	10,1%	10,1%	3,1%
Taux d'inflation (%)	4,9%	3,7%	5,3%	7,3%	7,0%	5,7%
Budget de l'Etat (en Milliards de DT)	26,9	29,3	34,5	37,7	43,1	47,2
Déficit budgétaire (% du PIB)	-4,8%	-6,1%	-6,1%	-4,8%	-3,5%	-7,0%
Dette publique (en Milliards de DT)	46,9	55,9	67,9	81,3	82,9	90,0
Dette publique (% du PIB)	55%	62%	70%	78%	72%	89%

Source: BCT, FMI, INS et Ministère des finances.



Rédigé le 31/08/2020

Rétrospective boursière de 2020

COVID-19 : un «séisme financier» inédit

Points clés

- Alors que l'année 2020 a commencé sous de nouvelles ambitions, l'atterrissage sera tout autre. L'apparition de la COVID-19 et sa transformation rapide en une épidémie mondiale a forcé l'arrêt de pans entiers de l'économie mondiale et brouillé les cartes des experts de tous bords, de la communauté boursière et des preneurs de décision.
- En Tunisie, à l'image des principales places boursières mondiales, la réaction du marché actions ne s'est pas fait attendre. Mais, le faible bilan épidémiologique de la crise, la réactivité des pouvoirs publics, de la BCT et des autorités du marché, la faible exposition aux investisseurs étrangers de portefeuille et l'absence des secteurs les plus sinistrés par la crise de la cote ont permis de limiter les dégâts.
- Un regain possible de la pandémie de la COVID-19, d'ici la fin de l'année, ravive la crainte d'une reprise plus lente que prévu de l'économie mondiale. Certains pays qui avaient décidé d'assouplir les mesures de confinement font machine arrière. Après avoir enregistré un rebond significatif sur les derniers mois, les marchés semblent maintenant hésiter sur la direction à prendre.
- D'un point de vue fondamental, il va sans dire que les retentissements de la crise de la COVID-19 ont jeté une ombre sur les perspectives des sociétés cotées et devraient se faire ressentir sur leurs réalisations sur la période 2020-2021. Dans ce contexte, nous recommandons une stratégie d'investissement à dominante défensive. La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat imprévisible.

I - Marchés financiers dans le monde : une réaction en chaîne

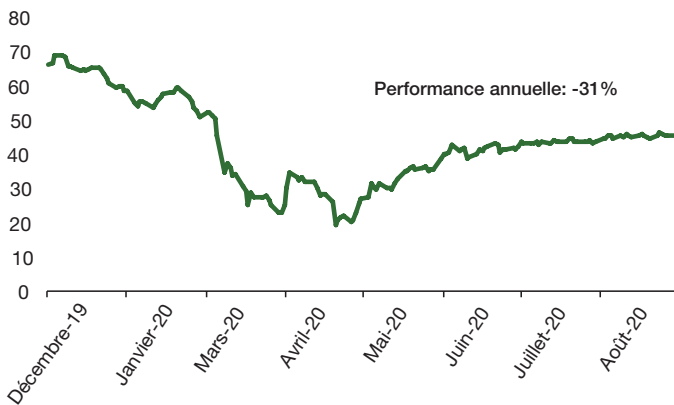
- Confrontés à la hausse exponentielle du nombre de contaminations dans le monde, aux confinements massifs et à la crainte d'une récession économique mondiale, les marchés ont chuté les uns après les autres. Ces événements ont causé la plus grande liquidation d'actifs depuis des décennies, d'un montant avoisinant 18 trillions de dollars, poussé par les investisseurs qui cherchent un refuge face à cette vague d'incertitude difficile à quantifier.
- Le 19 février 2020, le marché boursier américain a atteint un sommet historique, tel que mesuré par l'indice S&P 500. En seulement 15 jours de trading, l'indice s'est effondré de plus de 20 % par rapport à son sommet. Ce fut le krach boursier le plus rapide jamais survenu aux États-Unis au cours du siècle dernier. L'indice S&P 500 s'est plié de 12% sur le mois de mars avant de se rallier depuis le mois d'avril soutenu par les prévisions de reprise économique en 2021 et par le «package» de stimuli monétaires (programmes d'assouplissement quantitatifs) et fiscaux (plan de sauvetage portant sur 2 trillions de dollars) décidés par la Réserve Fédérale et le Gouvernement Trump pour sauver l'économie et lutter contre le chômage. Les États-Unis ont beau avoir du mal à contenir l'épidémie et risquer de voir l'économie se fragiliser encore un peu plus, ses marchés actions tiennent le choc. Ainsi, depuis le début de l'année, l'indice S&P 500 affiche une progression de 8%.
- Le constat est moins reluisant en Europe et contraste avec la situation de découplage affiché aux États-Unis entre les marchés financiers et l'économie réelle. La plupart des marchés et des indices européens ont enregistré des baisses de plus d'un tiers de leur valeur courant le mois de mars dernier et maintiennent des performances annuelles dans le rouge. Depuis quelques mois, la tendance boursière est plutôt hésitante, en raison des incertitudes liées à la résurgence de la pandémie un peu partout dans le monde.
- Le FTSE 100 cumule une contre performance de -21% depuis le début de l'année. Le CAC 40 affiche une décade annuelle de 17%. Quant au DAX allemand, il se défend bien depuis le début de l'année (+2%).
- Sur les marchés asiatiques, non loin de la Chine, épicentre de l'épidémie, les marchés ont paradoxalement bien résisté. Le NIKKEI 225 s'est plié de 5% depuis le début de l'année. L'indice de Shanghai a, quant à lui, fait bonne figure depuis la propagation du virus. Il affiche une avancée de 11% depuis le début de l'année.
- Le pétrole a été l'autre victime de la crise avec en toile de fond la crainte d'une grave récession mondiale. Les prix du pétrole brut se sont littéralement effondrés depuis le début de l'année. Une chute due en partie à une guerre des prix entre l'Arabie Saoudite et la Russie, quand cette dernière a rejeté une demande du pays du golf pour réduire la production, et ce, afin d'amortir le choc de la réduction de la demande en pétrole pendant que la pandémie se répand dans le monde. Les prix du pétrole ont retrouvé une tendance haussière après l'entente entre la Russie et l'Arabie Saoudite atteinte en avril 2020. Le cartel du pétrole et la Russie se sont, en effet, mis d'accord sur plusieurs réductions de la production entre le mois d'avril et juillet 2020. Malgré cette récente embellie, les prix du pétrole restent en dessous des niveaux du début d'année (-31% pour le Brent à titre d'exemple).



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Evolution des prix des contrats à terme sur le pétrole brut (Brent) en 2020 en dollars américains



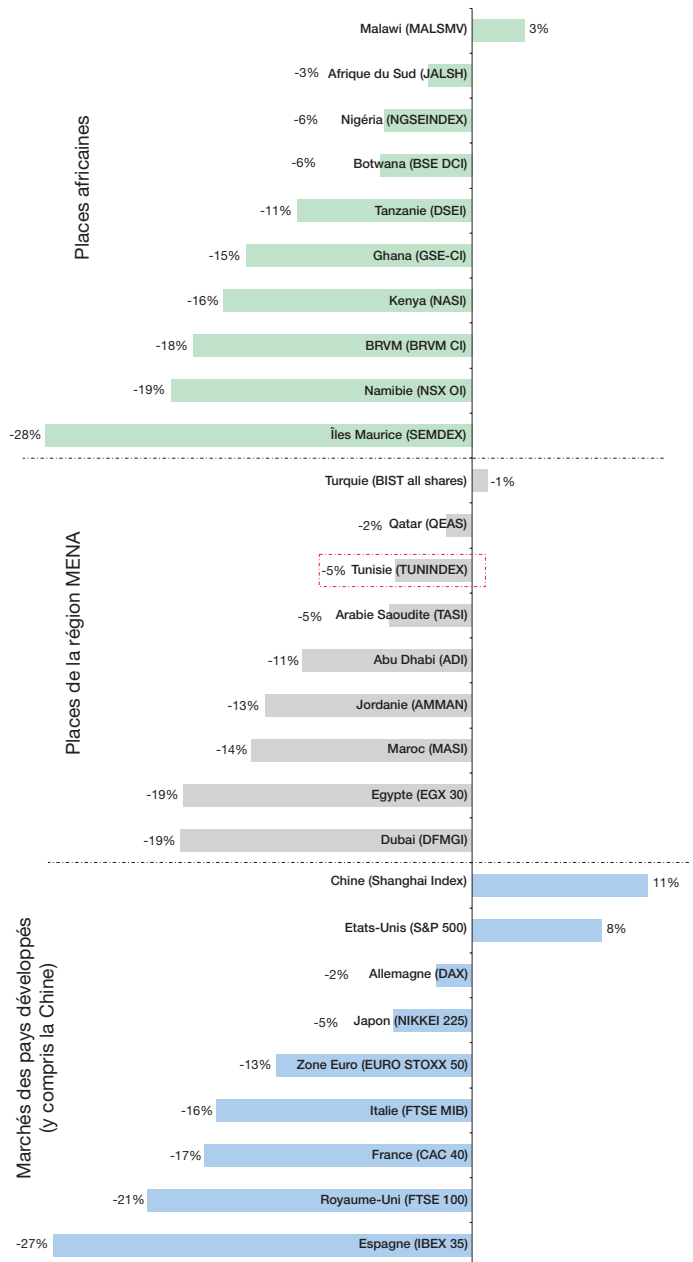
■ Jusqu'au mois de mai, le dollar a été le plus grand gagnant du marché de change, notamment face aux monnaies étroitement liés à l'économie chinoise et au matières premières et ceci est dû aux craintes de ralentissement économique dans le monde ayant poussé les investisseurs à vendre leurs actifs et se réfugier dans le dollar.

■ La reprise de la monnaie américaine n'aura, cependant, pas duré longtemps. Le dollar a subi un retournement de tendance depuis le mois de mai. Et ceci est dû à la propagation rapide

de l'épidémie aux États-Unis et à son bilan humain élevé, dissipant l'optimisme des investisseurs. Ainsi, le billet vert a perdu 4% de sa valeur depuis le début de l'année.

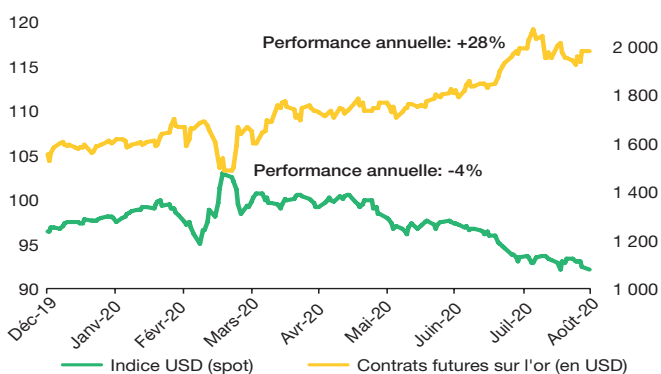
■ Un autre actif refuge a bien profité de l'envolée de l'aversion au risque pendant la progression de l'épidémie de la COVID-19: l'Or. Les investisseurs se sont rués sur le métal jaune pour fuir l'incertitude des marchés. Malgré leur creux le 18 mars dernier, les prix des contrats à terme sur l'or ont cumulé un bond de 28%, depuis le début de l'année.

Evolution des principaux indices boursiers dans le monde depuis le début d'année (jusqu'au 31 août 2020)





Evolution de l'indice du dollar américain au comptant et des prix des Futures sur l'or



II - Tunisie : un marché actions résilient malgré tout

■ Après un début d'année «morose» perturbé par les tractations politiques autour de la formation du premier Gouvernement post-élections de 2019, le marché a

succombé à un mouvement de panique depuis la découverte du premier cas positif COVID-19 en Tunisie (début mars). Les pressions vendeuses ont atteint leur paroxysme les séances du 13, 16 et 17 mars derniers au cours

desquelles le Tunindex a cumulé une baisse de 10%.

■ Le décret du confinement général à partir du 22 mars, le desserrement de la politique monétaire (baisse du taux directeur de 100 points de base à 6,75% et assouplissement de la réglementation prudentielle et de la politique de refinancement) et l'annonce de mesures exceptionnelles par les pouvoirs publics et la BCT en faveur des entreprises et des particuliers ont contribué à restaurer la confiance des investisseurs dans les actions cotées. C'est surtout la décision des autorités du marché d'écourter les séances de cotation et de rétrécir la fourchette des variations des cours à $\pm 3\%$ par séance* (contre $\pm 6\%$ auparavant) qui a limité le coup de froid sur le marché.

■ La bonne gestion de la crise et son faible coût humain, poussant les autorités à entamer le déconfinement progressif ont alimenté une reprise boursière, depuis le début du mois de mai jusqu'au mois de juin. Le mouvement de rattrapage boursier a pris fin au mois de juillet sur fond d'instabilité politique en raison de la démission du Chef du Gouvernement suivi par l'afflux des indicateurs d'activité du T2 2020, laissant entrevoir les dégâts de la crise de la COVID-19. Avec une correction annuelle de 4,9%, jusqu'au 31 août 2020, la Bourse de Tunis figure parmi les marchés les moins touchés par la crise en Afrique et dans la région MENA.

■ Une autre raison explicative -et non des moindres- de la relative résistance du marché

* Ces règles exceptionnelles de cotation ont été appliquées sur la période allant du 18 mars au 5 juin 2020

Evolution du Tunindex et principaux fait marquants depuis le début de l'année



A partir du 17 mars : Baisse du taux directeur par la BCT et annonce d'une batterie de mesures par le Gouvernement et la BCT en faveur des ménages, des entreprises et des établissements financiers

18 mars 2020 : Rétrécissement des séances de cotation et de la fourchette de variation journalière pour les actions par le CMF et la BVMT

15 juillet 2020 : Démission du Gouvernement d'Elyes FAKHFAKH

2 mars 2020 : Découverte du 1er cas positif au COVID-19 en Tunisie

22 mars 2020 : Décret du confinement général en Tunisie

1er avril 2020 : Décision de la BCT de suspendre la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers

A partir du 4 mai 2020 : Lancement du déconfinement progressif

A partir du 8 juin 2020 : Retour aux règles de cotation habituelles.

actions tunisien est la non-représentativité de la cote de la réalité du tissu économique. Des secteurs susceptibles d'être très impactés par la crise sont aujourd'hui absents de notre marché. Il s'agit du tourisme avec ses deux versants l'hôtellerie et la restauration, l'artisanat, les secteurs importateurs comme les franchises et les sociétés du commerce international et le transport aérien et maritime (excepté le transporteur national Tunisair qui est sanctionné depuis plusieurs années en bourse en raison de problèmes structurels de gouvernance et de surendettement).

Le constat est moins brillant sur le front des échanges. Le volume des transactions s'est contracté de 15% (depuis le début de l'année et jusqu'au 31 août 2020), comparativement à la même période de 2019. Le marché

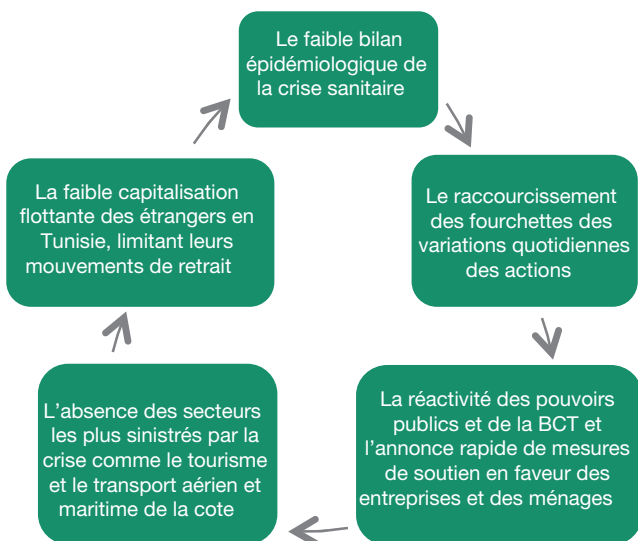
des blocs, qui était un véritable relais pour les échanges sur la cote, a nettement perdu de sa vigueur. En effet, une quarantaine de transactions de bloc ont eu lieu depuis le début de l'année, drainant un volume additionnel de 181,7MDt (contre 35 transactions portant sur 239,5MDt, pour la même période de 2019).

La crise actuelle a, de surcroît, accentué la défiance des investisseurs étrangers vis-à-vis de la place de Tunis. Longtemps préoccupés par les difficultés post-Révolution de l'économie tunisienne et par les craintes sur un nouvel épisode du glissement du dinar, les investisseurs étrangers ont été davantage refroidis par le spectre de la récession en Tunisie et ailleurs dans le monde. Les investisseurs étrangers ont enregistré depuis le début de l'année un flux net vendeur de 35,5 MDt. Force est

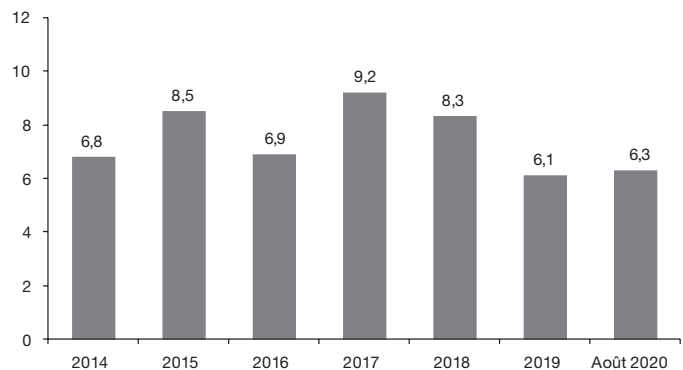
de constater que la Tunisie, à l'instar de la crise des Subprimes de 2008, n'a pas connu un retrait massif des investisseurs étrangers comme cela a été le cas pour la majorité des places financières internationales. Représentant 24% de la capitalisation boursière globale, la participation étrangère a pour l'essentiel une vocation stratégique et stable. Une très faible part de la capitalisation des étrangers est flottante et volatile. Estimée aux alentours de 2% à 4%, cette frange d'investisseurs de portefeuille a généralement (à moyen et long terme) peu d'effets sur les mouvements du marché.

Le marché primaire a connu un net ralentissement des levées de fonds, les entreprises étant focalisées à gérer la crise et à puiser sur les lignes de crédits disponibles. Seule l'augmentation de capital de **Carthage Cement**, entamée en début d'année, a été clôturée sur le marché. Cette opération (une levée de 206 MDt, soit 77% du montant souhaité) devrait permettre à la cimenterie de restructurer sa dette auprès des banques de la place. Notons que dans la continuité de 2019, aucune introduction en bourse n'a été réalisée depuis le début de l'année.

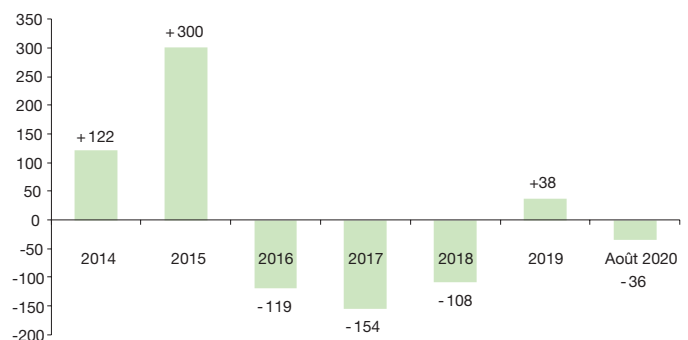
Les raisons explicatives de la résilience du marché actions tunisien face à la crise de la COVID-19



Evolution des échanges moyens (MDT)



Evolution des flux nets des investisseurs étrangers (MDt)





■ Le deuxième fait saillant sur le marché a été l'acquisition par la **BIAT** d'un bloc majoritaire (de 50,5%) dans le capital de **Tunisie Valeurs**. Cette transaction a déclenché une OPA obligatoire sur le reste des actions portant la participation de la banque à plus de 98% de **Tunisie Valeurs**. Bouclée en avril dernier, l'OPA a été suivie par une OPR au terme de laquelle la société a été retirée de la cote.

■ Une autre opération capitalistique a été menée depuis le début de l'année. C'est l'acquisition d'une participation majoritaire (42,3%) dans le capital d'**Hexabyte** par la société 3S, holding détenant le fournisseur des services internet GlobalNet, et ce suite à la sortie de l'actionnaire fondateur M. Naceur HIDOUSSE du capital. Valorisant **Hexabyte** à 15,7 MDt, cette transaction a aussitôt déclenché une OPA sur le reste du capital. Après l'OPA, le nouvel actionnaire de référence d'**Hexabyte** a annoncé sa volonté de retirer la société de la cote.

■ Sur le compartiment obligataire, huit émissions obligataires ont pu être clôturées depuis le début de l'année pour une enveloppe totale de 163 MDt (contre six levées pour 176 MDt à la même période en 2019).

III - COVID-19 : un choc «fondamental» profond...mais exceptionnel

■ Alors que la Bourse, à l'image du pays, ne s'est toujours pas remise du «choc» de la Révolution et peine à retrouver sa pleine forme, la crise de la COVID-19 ajoute de nouvelles contraintes à l'investissement en bourse. Les retentissements de la crise actuelle jettent une ombre sur les perspectives des sociétés cotées

au moins sur les deux prochains exercices (période 2020-2021).

■ Quasiment toutes les sociétés cotées seront négativement impactées de près ou de loin par la crise actuelle. Les mesures d'endigement de la propagation du virus, les fermetures des frontières, les restrictions à la circulation des biens et des services et les fermetures provisoires d'usines génèrent des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et introduisent des distorsions dans les cycles de production et de distribution des sociétés. L'épidémie a, par ailleurs, un impact majeur sur la confiance des consommateurs et des investisseurs qui sont portés à l'attentisme et enclins de surseoir à leurs gros achats et à reporter leur programme d'investissement.

■ Pleinement engagé dans un processus de réforme, de restructuration et de convergence vers les normes internationales de reporting (IFRS) et de stabilité financière (Bâle III et Solvabilité II), le secteur financier devrait faire face à de nouveaux défis : des volumes baissiers, une liquidité sous pression et une hausse des risques d'impayés. Autant d'éléments qui menacent la croissance, la trésorerie des établissements financiers et leurs fondamentaux (notamment la qualité du portefeuille chez les banques et les leaseurs). Si la baisse du taux directeur de la BCT donnera plus d'air aux marges des établissements de leasing par rapport au plafond des taux excessifs, cette évolution générerait un effet prix négatif pour les banques et entraînerait un repli des revenus financiers des compagnies d'assurance.

■ Cette crise mettra encore sous pression les équilibres macroéconomiques du pays qui allaient mal longtemps avant l'épidémie. Les marges de manoeuvre des pouvoirs publics et de la BCT sont minces. Le Gouvernement préoccupé par le niveau élevé de la dette publique et engagé depuis 2019 dans un processus d'assainissement budgétaire ne pourrait pas mettre en place un plan de relance massif qui subviendrait aux besoins de tous les opérateurs économiques dont une grande partie est absente des statistiques officielles. Cette frange des métiers informels et semi-informels assurent une grande partie du fonctionnement normal de l'économie. Sans eux, les pouvoirs publics ne pourraient pas remettre en marche rapidement la roue de l'économie.

« Cette crise mettra encore sous pression les équilibres macroéconomiques du pays qui allaient mal longtemps avant l'épidémie »

■ Quant à la BCT, sa marge de manoeuvre devrait être sérieusement limitée par la cause de la lutte contre l'inflation. La volonté de desserrer davantage la «vis» monétaire devrait buter sur les craintes d'une accélération des prix. D'ailleurs, nous avons observé les signes de la résurgence de l'inflation en plein milieu de la crise (6,3% en mai et avril et 6,2% en mars dernier contre 5,8% en février 2020 et 6,1% en décembre 2019). L'accroissement de la demande parallèlement aux perturbations dans les circuits de distribution et au comportement de stockage excessif accompagnant la décision du confinement sanitaire ont tiré vers le haut les prix, notamment ceux des produits alimentaires.

■ La BCT devrait également faire face à une deuxième contrainte; celle de la baisse de la circulation fiduciaire. Caractéristique inhérente aux périodes de crises, la thésaurisation devrait s'accroître en ces temps, privant le secteur bancaire de flux vitaux de liquidité. La crise de la COVID-19 constitue alors une menace pour le secteur bancaire mais aussi une opportunité à saisir pour développer des moyens de paiement électroniques, qui réduisent le recours au «cash», et accélérer la transition vers la digitalisation; un objectif tant convoité par la BCT sur les dernières années.

« La gestion de la crise de la COVID-19 impose à la BCT une double contrainte : l'impératif de défendre la valeur interne et externe du dinar et la montée des pressions sur la liquidité »

■ A l'évidence, la Tunisie peut se targuer d'être un pays modèle en matière de lutte contre le Coronavirus. Malgré son infrastructure sanitaire fragile, la Tunisie a moins souffert de l'épidémie de la COVID-19 que d'autres pays comme l'Italie voisine (35534 décès soit 589 décès pour un million d'habitants), la France (30698 victimes soit 458 décès pour un million d'habitants) ou même les Etats-Unis (188000 décès soit 573 décès pour un million d'habitants). Cet exploit «sanitaire» (84 décès soit 7 décès pour un million d'habitants en Tunisie) ne pourrait occulter l'énormité des défis auxquels fait face l'économie tunisienne à commencer par: 1) le spectre de la récession (une contraction du PIB de 4,9% en 2020, selon le FMI et 6,5% selon la BCT), 2) les déséquilibres macroéconomiques



persistants (un déficit courant de -7,5% en 2020, selon le FMI) et 3) la détérioration des courbes de la dette publique (un déficit budgétaire de -5,3% et un endettement public de 88,5% en 2020 contre des objectifs initiaux respectifs de 3% et de 75%) et l'endettement extérieur (un endettement extérieur passant à 110% du PIB en 2020 contre 90% en 2019, selon le FMI) comme le souligne l'agence de notation Fitch Ratings dans sa dernière dégradation de la note souveraine de la Tunisie.

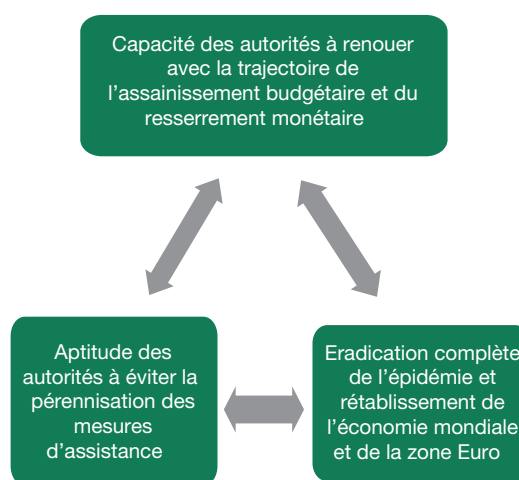
« L'exploit sanitaire face à l'épidémie de la COVID-19 ne devrait pas occulter l'énormité des défis macroéconomiques qui attendent les pouvoirs publics dans la période post-COVID »

■ Le bilan de la crise de la COVID-19 s'est avéré très lourd jusqu'ici pour l'économie tunisienne et pour ses finances publiques : contraction du PIB de 11,9% sur le premier semestre 2020 par rapport au S1 2019 et creusement du déficit budgétaire de 52% à 3,8 milliards de dinars sur le premier semestre 2020. Certes, le spectre d'une deuxième vague du Coronavirus est toujours persistant. Mais, l'heure est à la cohabitation avec

le virus. Le déconfinement opté par le Gouvernement depuis le 4 mai dernier est une démarche louable. Sous réserve que des mesures de précaution sanitaires soient organisées et renforcées, il est impérieux pour la Tunisie de rouvrir ses usines, ses chantiers, ses commerces et de remettre les Tunisiens au travail. Les yeux sont aujourd'hui rivés sur la période post-COVID et particulièrement sur l'année 2021 qui devrait être l'année de la « reprise technique » au vu des prévisions des institutions financières internationales (une croissance de 5,4% en 2021 selon le FMI).

■ Mais, cette croissance de rattrapage restera, à notre sens tributaire de trois conditions : 1) L'efficacité des efforts de lutte contre l'épidémie et de la vitesse de rétablissement de l'économie mondiale en général et du partenaire européen en particulier, 2) L'aptitude des autorités tunisiennes à éviter la pérennisation des mesures d'aide et d'assistance justifiées par la crise, 3) Et de leur capacité à poursuivre l'orientation d'assainissement budgétaire pour éviter un dérapage des finances publiques et de recourir de nouveau au resserrement monétaire au risque de voir l'inflation resurgir.

Conditions de réussite de la croissance de rattrapage en 2021



IV - Quelle stratégie d'investissement faudrait-il adopter face à la crise ?

■ La crise de la COVID-19 redistribue de nouveau les cartes de l'investissement en bourse. C'est bien connu, les marchés financiers ont peur de l'incertitude. Toujours est-il que dans le contexte actuel, des opportunités d'investissement peuvent se présenter. Le stock picking demeure le mot d'ordre. La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat imprévisible.

■ Nous prônons une stratégie sélective qui favorise les sociétés au faible levier financier, celles qui affichent une assise financière solide et des niveaux de marges confortables à même d'absorber le ralentissement du cœur de métier et de s'accommoder avec les perturbations du cycle d'exploitation. La qualité du management et la nature du

secteur d'activité, c'est-à-dire sa corrélation avec les pans de l'économie les plus touchés par la crise sont aussi des critères de choix décisifs dans notre stratégie d'investissement. Nous excluons, ainsi, les secteurs les plus exposés au tourisme et au BTP de notre sélection de valeurs recommandées.

■ L'horizon de placement est également un facteur non négligeable dans notre stratégie de placement. Pour déjouer la morosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement long, d'au moins deux ans. Nous mettons, également, les investisseurs en garde contre les mouvements moutonniers et les vagues vendeuses « injustifiées » sur certaines valeurs.

■ Nous retenons trois thématiques d'investissement majeures :

1) Jouer la défensive

■ Quand la morosité ambiante gagne la bourse, les valeurs défensives retrouvent leur attrait auprès des investisseurs fébriles. Nous recommandons un positionnement sur **SAH Lilas**, **SFBT** et **Délice Holding** dans la grande consommation et sur **UNIMED** dans le secteur pharmaceutique. Ces quatre valeurs présentent des vertus recherchées dans les cycles économiques baissiers : une position dominante, un dynamisme qui défie la conjoncture et une bonne santé financière. Ces sociétés affichent également une visibilité appréciable, un management de qualité et une bonne capacité à attirer les investisseurs institutionnels en quête d'actifs refuges.

2) Rester aux aguets sur les valeurs exportatrices

■ Depuis le choc de la Révolution, les valeurs exportatrices ont fait le bonheur des investisseurs en bourse.

Ces actions ont pleinement rempli le rôle de bouclier face à l'étrécissement du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.

■ A l'évidence, ces valeurs vont subir les contrecoups du ralentissement de la demande mondiale et des effets de second tour des perturbations des chaînes de valeur survenues ailleurs dans le monde. A cet effet, nous ne recommandons pas une exposition aux sociétés exportatrices dans leur ensemble. Nous nous montrons encore plus sélectifs sur le choix des sociétés exportatrices et nous nous limitons aux Groupes **One Tech**, **Euro-Cycles** et **Telnet**. La manne financière des trois groupes, leur tournant vers l'innovation (tournant croissant vers la mécatronique,

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

montée en puissance du vélo électrique et ciblage de l'activité «Aérospatiale») et leur bonne qualité de management nous semblent opportuns.

■ L'année 2019 a été un accident de parcours pour **One Tech Holding**. Sur fond de pertes de change, le groupe a affiché une normalisation des bénéfices après une période 2017-2018 faste, qui a profité du glissement du dinar. En 2020, c'est la conjoncture internationale tumultueuse créée par la crise de la COVID-19, qui va prendre le relais des pertes de change et qui va générer des perturbations dans le carnet de commande et une sous-activité. Au-delà de 2020, les perspectives de **One Tech** restent prometteuses. Ses ventes devraient rebondir de plus belle à partir de 2021. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront les lignes de conduite du management, dans la période post-COVID pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile. La valorisation actuelle de **One Tech** intègre le faux pas attendu de 2020 et offre un point d'entrée intéressant sur une valeur de fond de portefeuille avec un tour de table institutionnalisé et un management de qualité.

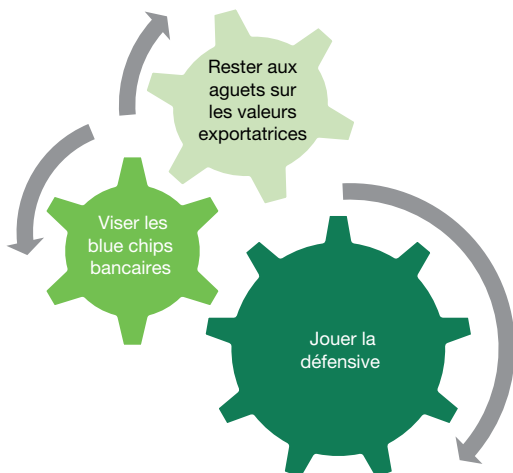
■ Bien qu'elle ait suscité l'inquiétude des acteurs de l'industrie des cycles dans le monde avec l'arrêt des usines, la fermeture des frontières, la dégradation de la conjoncture économique dans le monde et les perturbations dans les chaînes de valeur, la crise de la COVID-19 constitue une opportunité pour l'industrie du vélo en général et pour **Euro-Cycles** en particulier. Malgré une activité économique mal en point, les rapports sur l'industrie des vélos en Europe sont plutôt encourageants.

Ils font état d'une demande soutenue sur toutes les catégories de vélos. Et pour cause, la double perception du vélo en tant que moyen de transport «COVID-safe» et écologique. Outre l'intérêt soutenu dans le monde pour le vélo dans la période post-COVID, l'activité du Groupe devra profiter de la montée en puissance du vélo électrique, de l'intensification des efforts de prospection et du lancement de nouveaux créneaux (E-Scooter et assemblage des batteries électriques).

■ En mode «Télétravail» depuis le décret du confinement en Tunisie et en étant bien positionné sur les technologies numériques, **Telnet** est bien outillé pour résister à la crise de la COVID-19 voire pour en profiter dans les prochaines années avec l'accélération de la digitalisation dans les services. Un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût, un carnet de clientèle stable et de renommée internationale (**SAFRAN**, **SAGEM**, **VALEO** et **DASSAULT**) et des relations privilégiées avec les laboratoires de recherches en Tunisie et à l'étranger tels sont les avantages compétitifs de **Telnet** dans un secteur en pleine effervescence. La stratégie de montée en compétence technologique vers les satellites et les drones nous semble opportune car elle est fortement créatrice de valeur ajoutée.

■ D'une manière générale, nous conseillons de continuer à surveiller de très près les valeurs exportatrices car elles offrent un «remède implicite» contre le risque de change. Toute dépréciation éventuelle du dinar dans les prochaines années devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre sous la loupe des investisseurs.

Stratégie d'investissement «actions» en 2020





REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

« Les valeurs exportatrices constituent un remède implicite contre la dépréciation du dinar »

■ Sur le long terme, nous restons optimistes pour les valeurs exportatrices. Ces dernières pourront profiter d'une potentielle reconfiguration des chaînes d'approvisionnement à l'échelle planétaire. Les multinationales et les grands groupes industriels devraient, dès la sortie de la crise, songer à la diversifier leurs risques et repenser leur manière de s'approvisionner et de sous-traiter surtout dans des secteurs essentiels comme la santé, l'alimentation, l'informatique et les technologies numériques. En promouvant leurs avantages en matière de proximité géographique de l'Europe, de qualification du capital humain et en capitalisant sur leur intégration réussie dans les chaînes de production mondiales, les sociétés exportatrices tunisiennes pourront investir dans la compétitivité, accroître leur capacité de production et fortifier leur positionnement dans les chaînes de valeur mondiales.

« Sur le long terme, la reconfiguration attendue des chaînes de valeur mondiales pourrait profiter aux entreprises exportatrices tunisiennes en termes d'investissement et de croissance »

3) Viser les Blue Chips bancaires

■ Placé en première ligne face aux retentissements économiques de la crise sanitaire, le secteur bancaire devrait endurer sur les deux prochaines années une triple peine : 1) le spectre de la récession économique, 2) l'abaissement du taux directeur de 100pb depuis mars 2020 et 3) l'effet des mesures

«provisoires» prises par la BCT pour soulager les entreprises et les ménages.

■ En 2020, nos banques auront à relever deux défis :

1) Le défi de la gestion des tensions de liquidité :

c'est le principal défi que devraient relever les banques en 2020 en raison du moratoire d'échéances* décrété par la BCT. Elles devraient intensifier les efforts de recouvrement et de captation des dépôts pour combler les gaps de liquidité. Nous pensons que les tensions de trésorerie et leur effet restrictif sur la distribution du crédit seront partiellement soulagés par le relâchement de la réglementation prudentielle, l'assouplissement de la politique de refinancement de la BCT et les mesures instituées par le Gouvernement pour relancer l'économie (mécanisme de garantie des crédits de gestion et d'exploitation et ligne de crédit pour le refinancement des crédits de consolidation et de rééchelonnement pour les PME dont l'activité a été affectée par les répercussions de la propagation de la COVID-19).

2) Le défi de la rentabilité :

Malgré la conjoncture difficile et le manque à gagner au niveau de la marge d'intérêt créé par la non-constatation d'intérêts intercalaires sur la période du report des crédits aux particuliers, les banques devraient continuer à récolter les fruits de la croissance de l'activité d'exploitation enregistrée sur les derniers trimestres de 2019. Ces «réserves de croissance» provenant de l'exercice 2019 devraient permettre au secteur d'amortir le «choc» de la crise. Ceci étant, le secteur bancaire devrait connaître une dégradation de sa rentabilité en 2020 en raison de la décroissance du PNB. de

la flambée attendus du coût du risque et de l'augmentation des charges opératoires boostées pour les dons aux structures de l'Etat (comme le fonds 1818) pour soutenir l'effort national de lutte contre l'épidémie.

■ Il va sans dire, que les effets des tendances sus-décrites ne seront pas les mêmes chez toutes les banques. Celles qui affichent une diversification saine du portefeuille des crédits, un matelas confortable de ressources non rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice des commissions et une bonne culture de gestion des risques seront les mieux disposées à résister à la crise actuelle et à rebondir dès les premiers signes de reprise. C'est le cas de la **BIAT**, d'**Attijari Bank**, et de la **BT**. Les multiples actuels de ces Blue Chips intègrent la baisse pressentie de l'activité en 2020. Ils sous-estiment nettement la capacité de résilience de ces banques et légitiment un rattrapage boursier dans la période post-COVID.

■ Revenons enfin sur la décision de suspension de la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2019. Cette décision a suscité un tollé auprès des investisseurs et a pesé sur le comportement d'un indice de référence si sensible au secteur bancaire (le secteur bancaire pèse environ la moitié de la capitalisation flottante du Tunindex). Certes, cette décision est préjudiciable

aux investisseurs exposés aux banques notamment aux investisseurs institutionnels et aux «Family offices» qui appartiennent aux tours de table de la majorité des banques cotées et qui voient dans les dividendes une entrée d'argent plus que vitale dans cette période de crise. Cependant, sur le long terme, nous pensons que la décision inattendue de la BCT est justifiable. Les dividendes non distribués permettront d'apporter un renfort à la solvabilité et à la liquidité des banques et des établissements de leasing dans cette période délicate. Nous avons la conviction que les banques devraient revoir à la hausse leurs dividendes au-delà de 2019 sitôt que la crise serait surmontée et que des réserves en liquidité et en solvabilité seraient constituées.

■ La «mise en sursis» de la distribution des dividendes pour les banques et les établissements de leasing et la révision à la baisse des dividendes par bon nombre d'entreprises non financières pour sauvegarder leur trésorerie et gagner en résilience face à la crise doit créer un déficit de dividendes au titre de l'exercice 2019. A la lumière des annonces de dividendes faites jusqu'à aujourd'hui, l'enveloppe des dividendes distribués par les sociétés cotées au titre de l'exercice 2019, devrait être divisée par deux à 0,4 milliards de dinars, selon nos estimations; un important manque à gagner pour les actionnaires mais qui ne fait pas exception à la tendance mondiale.

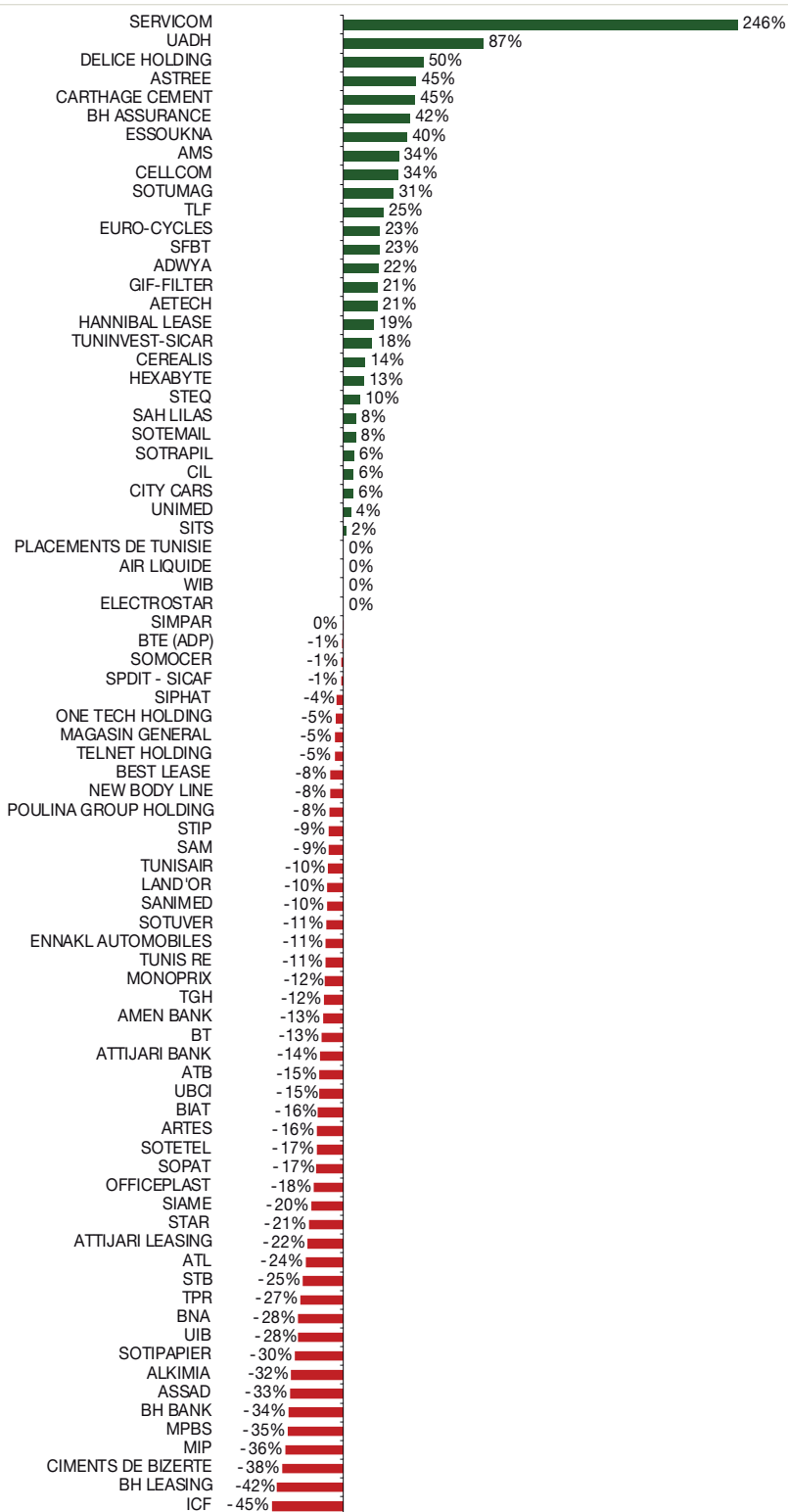
Principaux multiples du marché actions	2017	2018	2019*	2020**
P/E	13,1	10,1	9,2	11,4
Dividend yield	3,5%	3,8%	1,9%	3,9%
P/B	2,1	1,9	1,4	1,3

* Calculés sur la base des cours au 31 décembre 2019 et sur les derniers états financiers et annonces de dividendes au titre de l'exercice 2019.

** Données au 31 août 2020.



Performances annuelles des valeurs cotées au 31 août 2020



Rédigé le 31/08/2020

Secteur bancaire

Le secteur bancaire coté à l'épreuve de la COVID-19

Points clés

- Une collecte relativement dynamique impulsée par la politique monétaire non conventionnelle de la Banque Centrale.
- Un ralentissement de l'activité du crédit, depuis 2019, en raison du resserrement de la politique monétaire et dans une optique de réduction du ratio de transformation réglementaire.
- Une croissance vigoureuse du PNB, en 2019, boostée par la marge d'intérêt, et ce malgré le relâchement des autres revenus.
- Une amélioration substantielle de la productivité, aidée par une orientation volontariste vers l'optimisation des charges.
- Une quasi-stagnation de la qualité du portefeuille, en 2019, confortée par la sélectivité accrue des banques en matière de risques.
- Une consolidation de la rentabilité sur l'année passée et un renforcement important de la solvabilité.
- Un durcissement du cadre opérationnel en raison des retombées de la crise de la COVID-19 sur la sphère économique et financière et des mesures de soulagement des entreprises et des ménages mises en place par la Banque Centrale. Cette crise devrait peser sur le bilan des banques (trésorerie et qualité du portefeuille) et sur leur rentabilité dans les mois à venir.
- Une correction boursière exagérée depuis l'éclatement de la crise sanitaire en Tunisie qui sous-estime la résilience du secteur et sa capacité de rebond à moyen terme.
- Une valorisation moyenne attractive pour le secteur avec une majorité des banques qui traitent à moins que leurs fonds propres. Ces multiples intègrent, les surcoûts de la crise de la COVID-19 et laissent entrevoir un rattrapage boursier d'ici la fin de l'année. Cette crise est susceptible de creuser davantage les disparités entre les banques, alimentant un mouvement de «Flight to Quality».

Le secteur bancaire coté en chiffres⁽¹⁾

- 12 banques cotées
- Une capitalisation boursière de 9,8 milliards de dinars soit 41% de la capitalisation du marché
- 66 milliards de dinars de dépôts
- 68 milliards de dinars d'encours de crédits
- 4,9 milliards de dinars de PNB
- 1,4 milliard de dinars de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de 34%
- 21% des échanges annuels du marché

Ratios boursiers⁽²⁾

- PER 2020e : 7,4x
- P/B ajusté 2020e⁽³⁾ : 0,8x
- Yield 2020e : 5,3%
- ROE 2019 : 18,7%
- Performance 2020 : -18,2%

(1) Données au 31/12/2019.

(2) Données au 31/08/2020.

(3) P/B normalisé sur la base d'un taux de couverture des créances classées de 70% pour tout le secteur bancaire et sans tenir compte de la dotation de l'Etat à la STB.

II - Etat des lieux et perspectives 2020

1) Les dépôts

■ Malgré un contexte économique morose, l'activité de collecte a fait preuve de résilience. Les banques cotées ont cumulé sur l'année dernière une croissance des dépôts de 8,3% à 66,2 milliards de dinars; un rythme en ligne avec l'année 2018. Les efforts de collecte ont été concentrés sur les dépôts à terme (+14,1% à 23,1 milliards de dinars) et sur les dépôts d'épargne +6,9% à 19,8 milliards de dinars). Les

dépôts à vue ont réalisé la moins bonne performance (+4,1% à 23,4 milliards de dinars). Cette catégorie de ressources reste minoritaire dans les dépôts des banques (une part moyenne de 35% contre 65% pour les ressources rémunérées). Ce constat atteste, une fois de plus, de la sous-liquidité du secteur bancaire et de l'agressivité des banques pour collecter des ressources.

■ L'année dernière a été marquée par un estompement de la saisonnalité de la collecte. Le dernier trimestre, historiquement

habitué à une collecte de rattrapage, a surpris par une croissance timide des dépôts de 1,6%. A notre sens, ce phénomène trouve son origine dans :

i) Une meilleure planification budgétaire :

Pour faire face à une montée en charge des exigences de liquidité de la Banque Centrale (ratio de transformation réglementaire et respect d'un ratio LCR minimal de 100% à partir de 2019 contre 90% en 2018), les directions ALM lissent les besoins de trésorerie. Les efforts de captation des ressources

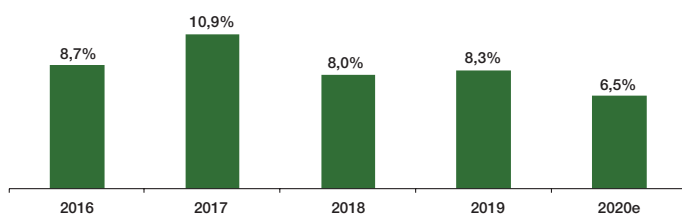
sont, désormais répartis sur toute l'année,

ii) L'apaisement «relatif» des pressions sur la liquidité bancaire

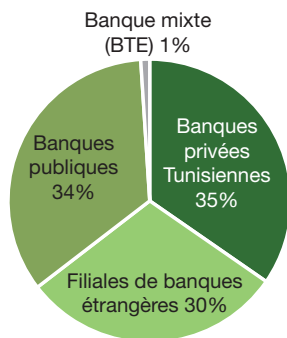
grâce à l'effet expansif des facteurs de la liquidité. La Banque Centrale a souligné en 2019, le retour des billets de banque au circuit bancaire et le soulagement des tensions sur le marché des changes reflété dans l'appréciation du dinar. Ces deux phénomènes ont diminué les besoins de refinancement du secteur bancaire.



Croissance annuelle des dépôts



Répartition des dépôts du secteur coté en 2019



- Après avoir atteint un record historique de 16,5 milliards de dinars, en moyenne, à fin avril 2019, le volume global de refinancement s'est atténué graduellement pour se situer, en décembre 2019, à 11,8 milliards de dinars.
- Le relèvement du taux directeur par la BCT en 2019 a exercé une pression à la hausse sur le coût des ressources du secteur. Selon nos estimations, le coût moyen apparent des ressources s'est apprécié de 63 points de base à 5,5% à fin 2019. Mais, cette augmentation nous semble maîtrisée comparativement à l'accroissement du TMM (une hausse moyenne de 104 points de base sur 2019).
- Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leurs dépôts, en 2019, hormis l'**UBCI** (-6,9% à 2,4 milliards de dinars). La banque a beau perdre du terrain au profit de la concurrence, mais elle est restée fidèle à sa stratégie qui évite la surenchère tarifaire et préserve le coût des ressources. Rappelons que la filiale du Groupe BNP Paribas affiche, en 2019, la plus forte proportion de dépôts à vue dans les ressources (57%) et le coût des ressources le plus faible du secteur (3,7%).
- La **STB** avance à grands pas dans sa stratégie de relance commerciale. Les chiffres de 2019 ont nettement dépassé nos

attentes : une croissance des dépôts de 15,9% à 7,4 milliards de dinars soit un dépassement de 5,5% par rapport aux projections du management. La collecte de la banque publique a surtout été tirée par les dépôts à terme (+28% à 2,6 milliards de dinars). Cette orientation vers les ressources onéreuses n'a que peu affecté le coût des ressources de la banque (+37 points de base sur l'année selon nos estimations à 5,1%), qui reste meilleur que la moyenne du secteur (estimée à 5,5% à fin 2019). Et pour cause, la **STB** dispose d'un matelas confortable de dépôts d'épargne représentant 41% de son encours de dépôts, soit la proportion la plus élevée à l'échelle du secteur.

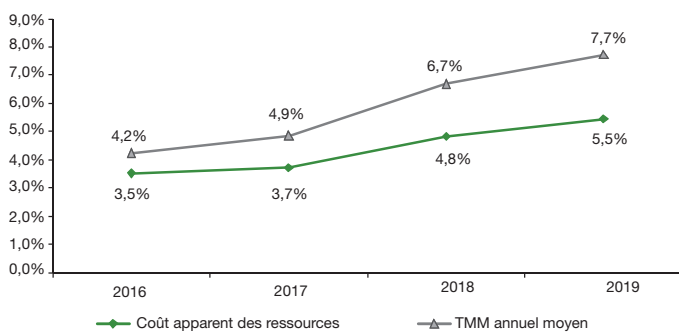
- Le leader du secteur continue à battre des records. Après un début d'année difficile, la **BIAT** a pressé le pas et est parvenue à clôturer l'année 2019 avec une progression de ses dépôts de 12,9%, effleurant ainsi les 13 milliards de dinars. A l'instar de la majorité de ses pairs cotés, la banque a substantiellement puisé sa croissance dans les dépôts à terme (+28,1% à 3,9 milliards de dinars). Néanmoins, avec un stock de dépôts à vue de 6,2 milliards de dinars, fin 2019, (soit une hausse de 8,1% par rapport à 2018), la banque maintient un coût des ressources parmi les plus faibles du secteur (3,9% en 2019, selon nos estimations contre une moyenne de 5,6% pour la concurrence cotée).

- L'**ATB** a remis le pas sur l'accélérateur en matière de

collecte en 2019, affichant une augmentation de ses dépôts de 12,6% à 5,2 milliards de dinars. La filiale de l'Arab Bank Group a marqué son retour aux dépôts à vue (+7,7% à 1,7 milliard de dinars) après la décollecte subie en 2018 sur cette catégorie de ressources. Redorer le blason de l'**ATB**, revigorer sa croissance et rééquilibrer le bilan de la banque sont les objectifs stratégiques de la nouvelle équipe managériale qui a pris les rênes de la banque depuis mai 2019.

- Les indicateurs d'activité du premier semestre de l'année 2020 sont bien orientés du côté des dépôts: une progression de 3,4% depuis le début de l'année. L'évolution de la collecte s'annonce mitigée sur l'année pleine. D'une part, pour faire face aux gaps de liquidité générés par le moratoire d'échéances* institué par la Banque Centrale et continuer à s'accommoder avec sa politique monétaire non conventionnelle, les banques devraient intensifier leurs efforts de collecte. D'autre part, la poursuite de l'assèchement de la liquidité, le plafonnement de la rémunération sur les dépôts à terme et certificats de dépôts à TMM+1% depuis avril 2020 et le relèvement du taux de retenue à la source libératoire de 20% à 35% sur les dépôts à terme (dont la rémunération est supérieure à TMM-1%) sont des facteurs qui pèseront sur la collecte. D'une manière générale, nous pensons qu'en 2020, les dépôts devraient afficher une évolution moindre que l'année 2019. Nous l'estimons aux alentours de 6,5% à 70,5 milliards de dinars.

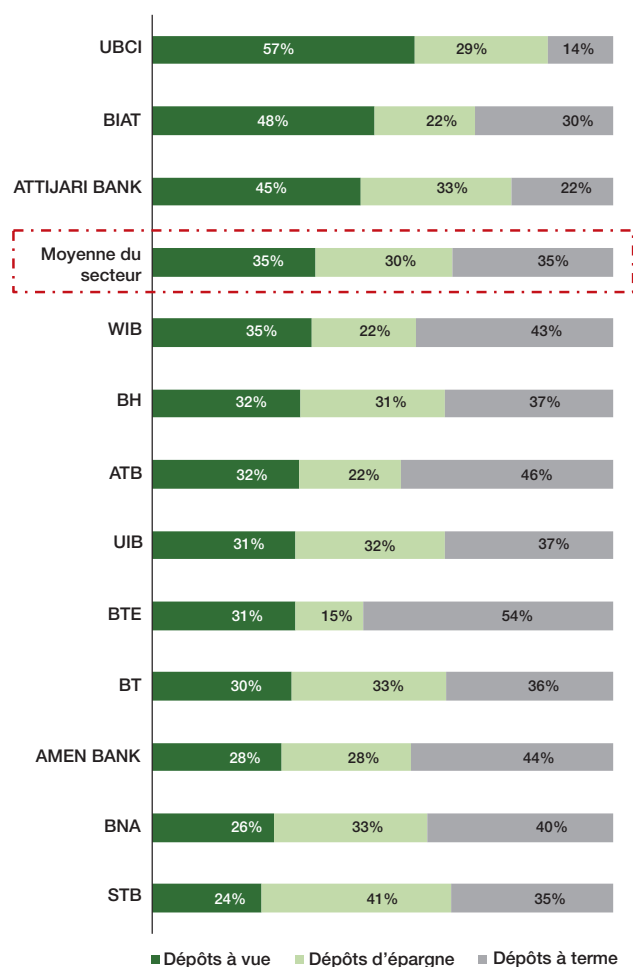
Evolution du TMM annuel moyen et du coût apparent des ressources*



* Calculs de Tunisie Valeurs.

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2019	Variation 2018-2019	Part de marché 2019	Encours des dépôts 2020e	Variation 2019-2020e
BIAT	12 997	+12,9%	19,6%	13 647	+5,0%
BNA	8 537	+9,4%	12,9%	8 878	+4,0%
STB	7 371	+15,9%	11,1%	7 960	+8,0%
ATTIJARI BANK	7 161	+5,9%	10,8%	7 948	+11,0%
BH	6 879	+4,8%	10,4%	7 292	+6,0%
AMEN BANK	5 560	+0,8%	8,4%	5 771	+3,8%
ATB	5 243	+12,6%	7,9%	5 767	+10,0%
UIB	4 972	+6,0%	7,5%	5 171	+4,0%
BT	4 026	+7,5%	6,1%	4 307	+7,0%
UBCI	2 443	-6,9%	3,7%	2 614	+7,0%
BTE	675	+5,0%	1,0%	688	+2,0%
WIB	353	+23,8%	0,5%	494	+40,0%
Secteur bancaire coté	66 215	+8,3%		70 539	+6,5%
Dont secteur public	22 787	+10,0%	34,4%	24 131	+5,9%
Dont secteur privé	42 754	+7,4%	64,6%	45 720	+6,9%

Structure des dépôts du secteur bancaire coté en 2019





2) Les crédits

■ En 2019, l'activité du crédit a poursuivi son ralentissement entamé en 2018. Le secteur a enregistré une progression modérée du volume de ses engagements de 4,5%, atteignant ainsi 68,4 milliards de dinars. Le resserrement de la politique monétaire et le plafonnement du ratio de transformation ont freiné la distribution des crédits. Ce constat est corroboré par la note de conjoncture de la BCT de février 2020. L'institut d'émission y souligne le caractère généralisé de la décélération des crédits :

- Pour les crédits aux particuliers (crédits à la consommation et au logement) : une croissance de 0,4% en 2019 contre une hausse de 5,5% en 2018,

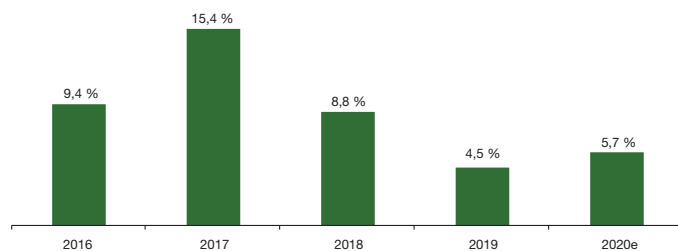
- Pour les crédits aux professionnels (notamment les crédits aux entreprises) : une augmentation de 4,7% en 2019 contre une progression de 10,2% en 2018.

- En réalité, c'est sur le deuxième semestre que la décélération des crédits a été la plus ressentie. En fait, la croissance des crédits était de 2,5% sur le premier semestre 2019 et s'est établie à 1,9% seulement sur la deuxième moitié de l'année.

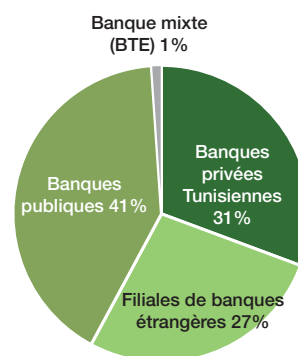
■ Force est de constater également, que ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur (+9,7% à 28,1 milliards de dinars) en 2019. Le secteur privé a, quant à lui, fait preuve de sagesse, privilégiant la prudence aux volumes (+1,1% à 39,6 milliards de dinars).

■ En 2019, avec une collecte plus soutenue et une production des crédits plus maîtrisée, le ratio de transformation global* du secteur a enregistré une inflexion de tendance comparativement à 2018. Cet agrégat, utilisé comme benchmark pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire, s'est rétracté de 3,2 points de taux en moyenne pour s'établir à 95,5% pour l'ensemble du secteur.

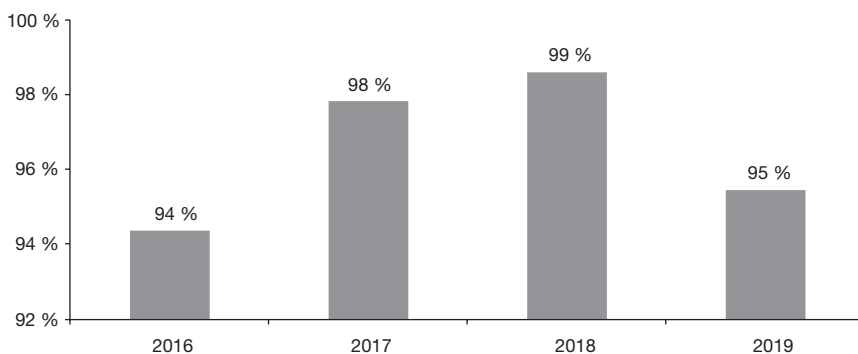
Croissance annuelle des crédits



Répartition des crédits du secteur coté en 2019



Evolution du ratio de transformation global à l'échelle du secteur bancaire coté



■ La palme d'or est revenue à l'**ATB** en 2019. Après une année 2018 «morose» au niveau des crédits, la filiale du Groupe Arab Bank semble entamer une nouvelle politique commerciale plus dynamique (redynamisation de la force de vente pour reconquérir la clientèle historique et attirer des nouveaux clients) qui lui a permis de transformer la baisse des crédits enregistrée à fin juin 2019 de -1,7% en une progression de 16,1% sur l'année pleine. Nonobstant la hausse significative des engagements, la banque a réussi à maîtriser son ratio de transformation réglementaire (en baisse de 8,4 points de taux sur l'année 2019 à 124,4%).

* Le ratio de transformation global (crédits / [dépôts + emprunt et ressources spéciales]) est utilisé comme benchmark pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire à l'échelle du secteur.



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2019	Variation 2018-2019	Part de marché 2019	Variation 2019-2020e	Variation par rapport à 2019
BNA	10 447	+12,1%	15,3%	11 282	+8,0%
BIAT	10 389	-2,7%	15,2%	11 116	+7,0%
BH	9 647	+5,7%	14,1%	9 840	+2,0%
STB	7 978	+11,8%	11,7%	8 537	+7,0%
AMEN BANK	5 728	-3,4%	8,4%	5 957	+4,0%
ATTIJARI BANK	5 715	+5,0%	8,4%	6 172	+8,0%
UIB	5 499	+3,2%	8,0%	5 664	+3,0%
ATB	4 823	+16,1%	7,1%	5 353	+11,0%
BT	4 454	-0,3%	6,5%	4 721	+6,0%
UBCI	2 570	-6,7%	3,8%	2 493	-3,0%
BTE	744	+1,5%	1,1%	752	+1,0%
WIB	402	-0,2%	0,6%	426	+6,0%
Secteur bancaire coté	68 396	+4,5%		72 313	+5,7%
Dont secteur public	28 072	+9,7%	41,0%	29 659	+5,7%
Dont secteur privé	39 579	+1,1%	57,9%	41 902	+5,9%

Ratios de transformation	Ratio de transformation global			Ratio de transformation réglementaire (2019)
	31/12/18	31/12/19	Variation 2018-2019	
WIB	120,7%	103,0%	▼	112,3%
BH	114,5%	114,2%	▼	139,2%
BNA	110,7%	114,0%	▲	NC
STB	107,4%	103,8%	▼	137,4%
BT	106,9%	97,7%	▼	110,6%
UIB	105,0%	101,8%	▼	116,7%
BTE	99,9%	96,0%	▼	121,1%
AMEN BANK	92,7%	89,0%	▼	118,5%
UBCI	92,6%	95,1%	▲	120,0%
BIAT	90,6%	78,6%	▼	109,0%
ATB	84,7%	87,1%	▲	124,4%
ATTIJARI BANK	78,0%	77,9%	=	108,0%
Secteur bancaire coté	98,6%	95,5%	▼	-
Dont secteur public	111,1%	111,0%	=	-
Dont secteur privé	91,9%	86,8%	▼	-

■ La **STB** poursuit sur sa lancée commerciale, affichant une croissance vigoureuse des crédits en 2019, et ce pour la troisième année de suite. Le portefeuille des crédits de la banque a progressé de 11,8%, frôlant 8 milliards de dinars. Cette croissance a touché, principalement, les crédits de gestion qui se sont accrus de 8,5% pour se situer à 4,3 milliards de dinars, en 2019. Une évolution conforme aux orientations de la banque visant à accroître la part de cette forme d'engagements. La dynamique commerciale de la **STB** est d'autant plus à saluer qu'elle s'est accompagnée par une meilleure maîtrise du ratio de transformation réglementaire (en régression de 12,6 points de taux à 137,4% sur 2019).

■ **BH** a créé la surprise en terminant 2019 avec une croissance de 5,7% à 9,6 milliards de dinars. Le leader des crédits logement a nettement réduit les voiles sur les crédits pour «digérer» la forte croissance des dernières années (un bond annuel moyen de 17,6% sur la période 2014-2018). Nonobstant la réduction de la cadence, le ratio de transformation réglementaire n'a été que peu affecté. Ce dernier s'est établi à 139,2%, à fin 2019, contre 140% fin 2018. Il reste, de ce fait, parmi les plus élevés du secteur coté.

■ Dans la continuité de 2018, **Attijari Bank** a fait preuve de prudence en 2019. L'encours des crédits de la filiale du Groupe Attijariwafa Bank a enregistré une augmentation de 5% à 5,7 milliards de dinars. Grâce à une croissance des dépôts supérieure à celle des crédits pour deux années d'affilée (2018 et 2019), la banque est parvenue à réduire son ratio de transformation réglementaire à 108% en 2019 (contre un maximum

réglementaire de 120%); un niveau parmi les plus faibles du secteur qui confère à la banque une marge de manoeuvre pour revigorer sa croissance au niveau des crédits dès les premiers signes de reprise post-COVID.

■ L'activité du crédit a bien résisté sur le premier semestre de 2020, cumulant une hausse du volume des engagements du secteur de 4,1%. Malgré le climat des affaires atone, nous pensons que la production du secteur sera soutenue par : 1) le relâchement de la réglementation prudentielle, notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire*, 2) l'assouplissement de la politique de refinancement de la BCT et 3) les mesures de relance de l'économie mises en place par le Gouvernement comme le mécanisme de garantie des crédits de gestion et d'exploitation, la ligne de crédit pour le refinancement des crédits de consolidation et de rééchelonnement pour les PME dont l'activité a été affectée par la crise de la COVID-19 et le mécanisme de bonification du taux d'intérêt.

■ Tenant compte des réalisations du premier semestre, nous anticipons une croissance de l'encours des crédits du secteur de 5,7% à 72,3 milliards de dinars sur l'année pleine 2020.

3) Le produit net bancaire

■ La croissance du PNB a perdu de son élan en 2019, comparativement aux dernières années. Les revenus agrégés du secteur ont enregistré une progression de 13,2%, approchant les 5 milliards de dinars, contre une hausse moyenne de 18,3% sur la période 2016-2018.

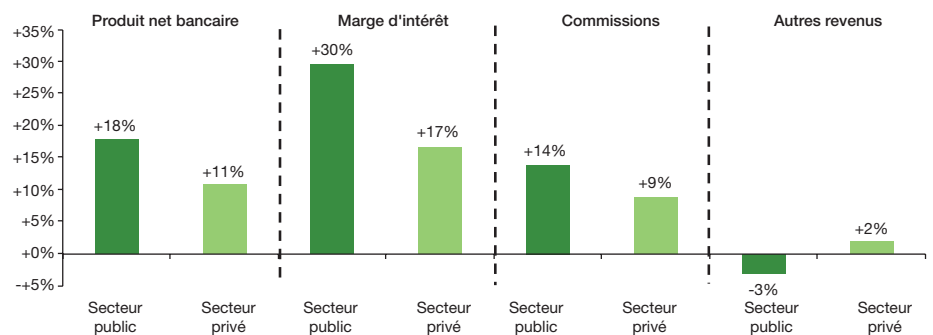
* La BCT autorise, désormais, les banques à déduire le cumul des tombées des crédits reportés (pour les entreprises et les particuliers) du numérateur du ratio de transformation réglementaire. Par ailleurs, pour les banques en dépassement de la limite de 120%, l'exigence trimestrielle de réduction du ratio a été ramenée à 1% contre 2% précédemment.



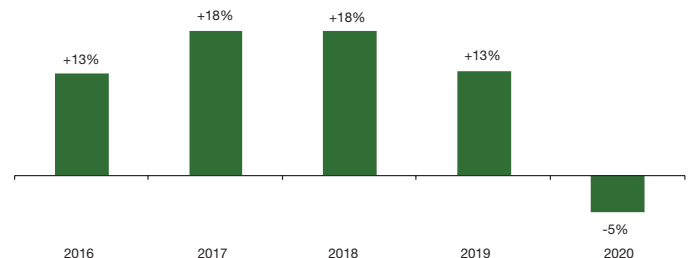
■ Cette performance a été dopée par la marge d'intérêt (+21,5% à 2,7 milliards de dinars) et dans une moindre mesure par les commissions (+10,5% à 1 milliard de dinars). Le constat est tout autre au niveau des autres revenus (produits de placement et gains nets de change) qui ont quasiment fait du surplace (-0,3%) à 1,2 milliard de dinars.

■ Le rehaussement du taux directeur par la BCT, en février 2019 (+100pb) a donné un coup d'accélérateur à la marge d'intérêt. Autre fait à l'honneur, il semble que les banques ont globalement réussi à sauvegarder voire à améliorer leur spread de crédit. Selon nos estimations, le spread apparent du secteur s'est apprécié de 53 points de base, ressortant à 4,3%, en 2019.

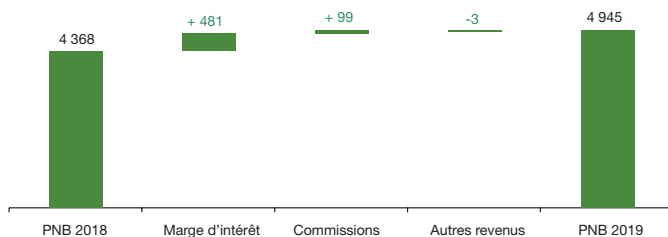
Performances comparées du secteur public Vs secteur privé en 2019



Evolution annuelle du produit net bancaire



Décomposition de la croissance du PNB en 2019



■ L'évolution des commissions est d'autant plus salubre au vu du ralentissement des octrois des crédits. Pour booster leurs commissions, les banques ont, sans doute, entrepris de relever leurs tarifs.

■ Récolant les fruits de leur programme de relance commerciale, les banques publiques ont affiché une meilleure vigueur comparativement à leurs consoeurs privées. Abstraction faite des autres revenus, le secteur

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2019	Variation 2018-2019	Commissions 2019	Variation 2018-2019	Autres revenus 2019	Variation 2018-2019	PNB 2019	Variation 2018-2019	Part de marché 2019	PNB 2020e	Variation 2019-2020e
BIAT	538	+16,5%	199	+8,4%	220	+16,3%	957	+14,7%	19,4%	956	-0,1%
BNA	406	+22,2%	123	+14,8%	125	+9,4%	654	+18,2%	13,2%	634	-3,1%
STB	363	+42,5%	101	+17,8%	137	+3,1%	601	+27,0%	12,2%	559	-6,9%
BH	273	+25,8%	99	+9,2%	121	-18,3%	493	+8,2%	10,0%	452	-8,3%
ATTIJARI BANK	252	+24,3%	111	+5,6%	122	-5,7%	484	+11,0%	9,8%	502	+3,6%
UIB	247	+17,1%	124	+17,3%	49	+5,0%	419	+15,6%	8,5%	298	-28,9%
AMEN BANK	155	+14,6%	98	+9,8%	151	+0,9%	405	+8,0%	8,2%	378	-6,7%
BT	218	+18,0%	57	+1,7%	86	-0,8%	361	+10,2%	7,3%	381	+5,5%
UBCI	145	+21,9%	51	+16,5%	59	-10,3%	255	+11,6%	5,2%	218	-14,4%
ATB	89	-5,7%	52	-2,7%	99	-0,2%	239	-2,8%	4,8%	269	+12,4%
BTE	25	+42,1%	19	+15,8%	10	-39,6%	53	+7,3%	1,1%	40	-24,3%
WIB	14	+5,6%	6	+32,2%	2	-63,3%	22	-8,0%	0,5%	28	+24,1%
Secteur bancaire coté	2 723	+21,5%	1 041	+10,5%	1 181	-0,3%	4 945	+13,2%		4 715	-4,6%

public a surperformé le secteur privé dans toutes les catégories de revenus (voir graphique de la page précédente).

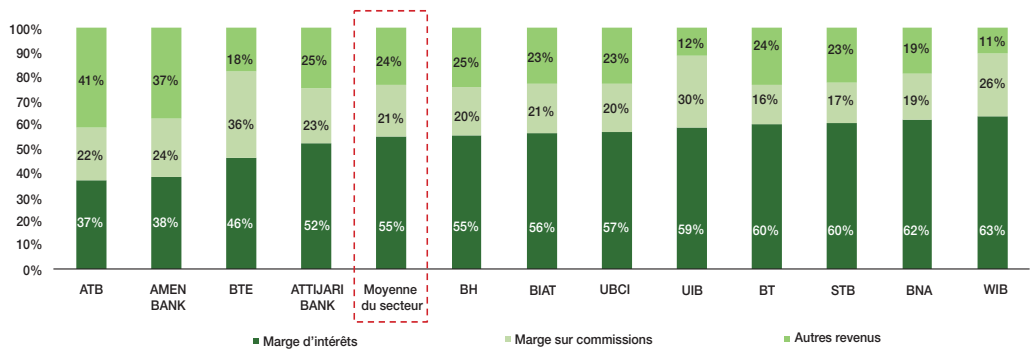
■ Les chiffres de la première moitié de l'année en cours sont globalement rassurants au rayon du PNB: une baisse du PNB contenue à -3%, en glissement annuel. Certes, les chiffres du PNB ne sont pas définitifs*, mais ils fournissent une idée sur le comportement des revenus sur la première moitié de l'année, qui tient compte d'environ trois mois de confinement général.

■ Sur l'année pleine, nous pensons que les revenus du secteur bancaire devraient subir la jonction de plusieurs facteurs défavorables: 1) l'effet prix de la baisse du taux directeur de la BCT, à partir du mois de mars sur la marge d'intérêt, 2) le manque à gagner en termes d'intérêts intercalaires pour les reports des échéances des crédits accordés aux particuliers, et 3) dans une moindre mesure le manque à gagner en termes de commissions suite aux mesures de tarification instituées par la BCT. Côté chiffres, nous tablons sur un repli du PNB de 4,6% à 4,7 milliards de dinars, en 2020.

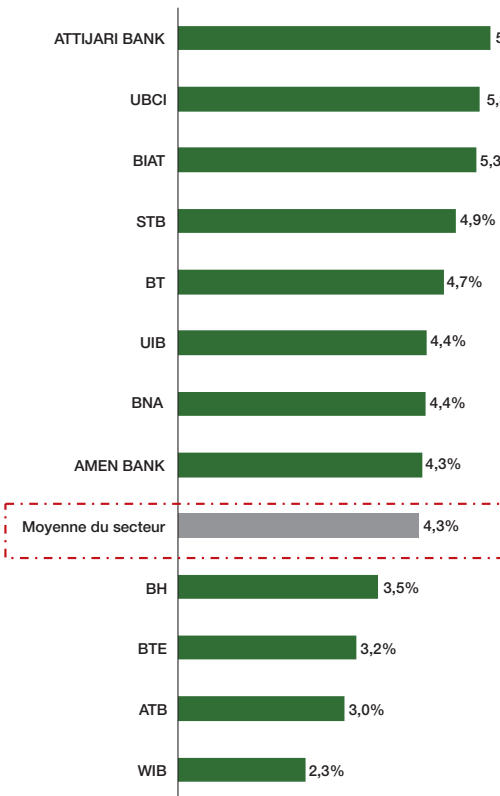
4) La productivité

■ En 2019, la productivité du secteur bancaire coté a opposé la meilleure résistance au contexte social tendu, à l'inflation des coûts et à un environnement prudentiel plus contraignant, impliquant des surcoûts réglementaires. Et pour cause : une croissance vigoureuse du PNB (+13,2%) supérieure à celle des frais généraux (+8,2%), une modération de la politique expansionniste du réseau (13 ouvertures d'agences en 2019 contre 43 ouvertures en moyenne

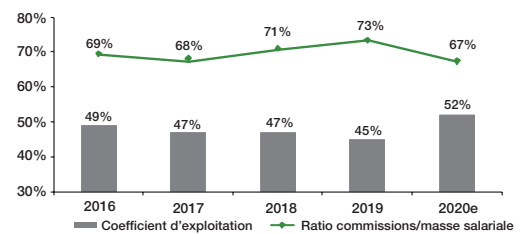
Structure du PNB du secteur bancaire en 2019



Spread d'intérêt apparent moyen par banque (2019)



Evolution des indicateurs de productivité du secteur coté



sur la période 2015-2018), une meilleure productivité des agences, et une réduction couplée à une meilleure allocation des effectifs (baisse des effectifs moyens par agences de 2%** entre 2018 et 2019).

■ Certes, les banques publiques jouissent aujourd'hui d'un meilleur coefficient d'exploitation que leurs pairs privés mais il leur reste encore du chemin à parcourir pour converger vers la norme sectorielle au niveau du ratio de couverture des salaires par les commissions et du ratio du nombre d'employés par agence (voir tableau dans la page suivante).

* Les chiffres du PNB au 30 juin 2020 dévoilés par les banques dans leurs indicateurs d'activité intègrent des produits qui peuvent être revus à la baisse suite à une éventuelle publication d'un texte lié au traitement des reports des échéances sur les crédits aux particuliers.

** Ne tenant pas compte de BTE dont l'effectif au 31/12/2019 n'est pas communiqué.



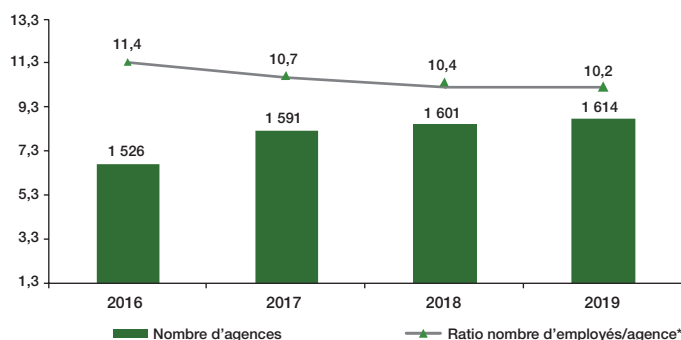
■ Toutes les banques de la cote ont enregistré une amélioration de leur coefficient d'exploitation hormis **Wifak Bank** (+33,2 points de taux à 144%), **ATB** (+7,4 points de pourcentage à 74%), **BTE** (+4 points de taux à 76,8%) et **BH** (+0,5 point de pourcentage à 42%). L'évolution des revenus de ces dernières a été insuffisante pour éponger la progression de leurs frais généraux.

■ La **STB** (un coefficient d'exploitation de 39%) a réalisé un important bond en avant au niveau du coefficient d'exploitation, en 2019, intégrant le trio des banques les plus productives de la place aux cotés de la **BT** (un coefficient d'exploitation de 31,7%) et d'**Amen Bank** (un coefficient d'exploitation de 39,3%). La productivité de la banque publique a profité d'une hausse contenue des frais généraux (+6,6% à 234,2M Dt) et de la poursuite du programme de restructuration sociale (départ de 92 personnes à la retraite). Ce constat est d'autant plus appréciable que la banque a poursuivi son programme d'extension du réseau (ouverture de 6 nouvelles agences sur 2019).

■ Les majors privées du secteur privé, la **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 41,7%), **Attijari Bank** (un coefficient d'exploitation de 45,5%) et l'**UIB** (un coefficient d'exploitation de 45,5%) continuent à occuper le milieu du tableau en termes de coefficient d'exploitation, en 2019. Ces trois banques affichent une capacité inégalée à poursuivre leur dynamisme commercial sans pénaliser leur productivité. A noter que grâce à leur forte capacité génératrice de commissions, ces trois banques affichent des ratios de couverture de la masse salariale par les commissions

Chiffres de 2019	Secteur public	Secteur privé
Coefficient d'exploitation	41,8%	46,2%
Commissions/salaires	65,1%	78,3%
PNB/agence (en MDt)	3,7	2,8
Employés/agence	12,5	9,3

Evolution du nombre d'agences et du nombre d'employés par agence



* Ne tenant pas compte de BTE dont l'effectif au 31/12/2019 n'est pas communiqué.

appréciables, supérieurs à la moyenne sectorielle (de 73,5% en 2019).

■ **Wifak Bank** (un coefficient d'exploitation de 144%), **BTE** (un coefficient d'exploitation de 76,8%), **ATB** (un coefficient d'exploitation de 74%) et **UBCI** (un coefficient d'exploitation de 61,8%) restent à la traîne du secteur au rayon de la productivité. Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour **Wifak** du fait des investissements importants du démarrage, la sous-productivité est une carence de longue date pour la **BTE**, l'**ATB** et l'**UBCI**. Il s'agit d'un chantier prioritaire pour le nouveau management de l'**ATB** et les futurs reprenneurs de la **BTE** et de l'**UBCI**.

■ En 2020, avec un PNB qui se replie et des charges d'exploitation qui augmentent, le secteur bancaire accusera sans doute une dégradation ponctuelle de sa productivité. Les dons octroyés par les banques aux structures

Indicateurs de productivité	Coefficient d'exploitation				Ratio commissions/masse salariale			
	2018	2019	Variation	2020e	2018	2019	Variation	2020e
BT	31,7%	31,7%	≈	34,9%	82,1%	76,4%	▼	70,2%
STB	46,4%	39,0%	▼	47,6%	59,9%	67,2%	▲	60,6%
AMEN BANK	39,2%	39,3%	≈	47,4%	87,6%	89,8%	▲	82,5%
BIAT	46,0%	41,7%	▼	46,0%	83,0%	93,7%	▲	88,8%
BH	41,5%	42,0%	▲	48,3%	72,3%	74,0%	▲	72,1%
BNA	48,0%	44,3%	▼	52,5%	54,7%	58,0%	▲	57,1%
ATTIJARI BANK	46,9%	45,5%	▼	47,7%	80,4%	78,8%	▼	68,0%
UIB	46,5%	45,5%	▼	74,1%	90,8%	94,0%	▲	81,0%
UBCI	63,2%	61,8%	▼	75,7%	46,4%	49,6%	▲	38,0%
ATB	66,6%	74,0%	▲	73,6%	56,8%	51,2%	▼	48,8%
BTE	72,8%	76,8%	▲	117,9%	67,9%	70,1%	▲	40,3%
WIB	110,8%	144,0%	▲	85,6%	30,0%	32,4%	▲	51,6%
Secteur bancaire coté	47,1%	45,0%	▼	52,3%	70,8%	73,5%	▲	67,3%



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

de l'Etat comme le fonds 1818 dédié à la lutte contre la COVID-19 biaiseront d'autant plus la comparabilité avec l'exercice 2019. Nous considérons ces dons (d'une valeur globale de 105,6MDt pour l'ensemble du secteur, en 2020, selon les dernières données disponibles) comme des charges faisant partie des surcoûts de la crise actuelle. En conséquence à ce qui précède, nous pensons que le secteur bancaire devrait afficher une progression de son coefficient d'exploitation de 7,3 points de taux à 52,3% en 2020.

5) La qualité du portefeuille

■ Malgré un climat des affaires morose et la hausse des risques d'impayés générée par la montée des taux, les banques ont globalement réussi à préserver leur qualité du portefeuille sur l'année 2019. Le stock des créances classées a affiché une évolution timide de 3%, en ligne avec les créances brutes, à 10,4 milliards de dinars, selon nos estimations. Le taux des créances classées global pour le secteur s'est, ainsi maintenu aux alentours de 11,8%.

■ Les banques de la place ont poursuivi leur effort de couverture des créances classées, constatant une enveloppe de provisions de 675MDt sur les créances en 2019 (soit 13,6% du PNB sectoriel). Le taux de couverture des créances classées a gagné un point de taux, se montant à 69% et convergeant ainsi vers le niveau recommandé par la BCT (de 70%).

■ Toutefois, l'évolution de la qualité du portefeuille à l'échelle sectorielle masque d'importantes disparités entre les banques.

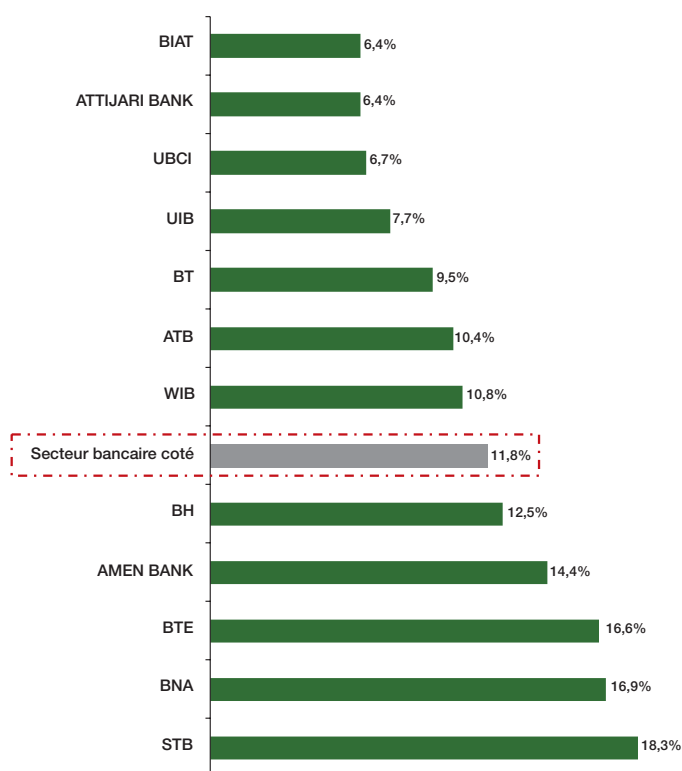
■ **Attijari Bank** et **l'UBCI** continuent à montrer l'exemple en matière de qualité du portefeuille avec

des taux des créances classées inférieurs à 7% et des taux de couverture au-dessus de 80%. Elles confirment leur capacité à maîtriser leurs risques.

■ Les autres majors du secteur privé comme la **BIAT** et la **BT** ont beau maintenir des taux des créances classées appréciables, inférieurs à 10% en 2019 (6,4% pour la **BIAT** et 9,5% pour la **BT** mais ont subi une dégradation de leur taux de couverture sur les dernières années en raison notamment de la classification de la société **Carthage Cement** (un taux de couverture de 58,6% pour la **BIAT** et de 61,7% pour la **BT**). Au vu du niveau maîtrisé du taux des créances classées, les efforts de couverture supplémentaires à consentir par les deux banques devraient être limités dans le temps. Nous restons, également confiants à moyen terme dans la capacité de la **BIAT** et de la **BT** à recouvrer leurs créances envers **CC** et à opérer des reprises sur provisions, suite à l'opération de recapitalisation de la cimenterie publique bouclée début 2020 (une levée de 206MDt).

■ Les banques publiques continuent à tirer profit des efforts de nettoyage du bilan, du démarrage depuis 2018 du traitement transactionnel des créances classées et de la nouvelle politique de crédit plus prudente qui a été instaurée conformément à leur plan de transformation. Le portefeuille des crédits des banques étatiques est désormais, en moyenne, mieux provisionné que leurs pairs privés. Exception faite de la **BNA** qui devrait encore faire des sacrifices au niveau de ses bénéfices pour couvrir convenablement ses créances classées, les deux autres banques publiques affichent doré et déjà

Taux des créances classées par banque (en 2019)



Chiffres de 2019	Secteur public	Secteur privé
Taux de créances classées moyens estimés	15,9%	9,4%
Taux de couverture moyens estimés	70,1%	68,3%

des taux de couverture supérieurs à 70%, en 2019.

■ En 2020, nous estimons que le choc de la COVID-19 devrait faire subir au secteur bancaire une dégradation de la qualité du portefeuille et une flambée du coût du risque.

■ Evidemment l'impact ne sera pas le même pour toutes les banques.

Celles qui sont exposées aux secteurs du tourisme, du transport, de l'immobilier et du BTP seront les plus affectées par la crise. En moyenne, nous anticipons un accroissement du coût du risque de 24% (soit +177MDt) à 922MDt en 2020 pour le secteur.

6) La rentabilité

■ 2019 a été un bon cru pour le secteur bancaire au niveau de la



rentabilité. Hormis **Wifak Bank**, toutes les banques ont publié des résultats nets dans le vert.

- Profitant du contexte haussier des taux, d'une amélioration de la productivité et de la gestion des risques, le secteur bancaire a atteint un nouveau cap de rentabilité. La masse bénéficiaire du secteur (hors éléments exceptionnels) a enregistré une croissance remarquable de 21,3%, atteignant 1,5 milliard de dinars.

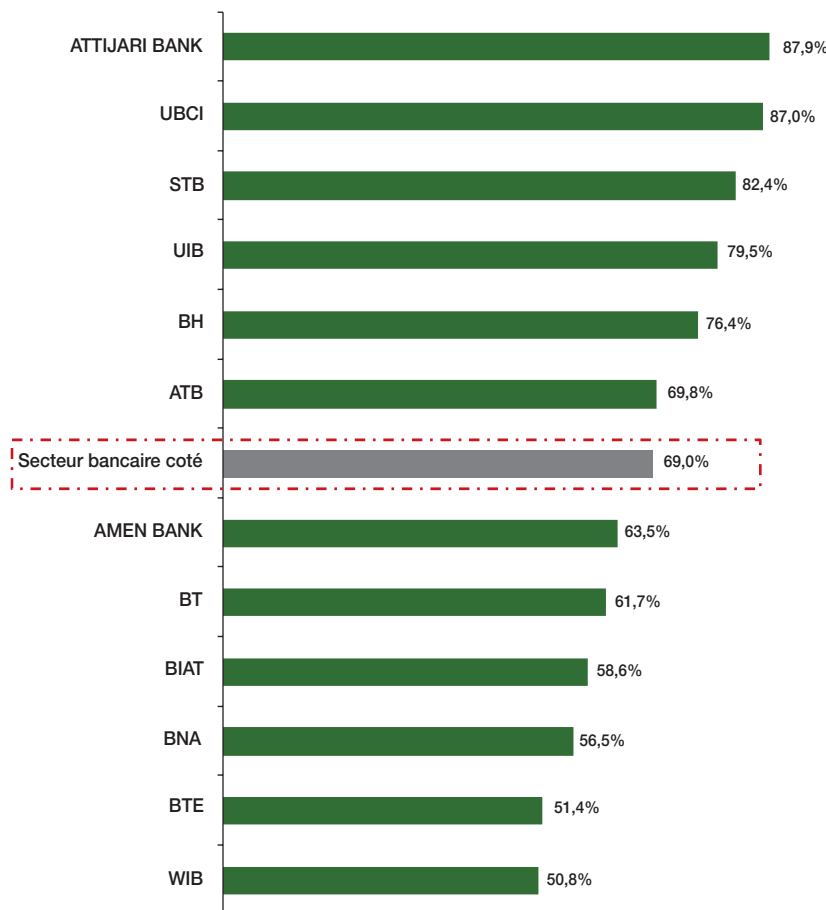
- Au niveau consolidé, les bénéfices nets part du groupe agrégés du secteur ont affiché un bond de 25% à 1,5 milliard de dinars*. Cette reprise a permis de rehausser la rentabilité financière (ROE) du secteur, en 2019, de 0,5 point de taux à 18,7%; un niveau appréciable eu égard à la taille des fonds propres des banques.

- **Attijari Bank** et la **BIAT** restent les références du secteur en termes de rentabilité. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité et de rigueur leurs valent d'afficher un ROE respectif de 33,6% et de 30%.

- En 2019, la **STB** s'est nettement démarquée de ses consœurs publiques avec un triplement du résultat net part du groupe à 183,4MDt et un ROE de 28,5%, plaçant la banque au troisième rang à l'échelle du secteur.

- Les deux autres banques publiques, la **BH** et la **BNA**, affichent des niveaux de rentabilité financière en deçà de la moyenne sectorielle, en 2019, en dépit des bienfaits des plan de transformation sur la rentabilité et des plus-values du programme de cession d'actifs pour la **BNA** (une plus-value de 12,6MDt en 2019).

Taux de couverture des créances classées par banque (en 2019)

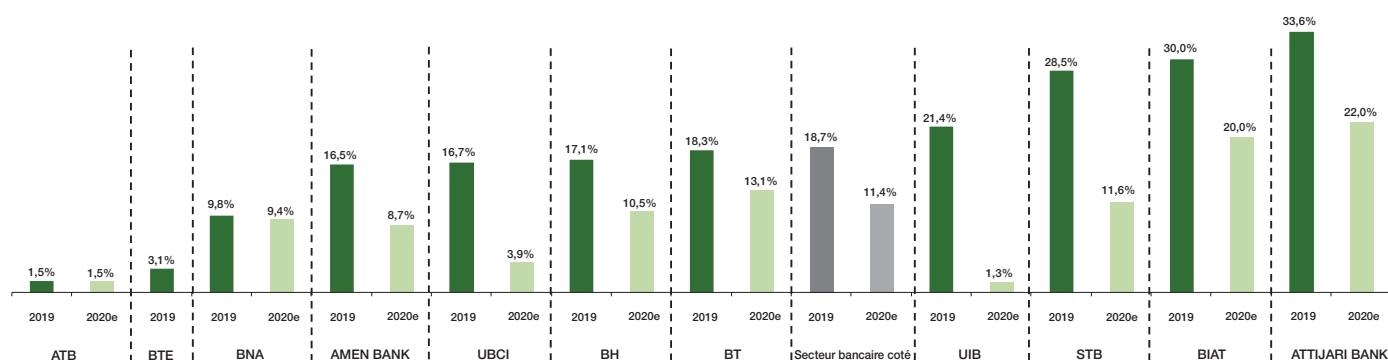


* Hors éléments exceptionnels comme la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat.

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

ROE part du groupe par banque (2019 et 2020e*)



* Le ROE de Wifack International Bank en 2019 et en 2020 (estimé) est négatif. Celui de la BTE devrait être négatif en 2020, selon nos estimations.

Chiffres en MDT	Résultat individuel**					Résultat net part du groupe**				
	2018	2019	Variation 2018-2019	2020e	Variation 2019-2020e	2018	2019	Variation 2018-2019	2020e	Variation 2019-2020e
AMEN BANK	121,8	146,0	+19,9%	91,5	-37,3%	127,1	147,4	+16,0%	92,0	-37,6%
ATB	7,4	6,4	-14,7%	6,4	+1,5%	9,8	9,1	-7,5%	8,9	-2,0%
ATTIJARI BANK	151,1	178,6	+18,2%	161,8	-9,4%	158,6	186,2	+17,4%	167,9	-9,8%
BH	144,7	147,7	+2,1%	108,5	-26,6%	153,6	145,2	-5,4%	105,7	-27,2%
BIAT	264,7	333,0	+25,8%	295,3	-11,3%	271,1	345,1	+27,3%	306,2	-11,3%
BNA	146,2	190,6	+30,4%	130,5	-31,5%	132,7	199,9	+50,6%	140,7	-29,6%
BT	115,6	135,3	+17,0%	118,6	-12,3%	121,5	134,5	+10,7%	117,7	-12,5%
BTE	1,0	6,0	-	-22,6	-	0,9	4,4	-	-24,4	-
STB	83,8	162,1	+93,4%	81,0	-50,0%	62,9	183,4	-	99,1	-46,0%
UBCI	51,2	57,5	+12,2%	16,1	-72,0%	54,7	57,4	+4,9%	16,0	-72,2%
UIB	117,6	117,1	-0,4%	10,5	-91,0%	115,1	116,3	+1,1%	9,7	-91,7%
WIB	-3,8	-23,0	-	-14,3	-	-3,8	-22,9	-	-14,2	-
Secteur bancaire coté	1 201,3	1 457,1	+21,3%	983,3	-32,5%	1 204,1	1 506,0	+25,1%	1 025,4	-31,9%
Secteur public	374,8	500,4	+33,5%	320,0	-36,1%	349,2	528,5	+51,4%	345,6	-34,6%
Secteur privé	825,6	950,7	+15,2%	685,9	-27,9%	854,0	973,1	+13,9%	704,2	-27,6%

** Hors éléments exceptionnels comme la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat.



Les deux banques continuent à tirer vers le bas le ROE du secteur public (un ROE de 16,2%, en 2019) et à creuser son écart par rapport au secteur privé (un ROE de 20,7%, en 2019).

- Le secteur bancaire devrait connaître une dégradation de sa rentabilité en 2020 en raison de la décroissance du PNB, de la hausse des frais généraux, provenant notamment des dons aux structures de l'Etat pour lutter contre la COVID-19, et de la flambée du coût du risque.

- Selon nos estimations, la masse bénéficiaire agrégée du secteur devrait subir une contraction de 33% à 1 milliard de dinars, ne tenant pas compte des éléments exceptionnels comme la contribution fiscale au budget de l'Etat. Quant au ROE sectoriel, il devrait reculer, selon nos estimations, de 7,3 points de taux pour s'établir à 11,4% en 2020.

7) La solvabilité

- En 2019, le secteur bancaire a affiché une consolidation générale de sa solvabilité. Hormis la **WIB** dont le ratio de solvabilité global pour 2019 n'est pas communiqué, toutes les banques de la cote ont affiché une amélioration de leur solvabilité, au sens du ratio Tier 2.

- En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables :

- La croissance organique et soutenue des bénéfices,

- Le ralentissement de la croissance des engagements donc des actifs pondérés par les risques,

- Le renforcement des ressources stables du secteur en raison de l'augmentation de capital de la **BNA** et de la réalisation de quatre levées obligataires subordonnées pour un montant global de 240MDt.

- La consolidation de l'assise financière du secteur est, également, attestée par le ratio du levier financier (fonds propres/ total actifs) qui a affiché, en 2019, une évolution positive comparativement à 2018 pour quasiment toutes les banques de la cote (voir tableau ci-dessous).

Ratio de solvabilité global (Tier 2)	2018	2019	Variation
BNA	14,7%	18,2%	▲
BT	13,9%	16,8%	▲
AMEN BANK	14,6%	15,0%	▲
ATTIJARI BANK	12,5%	14,2%	▲
BTE	12,6%	13,9%	▲
STB	10,7%	12,6%	▲
UIB	11,3%	12,4%	▲
BIAT	10,1%	12,2%	▲
BH	10,7%	11,1%	▲
UBCI	10,4%	11,1%	▲
ATB	10,2%	10,5%	▲
WIB	29,5%	N.C	-

Chiffres individuels en MDt	Fonds propres avant affectation			Lever financier (Fonds propres/ total actifs y compris les actifs hors bilan)		
	2018	2019	Variation	2018	2019	Variation
AMEN BANK	905,3	1 014,5	+12,1%	7,1%	7,9%	▲
ATB	546,5	545,8	-0,1%	7,6%	6,6%	▼
ATTIJARI BANK	635,5	720,3	+13,3%	5,8%	5,9%	≈
BH	867,3	981,1	+13,1%	7,1%	7,2%	≈
BIAT	1 223,1	1 471,6	+20,3%	5,9%	6,9%	▲
BNA	1 152,1	1 522,9	+32,2%	7,6%	8,6%	▲
BT	839,3	918,4	+9,4%	10,2%	11,1%	▲
BTE	131,1	137,0	+4,6%	7,3%	7,6%	▲
STB	870,2	1 027,9	+18,1%	6,9%	7,6%	▲
UBCI	354,0	387,5	+9,5%	5,5%	6,8%	▲
UIB	530,5	623,5	+17,5%	7,0%	7,8%	▲
WIB	182,2	159,0	-12,7%	25,0%	17,5%	▼
Secteur bancaire coté	8 237,0	9 509,4	+15,4%	7,1%	7,7%	▲
Dont secteur public	2 889,6	3 531,9	+22,2%	7,2%	7,9%	▲
Dont secteur privé	5 216,4	5 840,5	+12,0%	7,0%	7,5%	▲

■ Dans la continuité de 2018, la **BNA** s'est offert la plus forte augmentation du ratio de solvabilité global à l'échelle du secteur en 2019 (+2,5 points de taux) à 18,2%, soit quasiment le double de l'exigence réglementaire (un minimum de 10%). La bonne orientation de l'activité intrinsèque, la poursuite du programme de cession d'actifs et la réalisation de l'augmentation de capital avec succès courant l'été 2019 expliquent cette performance. Avec son matelas confortable de fonds propres (1,5 milliard de dinars, soit les fonds propres les plus élevés de la place), la banque est bien outillée pour repartir à la quête des parts de marché et revigorer sa croissance dans les prochaines années

■ Anticipant le renforcement de la solvabilité de la banque, le management de la **BNA** avait promis en 2019, en marge de l'augmentation du capital, le retour à la distribution des dividendes au titre de 2019, après six années blanches pour les actionnaires (un dividende de 0,500Dt par action, soit un payout de 26%). Mais ce retour aux dividendes n'a pas pu se concrétiser vu la décision de la BCT de suspendre la distribution des dividendes pour toutes les banques au titre de 2019.

■ **Amen Bank** a atteint un nouveau palier de fonds propres, entrant ainsi dans le club restreint des banques avec une assise financière supérieure à 1 milliard de dinars. Cette évolution couplée au trend baissier des crédits a été bénéfique pour les ratios de solvabilité de la banque. Le ratio Tier 1 et le ratio Tier 2 se sont respectivement établis à 11,4% et à 15% à fin 2019.

■ Conforté par les bons résultats de 2019 et le renforcement des indicateurs de solvabilité de la **BIAT** (progression respective du ratio Tier 1 et Tier 2 de 2,4 points de taux à 10,6% et de 2,1% à 12,2% en 2019), le management de la banque a décidé de renoncer à l'appel au marché annoncé en 2018.

■ Dans la continuité de 2019 et malgré la baisse attendue des bénéfices en 2020, le secteur bancaire devrait connaître une consolidation de sa solvabilité en 2020 grâce à la suspension de la distribution des dividendes par la BCT au titre de l'exercice 2019.

III - Modèle de Scoring

■ Etant donnée les fondamentaux et les profils de risque différents, nous utilisons la méthode de notation multicritères : Méthode de Scoring dans notre benchmarking bancaire. Cette approche repose sur plusieurs critères fondamentaux, inhérents à l'activité bancaire :

1) La dynamique commerciale

■ Nous privilégions les banques qui occupent une position concurrentielle forte et qui adoptent une politique de collecte et de crédit active sans pénaliser leur ratio de transformation réglementaire.

■ Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

- La part de marché « dépôts » à fin décembre 2019,

- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2018-2019,

- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2019.

2) Le Produit Net Bancaire (2019)

■ Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB la plus favorable à la baisse des taux et la structure de la collecte la plus avantageuse. Ces indicateurs sont appréciés par :

- L'exposition à la marge d'intérêt,

- Le coût estimé des ressources,

- Le spread d'intérêt estimé,

- La part des dépôts à vue dans le total «dépôts».

3) La productivité (2019)

■ Ce critère est mesuré par le coefficient d'exploitation et par le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions.

4) La qualité du portefeuille (2019)

■ Elle est évaluée par le taux des créances classées et le taux de couverture.

5) La rentabilité des fonds propres (estimations de 2020)

■ Elle est mesurée par le ROE net part du groupe sans prendre en considération les plus-values éventuelles sur cession des participations dans les entreprises non financières en vertu de la Loi Bancaire de 2016.

6) La solvabilité (2019)

■ Cet indicateur reflète la solidité financière d'une banque. En l'absence d'une information exhaustive sur le ratio Core Tier 1 (qui apprécie la solidité des fonds propres stricto sensu), notre analyse se limitera au ratio Tier 2; un indicateur qui tient compte des fonds propres complémentaires.

7) Le ratio du levier (2019)

■ Le ratio du levier représente une mesure non pondérée de la solvabilité bancaire. Bien qu'aucune exigence réglementaire n'ait encore été imposée en matière de levier financier, l'utilisation du critère du levier fournit une appréciation supplémentaire sur le degré d'adéquation des fonds propres aux emplois d'une banque.

■ Le numérateur du ratio est constitué par les fonds propres nets. Son dénominateur est le total des actifs y compris les expositions hors bilan.

8) Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2020)

■ Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividendes. Pour neutraliser l'impact de la politique de provisionnement sur les fonds propres et remettre les banques sur le même pied d'égalité au niveau de la couverture, nous avons déterminé un P/B ajusté. Ce dernier se base sur des fonds propres retraités qui sont calculés par référence à un taux de couverture uniforme de 70% pour tout le secteur. Les retraitements incluent, de surcroît, la dotation de l'Etat à la STB (117MDt) et ne tiennent pas compte des plus ou moins-values éventuelles sur la cession des participations pour se conformer à la limite de 20% sur le capital des entreprises non financière.

9) La liquidité boursière (sur la période 2019-S1 2020)

■ Elle est jaugée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le capital social).

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31 décembre 2019 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Produit Net Bancaire						Productivité					
	Part de marché dépôts		Croissance moyenne des crédits sur la période 2018-2019		Ratio de transformation réglementaire		Exposition à la marge d'intérêt		Coût des ressources		Spread d'intérêt		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts		Coefficient d'exploitation		Ratio commissions/masse salariale	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
1) ATTIJARI BANK	11%	3	5%	8	108%	1	52%	4	4,2%	3	5,5%	1	45%	3	45%	7	80%	4
2) BIAT	20%	1	5%	7	109%	2	56%	6	3,9%	2	5,3%	3	48%	2	42%	4	83%	2
3) BT	6%	9	4%	9	111%	3	60%	9	5,2%	6	4,7%	5	30%	9	32%	1	82%	5
4) BH	10%	5	12%	3	139%	11	55%	5	6,1%	9	3,5%	9	32%	5	42%	3	72%	6
5) UIB	8%	7	6%	6	117%	5	59%	8	5,1%	5	4,4%	6	31%	7	46%	6	91%	1
6) AMEN BANK	8%	6	-3%	11	119%	6	38%	2	6,4%	11	4,3%	8	28%	10	39%	2	88%	3
7) BNA	13%	2	9%	4	0%	12	62%	11	6,4%	12	4,4%	7	26%	11	44%	8	55%	9
9) STB	11%	4	14%	2	137%	10	60%	10	5,1%	4	4,9%	4	24%	12	39%	5	60%	8
8) UBCI	4%	10	-3%	12	120%	7	57%	7	3,7%	1	5,3%	2	57%	1	62%	9	46%	11
10) ATB	8%	8	9%	5	124%	9	37%	1	5,3%	7	3,0%	11	32%	6	74%	10	57%	10
11) BTE	1%	11	2%	10	121%	8	46%	3	5,8%	8	3,2%	10	31%	8	77%	11	68%	7
12) WIB	1%	12	26%	1	112%	4	63%	12	6,1%	10	2,3%	12	35%	4	144%	12	30%	12
Moyenne sectorielle	-	-	7%	-	-	-	55%	-	5,5%	-	4,3%	-	32%	-	45%	-	71%	-

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31 décembre 2019 (sauf indication contraire)	Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2020e		Ratio de solvabilité (Tier 2)		Ratio du levier		Ratios de valorisation						Liquidité boursière : Taux de rotation sur la période 2019-S1 2020		Score final
	Taux de créances classées		Taux de couverture								P/B ajusté 2020e*		P/E 2020e*		Yield 2020e*		Valeur	Rang	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang					
1) ATTIJARI BANK	6,4%	1	87,9%	1	22%	1	14,2%	4	6%	12	1,2	10	6,8	5	7,9%	2	4%	8	156
2) BIAT	6,4%	2	58,6%	9	20%	2	12,2%	8	7%	9	1,0	8	5,3	3	6,6%	4	4%	7	153
3) BT	9,5%	5	61,7%	8	13%	3	16,8%	2	11%	2	1,6	12	12,9	7	4,4%	6	7%	4	129
4) BH	12,5%	8	76,4%	5	10%	5	11,1%	9	7%	8	0,3	2	3,5	1	7,6%	3	3%	9	128
5) UIB	7,7%	4	79,5%	4	1%	10	12,4%	7	8%	5	0,8	7	58,7	10	1,2%	9	7%	5	122
6) AMEN BANK	14,4%	9	63,5%	7	9%	7	15,0%	3	8%	4	0,6	5	7,3	6	5,3%	5	2%	11	118
7) BNA	16,9%	11	56,5%	10	9%	6	18,2%	1	9%	3	0,4	3	3,9	2	12,9%	1	6%	6	115
9) STB	18,3%	12	82,4%	3	12%	4	12,6%	6	8%	6	0,4	4	5,5	4	0,0%	10	3%	10	113
8) UBCI	6,7%	3	87,0%	2	4%	8	11,1%	10	7%	10	1,1	9	31,9	8	2,4%	7	1%	12	105
10) ATB	10,4%	6	69,8%	6	1%	9	10,5%	11	7%	11	0,7	6	38,9	9	2,0%	8	8%	3	98
11) BTE	16,6%	10	51,4%	11	Négatif	12	13,9%	5	8%	7	0,3	1	Non significatif	11	0,0%	10	15%	1	87
12) WIB	10,8%	7	50,8%	12	Négatif	11	N.C	12	17%	1	1,5	11	Non significatif	12	0,0%	10	13%	2	74
Moyenne sectorielle	11,9%	-	69,0%	-	11%	-	-	-	8%	-	0,8	-	7,4	-	5,3%	-	6%	-	117

* Données au 31/08/2020.

IV - Valorisations et opinions de Tunisie Valeurs

Les résultats donnés par l'analyse Scoring nous permettent de classer les valeurs bancaires comme suit :

1) Les Blue Chips : Les banques les plus réactives de la place qui ont maintenu une politique de crédit dynamique sur les dernières années et qui affichent une collecte bon marché et les ratios prudentiels les plus solides.

Ces dernières sont le plus à même de résister à la crise de la COVID-19, à l'assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre réglementaire. Avec des fondamentaux qui se distinguent nettement de la concurrence, **Attijari Bank** et **BIAT** devraient continuer à profiter d'un mouvement de «*Flight To Quality*».

2) Les bonnes valeurs : Les banques qui affichent des leviers de rentabilité partiellement

exploités et des valorisations qui reflètent leur fondamentaux actuels et les risques conjoncturels à court terme. Cette catégorie de banques inclut la **BT**, la **BH** et l'**UIB**.

3) Les valeurs sous-surveillance : Nous suivrons de plus près les titres **Amen Bank**, **BNA**, **STB**, **UBCI** et **ATB**. Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'un ajustement technique que nous pensons légitime compte tenu de leur valorisation abordable.

3) Les valeurs à alléger : Les banques qui présentent un profil de risque plus élevé que la concurrence. Le contexte pénalisant avec lequel coïncide le démarrage de **Wifack International Bank**, le manque de visibilité sur les perspectives de la **BTE** et la dégradation importante attendue de la rentabilité en 2020 nous incitent à la prudence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs.

Valeur	Capitalisation (en MDJ)	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation	
ATTIJARI BANK	1141	6,8	1,2	7,9%	-14%	<ul style="list-style-type: none"> - Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité. - Une référence en matière de réactivité commerciale: une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. - Une capacité de résilience prouvée: la banque la plus rentable et la plus liquide (selon le ratio de rapport aux majors du secteur transformation réglementaire) du secteur coté. - Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur: Attijari affiche incontestablement le portefeuille de crédits le mieux provisionné de la place. - Une capacité négative à collecter les ressources «bon marché» qui vaut à la banque d'afficher un coût des ressources et un spread d'intérêt parmi les plus appréciables du secteur. - Une position dominante qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes. - Une bonne diversification du portefeuille des crédits avec une faible présence sur le secteur du tourisme (5% des engagements). - Le portefeuille de créances parmi les plus sains du secteur avec un taux des créances classées nettement inférieur à la concurrence. - Avec une marge de flexibilité de 11 points de taux au niveau du ratio de transformation, par rapport à l'exigence réglementaire, la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un coefficient d'exploitation et un ratio du levier qui se comparent défavorablement par rapport aux majors du secteur. 	<ul style="list-style-type: none"> - 3^{ème} capitalisation du secteur derrière la BIAT et BT. Attijari Bank a affiché depuis le début de l'année, un parcours boursier dans le rouge, qui renforce d'autant plus l'attractivité de sa valorisation - La liquidité élevée de la banque et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manoeuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires et relayer les défis de la crise de la COVID- 19. 	Acheter (+)
BIAT	1624	5,3	1,0	6,6%	-16%	<ul style="list-style-type: none"> - Une politique de provisionnement moins rigoureuse que par le passé. La BIAT devrait sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années, pour renouer avec le seuil recommandé par la BCT en termes de couverture. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le titre a été lésé par le courant vendeur qui s'est déclenché depuis l'avènement de la crise de la COVID-19 en Tunisie. La BIAT affiche des multiples qui intègrent les surcoûts de la crise et l'effort supplémentaire à déployer par le management pour rattraper le retard pris en matière de couverture des créances classées. 	<ul style="list-style-type: none"> - Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT depuis mars 2020, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur. 	
BT	1519	12,9	1,6	4,4%	-13%	<ul style="list-style-type: none"> - Après avoir été longtemps timide au niveau de sa croissance, la BT a amorcé une stratégie commerciale plus agressive qui a commencé à porter ses fruits avec une consolidation de la rentabilité. - Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché (adoption de la politique d'intéressement), la BT demeure une véritable référence en termes de productivité. - Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité global de 16,8%) 	<ul style="list-style-type: none"> - Une exposition élevée à la marge d'intérêt défavorable en cette période de taux baissiers et une dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années qui affectera les bénéfices futurs. - Un réseau nettement moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 144 pour l'UIB et 161 pour Amen Bank). 	<ul style="list-style-type: none"> - Malgré la cîbture, plus tôt cette année, à hauteur de 77% de l'augmentation de capital de Carthage Cement, cimenterie publique en difficulté pour laquelle la BT constitue la principale banque créancière, le parcours de la valeur a été décevant cette année. - Les prémices de récession et les mesures de soutien aux entreprises et aux ménages devraient immanquablement impacter la banque en 2020. Mais, vu la gestion rigoureuse de la BT, sa bonne culture de risque et la diversification saine de son portefeuille des crédits, la banque est bien outillée pour résister à la crise actuelle. Conserver (+) 	

* Données au 31/08/2020.





REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Valeur	Capitalisation (en MDj)	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BH	374	3,5	0,3	7,6%	-34%	<ul style="list-style-type: none"> - Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines). - Une courbe ascendante des résultats qui confirme la capacité de la banque à concilier les objectifs de croissance et de rigueur prudentielle. - Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque semble subir les effets «secondaires» de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015 : un ratio de transformation réglementaire parmi les plus élevés du secteur, et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence. - Une exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP (qui sont respectivement de 20% et de 8%) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée de la période post-COVID. 	<p>Conserv</p>
UIB	534	58,7	0,8	1,2%	-28%	<ul style="list-style-type: none"> - Une dynamique commerciale confirmée et une forte capacité génératrice de commissions avec la 2^{ème} plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur. - Une diversification saine du portefeuille des crédits: le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours des crédits de la banque (2% des engagements). - Une bonne qualité des actifs et une productivité en ligne avec le secteur. - Une rentabilité des fonds propres qui se compare favorablement à ses pairs privés (un ROE de 21,4%). 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque de taille moyenne (8^{ème} rang en terme des dépôts et 7^{ème} rang en termes de crédits). - Une activité de placement en bons du Trésor timide (un encours de 109MDt, soit 2% du total actifs). - Une exposition élevée à la marge d'intérêt impliquant une forte sensibilité à la baisse des taux au niveau du PNB. - Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements), générant un important manque à gagner au niveau de la marge d'intérêt en 2020 suite au moratoire d'échéances pour cette catégorie de clientèle. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a été pénalisée en deuxième année de suite par ses performances boursières. - L'UIB a beau figurer parmi les banques les plus exposées au segment des particuliers, segment pour lequel le moratoire d'échéances décrété par la BCT en 2020 crée un important manque à gagner en termes de rentabilité, il n'en demeure pas moins que la banque est bien outillée pour rebondir de plus belle à partir de 2021, année où sa valorisation devrait être ramenée à des niveaux plus conciliants avec le passé. L'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales de solvabilité et de liquidité constituent des garanties additionnelles pour surmonter la crise actuelle. Conserv (+)
AMEN BANK	675	7,3	0,6	5,3%	-13%	<ul style="list-style-type: none"> - Après des années de course aux parts de marché, la banque change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan: rationalisation des octrois des crédits et désengagement des ressources chères. - La banque jouit d'une structure du PNB parmi les plus diversifiées du secteur. - La productivité reste l'atout majeur d'Amen Bank. La banque affiche un coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (39%). - Avec un ratio de solvabilité confortable (un ratio Tier 2 de 15%), Amen Bank est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur. - L'appartenance de la banque au Groupe Amen, un groupe solide et diversifié, lui permet d'alimenter sa croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> - La qualité du portefeuille demeure le talon d'Achille de la banque. Fortement exposée aux secteurs de la promotion immobilière et du tourisme (les deux secteurs totalisent 18% des engagements de la banque en 2019), la banque pâtit des effets de la crise sur son portefeuille de créances (un taux des créances classées de 14,4%). - Bien qu'en amélioration sur les dernières années, des créances classées restent inférieures au niveau recommandé par la BCT. Des concessions sont nécessaires sur les futurs bénéfices pour couvrir convenablement les risques. 	<ul style="list-style-type: none"> - Amen Bank a été pénalisée en bourse par le choc de la COVID-19 et la succession d'annonces «défavorables» pour les investisseurs, comme la décision de suspendre la distribution des dividendes par les banques. Les niveaux de valorisation sont facialement attrayants. Cependant, nous estimons que les multiples de la banque reflètent convenablement ses fondamentaux actuels. Conserv

* Données au 31/08/2020.



Valeur	Capitalisation (en MDJ)	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BNA	547	3,9	0,4	12,9%	-28%	<ul style="list-style-type: none"> Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2019 des réalisations conformes aux promesses de son dernier appel au marché. Le vaste plan de transformation lancé en 2015 va bon train et continue à porter ses fruits au niveau des indicateurs de la banque publique: une dynamique commerciale qui ne s'en dément pas et des niveaux de rentabilité soutenus, malgré l'accalmie au niveau du programme de cession d'actifs et la charge comptable exceptionnelle relative à la régularisation des dotations de l'Etat en 2019 (de 60MDJ). La solide croissance bénéficiaire et la recapitalisation réussie l'année dernière ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. La BNA jouit aujourd'hui de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui équivalent quasiment au double des minima réglementaires. Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une faible exposition au secteur agricole (une proportion de 10% dans l'encours des engagements). 	<ul style="list-style-type: none"> Une qualité du portefeuille qui stagne sur les dernières années. Avec un taux des créances classées de 16,9% et un taux de couverture de 56,5%, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sans produits sur les dernières années (1,6 milliard de dinars distribués sur la période 2018-2019) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Une exposition élevée à la marge d'intérêt défavorable pour la banque en période de taux baissiers. 	<ul style="list-style-type: none"> Les annonces sur les dégâts économiques attendus de la crise de la COVID-19 et la «mise en sursis» du retour aux dividendes après plusieurs années blanches pour les actionnaires ont jeté un froid sur le comportement du titre en bourse. La banque affiche une valorisation basse compte tenu des plus values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées (d'une valeur aux livres nette de 128MDJ). Nous mettons le titre sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications. <p>Conserver</p>
STB	544	5,5	0,4	0%	-25%	<ul style="list-style-type: none"> La STB continue à récolter les fruits de son programme de restructuration et à rompre progressivement avec son image contre-productive héritée du passé. Décidément, la banque a profité de la reprise du secteur du tourisme l'année passée. Elle affiche, désormais, une productivité appréciable et une meilleure maîtrise de ses ratios prudentiels. 	<ul style="list-style-type: none"> Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise de la COVID-19: <ol style="list-style-type: none"> une surexposition au secteur du tourisme qui concentre 17% des engagements de la banque en 2019, une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur: un taux des créances classées de 18,3% couvertes à hauteur de 82,4%, une situation critique de certaines filiales comme la BFT et la TFB qui continuent à cumuler les déficits. Un ratio de réglementation tendu et parmi les plus élevés du secteur. 	<ul style="list-style-type: none"> La STB a affiché en 2020 un parcours boursier dans le rouge qui va à l'encontre de ses réalisations récentes. 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 management (décolage commercial et assainissement du portefeuille). Conserver

* Données au 31/08/2020.

Valeur	Capitalisation (en MDjt)	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation	
UBCI	510	31,9	1,1	2,4%	-15%	<p>- La filiale du Groupe BNP Paribas a réussi à imposer sa rigueur comme exemple : un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux des créances classées de 6,7% et «zéro exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 87%).</p> <p>- Une structure des dépôts avantageuse: 57% des ressources sont constituées par des dépôts non rémunérés et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur coté (5,3% contre une moyenne sectorielle de 4,3%).</p>	<p>- Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est restée timide au niveau de sa croissance: un réseau commercial qui s'est réduit à 103 agences depuis 2018 et des parts de marché qui stagnent.</p> <p>- Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis sur les dernières années, l'UBCI reste la banque la moins productive du secteur privé après l'ATB: un coefficient d'exploitation de 62% contre une moyenne de 45% pour la concurrence privée.</p> <p>- Un ratio de solvabilité limitée (11,1%) qui constitue une contrainte pour la croissance future de la banque.</p> <p>- Une rentabilité financière inférieure à la moyenne du secteur privé (un ROE de 17% contre une moyenne de 20% pour la concurrence privée).</p>	<p>- 2020 a été placée sous le signe des prises de bénéfice après une performance honorable en 2020. L'information sur le partenariat capitalistique annoncé en août 2019 entre l'UBCI et le Groupe CARTE par le désengagement du Groupe BNP Paribas du capital se fait de plus en plus rare sur le marché.</p> <p>- Si la banque affiche une bonne qualité du portefeuille, son influence reste limitée dans le secteur. Une stratégie de croissance plus dynamique devrait avoir un réel impact sur la rentabilité à long terme de l'UBCI. Attendons de voir ..mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects du titre et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), notre recommandation est: Conservier.</p>	Recommandation
ATB	346	38,9	0,7	2,0%	-15%	<p>- Une exposition historiquement faible à l'activité du crédit qui limite l'impact sur le PNB de la baisse des taux.</p> <p>- Une orientation vers une activité bancaire plus classique qui permettrait à la banque de diversifier ses sources de revenus et de modérer son exposition aux activités du portefeuille. La banque affiche, en effet, la plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur (une proportion de 41% au niveau du PNB pour l'ATB contre une part de 24% en moyenne pour le secteur).</p>	<p>- Une banque positionnée en milieu de tableau (7^{ème} position en termes de dépôts et 8^{ème} rang en termes de crédits).</p> <p>- Une rentabilité des fonds propres et une productivité en deçà des standards du secteur privé.</p> <p>- Une dégradation de la qualité du portefeuille depuis 2014.</p>	<p>- Le ralliement boursier insufflé par le changement managérial a été de courte durée pour l'ATB. Les pressions vendeuses suivant l'avènement de la crise de la COVID-19 ont malmené l'action. Sur le papier, la valorisation est basse en termes de P/B mais l'attentisme pèse sur le titre au vu de la conjoncture atone. Le potentiel de redressement est important sur le moyen terme pour restaurer le prestige de l'ATB.</p> <p>Conservier.</p>	Conservier

* Données au 31/08/2020.

Valeur	Capitalisation (en MDj)	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BTE (ADP)	9	n.s**	0,3	0%	-0,5%	<p>- La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence.</p> <p>- La BTE affiche la plus forte contribution de commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (36%) pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 21%, en 2019).</p> <p>- Un niveau de solvabilité « correct » (12% en 2019) qui permet à la banque de maintenir une politique de croissance relativement dynamique.</p>	<p>- Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché déclinante de 1% et un ratio de transformation réglementaire limite (de 121% en 2019).</p> <p>- Une taille qui reste réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 137MDt).</p> <p>- Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation de 77%).</p> <p>- La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 16,6% couvertes à hauteur de 51,4% en 2019). Le coût du risque (11MDt, soit 21% du PNB en 2019), absorbe une partie majeure de la rentabilité.</p>	<p>- Devenue action ordinaire (depuis 2016) après deux exercices successifs de non distribution de dividendes, la BTE affiche un parcours boursier à peine dans le rouge. Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs et entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation bradée mais le déficit qui s'annonce en 2020 ne rassure pas le marché. Alléger</p>
WIB	205	n.s**	1,5	0%	0%	<p>- Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté.</p> <p>- 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.</p> <p>- L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier de crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance.</p> <p>- L'adossement de la banque à un partenaire technique de renom dans le métier (la Banque Islamique de Développement) à travers sa filiale la SID, la Société Islamique du Développement du Secteur Privé lui offre le soutien nécessaire pour développer son activité.</p>	<p>- Le lancement de l'activité coïncide avec un contexte contraignant marqué par: 1) une conjoncture en berne, 2) la rareté des financements islamiques potentielle des banques conventionnelles autorisées par la nouvelle Loi Bancaire de 2016 à créer des fenêtres islamiques. Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité.</p> <p>- La banque passe encore par une phase de transition. La restructuration institutionnelle étant finalisée, Wifack devrait gagner le pari de la croissance profitable. Un objectif qui nous semble difficile sur le court terme en raison des efforts d'investissement importants qui plombent la rentabilité et du contexte sectoriel difficile actuellement.</p>	<p>- La banque fait du surplace en bourse depuis le début de l'année. Avec une capitalisation de 205MDt, la valorisation est chère comparativement à la moyenne sectorielle.</p> <p>- 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.</p> <p>- Le potentiel de croissance de la banque est certain. Cependant, nous préférons réduire notre exposition sur le titre en attendant de voir les prémices de la rentabilité. Alléger</p>

* Données au 31/08/2020.
** Non significatif.





Rédigé le 31/08/2020

Secteur du leasing

Le secteur du leasing au prisme de nouveaux défis

Points clés

- 2019 est une année à marquer d'une pierre noire pour le secteur du leasing en Tunisie. Nos leaseurs ont dû composer avec un environnement hostile caractérisé par : un investissement en berne, un assèchement de la liquidité et un affaissement des marges. La production a été réprimée et la rentabilité des établissements de leasing a été sensiblement dégradée.
- L'avènement de la crise sanitaire de la COVID-19 assombrit d'autant plus les perspectives du secteur; des perspectives déjà fragilisées par un environnement opérationnel difficile depuis la Révolution. Le gel de l'activité économique et le moratoire d'échéances qui s'en ont suivi devraient mettre à rude épreuve les équilibres financiers et la rentabilité des établissements de leasing en 2020.
- Le parcours boursier du secteur a été naturellement le reflet des performances décevantes du secteur sur les dernières années. La «mise en sursis» de la distribution des dividendes par la Banque Centrale a accentué la méfiance des investisseurs vis-à-vis du secteur et a pénalisé sa liquidité en bourse.
- Sur le papier, la valorisation du secteur du leasing est intéressante. Nos leaseurs traitent en moyenne à 0,6x leur fonds propres. Mais, le manque de visibilité sur un redressement de l'activité à court terme, ne plaide pas en faveur d'un positionnement sur le secteur à l'heure actuelle. La temporisation reste le mot d'ordre.

I- Présentation du secteur

■ Benjamin du secteur financier, le leasing a connu depuis son lancement dans les années 80 un développement soutenu. Réservé exclusivement pour le financement des biens à usage professionnel, le leasing a connu un franc succès auprès des PME qui le voient comme un mode de financement préféré au crédit bancaire pour sa célérité et la non exigence de garanties.

■ C'est sous l'impulsion des banques ayant perçu le leasing comme une activité naturellement intégrée dans leur métier, que la majorité des compagnies de leasing spécialisées ont été créés. Le secteur bancaire reste, à ce jour, l'actionnaire de référence des compagnies du leasing avec une participation moyenne de 51% dans le tour de table de six leaseurs sur huit.

■ Avec un marché de 2 milliards de dinars pour huit opérateurs, le secteur est fragmenté et extrêmement concurrentiel. A titre de comparaison, le Maroc, un marché deux fois plus grand que le nôtre, compte autant de compagnies qu'en Tunisie!

■ Si le poids du secteur est encore faible dans le financement de l'investissement ($\approx 9\%$ dans la FBCF en 2019) et dans la capitalisation boursière ($\approx 2\%$), sa contribution dans le marché obligataire est incontestable puisqu'il est à l'origine d'au moins le 1/3 des émissions obligataires chaque année.

« Le leasing doit son succès auprès des PME tunisiennes à sa simplicité, sa rapidité et la non-exigence de garanties »

■ Le matériel roulant accapare la part la plus importante dans la production des leaseurs (une part au dessus de 90%).

II- Etat des lieux du secteur du leasing et perspectives 2020

■ 2019 a été particulièrement éprouvante pour le secteur du leasing coté. Nos leaseurs ont nettement réduit la voilure et revu à la baisse leur objectifs de croissance. Ils ont dû composer avec une conjoncture éminemment «challengeante» marquée par :

- une liquidité tendue au niveau des banques, un assèchement de la liquidité sur le marché obligataire exacerbée par l'effet d'éviction des émissions récurrentes de l'Etat sur le marché de la dette,

- un environnement de taux élevés, suite aux hausses successives du taux directeur de la BCT depuis

Le secteur du leasing coté en chiffres (2019)

- 7 établissements cotés
- Une contribution de 9% dans la formation brute du capital fixe
- Une capitalisation boursière de 372* millions de dinars soit 2% de la capitalisation du marché
- 1,5 milliards de dinars de mises en force
- 156 millions de dinars de produit net de leasing
- 25 millions de dinars de bénéfices nets agrégés
- Un flottant moyen de 30%
- 1% des échanges annuels du marché

Ratios boursiers*

- PER 2020e: 18,9x
- P/B ajusté** 2020e: 0,6x
- Yield 2020e: 4,0%
- ROE 2019: 7,6%
- Performance annuelle***: +1,8%

* Données au 31 août 2020.

** Calculé sur la base d'un taux de couverture des créances classées de 70% pour tout le secteur.

*** Performance de l'indice des services financiers publié par la BVMT.



2017, qui a renchéri le coût du refinancement et a érodé les marges,

- une conjoncture économique défavorable et un investissement en berne générant une baisse de la demande de financement de certains secteurs, un allongement des délais de paiement et la raréfaction des bonnes signatures.

■ Face à cette triple peine, les compagnies de leasing ont voulu redimensionner leur activité, brandir l'arme du «cost-killing» et jouer la carte de la sélectivité. Malgré les efforts entrepris, le bilan a été nettement en deçà des attentes et la rentabilité a subi un coup dur.

1) Les mises en force : malmenées par la conjoncture

■ En 2019, la production des leaseurs a aligné une deuxième année baissière de suite. Les mises en force du secteur se sont contractées de 23% à 1,5 milliard de dinars, renouant ainsi avec leur niveau de 2015. Sur fond de tarissement des financements bancaires et obligataires, les sociétés de leasing ont été contraintes de rationner leur production. Rappelons, en effet, que le refinancement est par essence au cœur de l'activité de leasing : les sociétés se financent en «gros» pour prêter au «détail».

■ Malgré les deux opérations de recapitalisation -clôturées en extrêmes-menées par **Tunisie Leasing & Factoring** (une levée de 20MDt) et **ATL** (une levée de 15,8MDt non totalement placée), le secteur a accusé une baisse de l'encours de ses ressources.

■ 80% des ressources des leaseurs proviennent d'emprunts bancaires

et d'émissions obligataires (une proportion respective d'environ 50% et 30%). L'assèchement de la liquidité bancaire et le plafonnement du ratio de transformation ont eu raison des financements bancaires. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt a aiguë la concurrence des placements monétaires et exercé un effet d'éviction sur le marché obligataire. Ainsi, l'industrie du leasing a eu du mal à lever les ressources nécessaires pour financer son activité: un repli des ressources d'emprunt de 10% à 3,1 milliards de dinars en 2019.

« Le secteur coté a subi la jonction de plusieurs facteurs défavorables en 2019 »

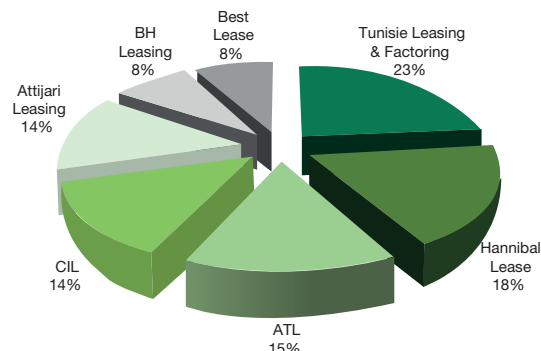
■ Hormis, la **CIL** dont les mises en force ont quasiment stagné à 264MDt, toutes les compagnies de la cote ont significativement réduit la cadence de leur production. **CIL** est toujours fidèle à sa stratégie de croissance modérée. **A contrario, les sociétés qui ont subi les baisses les plus prononcées sont celles qui ont mis le pied sur l'accélérateur en 2016 et 2017.**

■ La baisse la plus élevée a été enregistrée par **BH Leasing**.

Société	Date de création	Nombre d'agences	Actionnaire de référence	Pourcentage de contrôle
Tunisie Leasing & Factoring	1984	12	Groupe Amen	58%
CIL	1992	10	Société Générale Financière*	31%
ATL	1993	12	Arab Tunisian Bank	40%
Attijari Leasing	1994	13	Groupe Attijari Bank	65%
BH Leasing	1997	4	Groupe BH Bank	69%
Best Lease	1999	9	Groupe Al Baraka Bank	64%
Hannibal Lease	2001	7	Groupe Djilani	45%

* Société majoritairement détenue par M. Mohamed BRIGUI, l'actuel Président du Conseil d'Administration de la société CIL.

Parts de marché des leaseurs cotés en termes d'encours de leasing (2019)



La filiale du Groupe BH qui a récemment changé de dénomination sous l'enseigne mère a vu ses mises en force se réduire de moitié à 84MDt, en 2019 soit le niveau le plus faible depuis 2013. La compagnie a, ainsi perdu 3 points de taux de part de marché en l'espace d'une année.

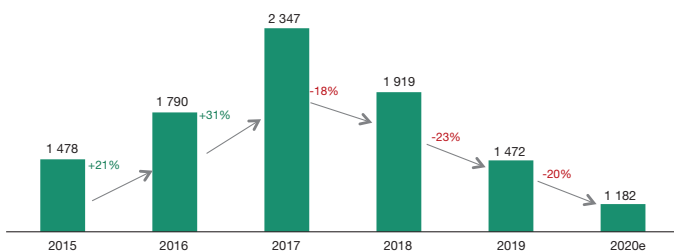
■ **Hannibal lease** qui est monté sur «le trône» du secteur en 2017 sur le front de la production, continue à perdre du terrain. La compagnie a enregistré une régression de ses mises en force de 38% à 221MDt.

La société affiche le ratio fonds propres/engagements parmi les plus faibles du secteur en 2019 (9,8% contre une moyenne sectorielle de 13,3%).

■ **Tunisie Leasing** maintient son statut de premier pourvoyeur de crédits du secteur avec une part de marché de 24%. Le leaseur a décroché moins vite que la moyenne du secteur (-16% à 361MDt).

■ L'année 2020 s'annonce plus difficile pour le secteur. Les

Evolution des mises en force en MDt



Mises en force (MDt)	2018	2019	Variation	2020e	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	432	361	-16%	274	-24%
CIL	261	264	1%	218	-17%
ATL	306	225	-27%	179	-21%
Hannibal Lease	355	221	-38%	178	-19%
Attijari Leasing	263	205	-22%	170	-17%
Best Lease	130	113	-13%	110	-2%
BH Leasing	172	84	-51%	53	-36%
Secteur coté	1919	1472	-23%	1182	-20%

« L'assèchement des liquidités et la raréfaction des bons risques expliquent la chute de la production en 2019 »

mesures de confinement qui ont accompagné la crise de la COVID-19 et le grippage subséquent de la machine économique laisseront des traces dans les comptes des leaseurs: une demande de financement bridée, un resserrement plus prononcé de la liquidité bancaire et obligataire et une hausse des risques d'impayés. Autant d'éléments qui amèneront les établissements du leasing à rationner davantage leur production. A la lumière des indicateurs d'activité au 30 juin 2020, nous tablons sur un décrochage des mises en force de 20% à 1,2 milliard de dinars pour l'ensemble du secteur.

2) Le Produit net de leasing : une érosion continue des spreads

■ Sans grande surprise, 2019 a dérogé à la croissance des revenus

pour le secteur du leasing, et ce pour la deuxième année d'affilée. Le produit net de leasing agrégé s'est rétracté de 6% à 156,5MDt*. A l'exception de **CIL**, **ATL** et **Best Lease**, toutes les sociétés de leasing ont subi une régression de leur produit net de leasing.

■ Dans la continuité des dernières années, en raison du contexte haussier des taux, le secteur a affiché un renchérissement de son coût du refinancement et un effritement de son spread. Sur 2019, nous estimons la baisse du spread de crédit à 0,1 point de taux à 1,8%.

■ Les sociétés **CIL** et **ATL** maintiennent les spreads de leasing les plus élevés du secteur. Les deux sociétés profitent de :

1) une politique commerciale prudente qui privilégie la rentabilité aux volumes et qui les mettent à l'abri de la guerre des prix,

Parts de marché en termes de mises en force	2018	2019	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	22%	24%	▲
CIL	14%	18%	▲▲
ATL	16%	15%	≈
Hannibal Lease	19%	15%	▼
Attijari Leasing	14%	14%	≈
Best Lease	7%	8%	≈
BH Leasing	9%	6%	▼▼

2) une gestion optimisée de leur coût des ressources avec une faible exposition aux billets de trésorerie et certificats de dépôts (une proportion de 6% pour la **CIL** et de 13% pour l'**ATL** contre 17% pour le reste du marché).

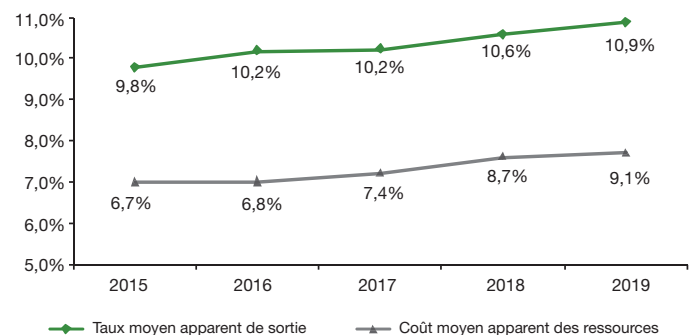
■ De l'autre côté du spectre, **BH Leasing** a enregistré la plus forte régression du produit net de leasing à l'échelle du secteur, et ce pour la deuxième année de suite. Et pour cause, un effondrement de la production (-51% pour les mises en force en 2019) et une érosion du spread de crédit. Ce dernier s'est effrité de 0,8 point de taux à 0,3%, selon nos estimations, soit la marge la plus faible du secteur.

■ La résistance affichée au niveau du produit net de leasing pour **Best Lease** en 2019 (-2% à 14,6%) ne

devrait pas occulter une importante dégradation du spread de leasing (-1,7 point de taux à 0,8%, selon nos estimations). La spécialisation sur la niche du leasing islamique n'a pas épargné le leaseur du renchérissement du coût du refinancement. **Best Lease** a subi l'augmentation la plus soutenue du coût du refinancement à l'échelle du secteur (+1,8 point de taux 10,3%) en raison d'une exposition forte aux taux variables (76% en 2019, selon nos estimations).

■ En 2020, l'abaissement du taux directeur de 100 pb par la BCT depuis mars dernier - couplée à l'augmentation généralisée des taux de sortie dans le secteur depuis fin 2018 - devrait donner une bouffée d'oxygène aux spreads des leaseurs.

Evolution du taux apparent de sortie et du coût apparent des ressources



* Compte non tenu des revenus des participations de la société Tunisie Leasing & Factoring.



Produit net de leasing (MDt)	2018	2019	Variation	2020e	Variation
Tunisie Leasing & Factoring*	47,8	43,1	-10%	38,5	-11%
CIL	27,4	28,7	5%	25,6	-11%
ATL	27,1	28,2	4%	24,5	-13%
Attijari Leasing	18,6	17,7	-5%	18,3	4%
Hannibal Lease	21,2	17,5	-17%	18,8	7%
Best Lease	14,8	14,6	-2%	10,2	-30%
BH Leasing	9,0	6,7	-25%	4,0	-41%
Secteur coté	165,8	156,5	-6%	139,8	-11%

* Retraité des produits des participations.

■ Ne tenant pas compte des produits des participations de Tunisie Leasing & Factoring**, nous prévoyons une baisse du produit net du leasing agrégé du secteur de 11% à 140MDt en 2020.

3) La productivité : autre victime collatérale de la panne de croissance

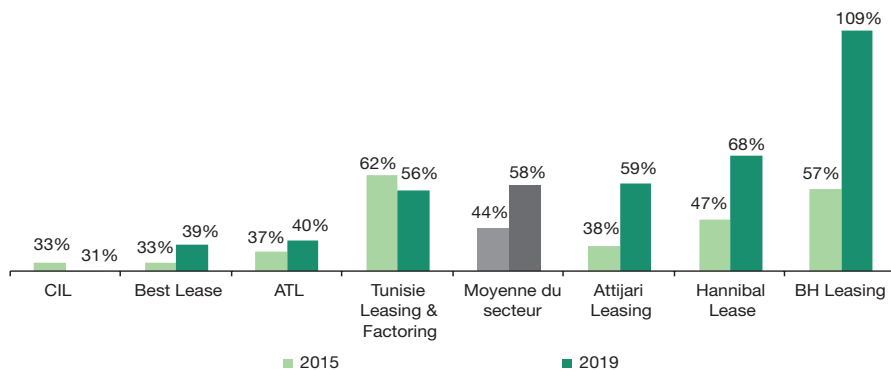
■ Dans un environnement inflationniste doublé de volumes baissiers, le secteur du leasing a accusé une dégradation de sa productivité. Malgré les opérations sporadiques de cost-killing menées par les leaseurs,

le coefficient d'exploitation a augmenté de 4 points de taux à 58%, soit le niveau le plus élevé sur la dernière décennie.

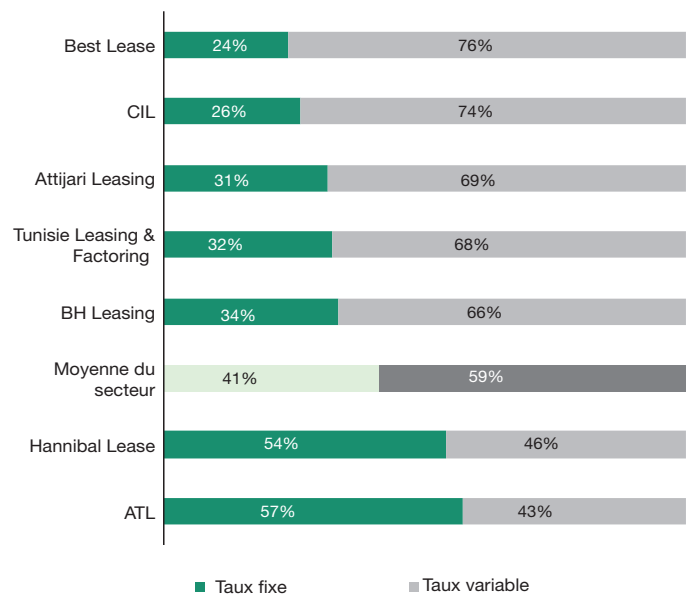
■ **BH Leasing** demeure le mauvais élève du secteur. Son coefficient d'exploitation a augmenté de 29 points de taux en l'espace d'une année, atteignant un niveau record pour le secteur de 109%. Ce niveau non viable obligera, sans doute, la société à redimensionner son activité et à faire des sacrifices au niveau de ses ressources commerciales.

« Dans un environnement inflationniste doublé de volumes baissiers, le secteur du leasing a accusé une dégradation de sa productivité »

Evolution du coefficient d'exploitation



Structure des ressources du secteur*



* Estimations de Tunisie Valeurs pour 2019.

■ Pour 2020, le défi du secteur sera de maintenir la productivité dans un contexte où l'activité fléchit et les charges opérationnelles (notamment les salaires) ont été normalement déployées.

4) Qualité du portefeuille : le retour de manivelle de la croissance vigoureuse de la période 2016-2017

■ La qualité du portefeuille du secteur du leasing s'est globalement détériorée en 2019. Les leaseurs semblent payer les déboires de la croissance vigoureuse de la période 2016-2017. Ils ont souffert des retards de paiement de l'Etat sur les marchés publics d'infrastructure et de la dégradation générale du climat des affaires. Le taux des créances classées a augmenté de 2,4 points de taux en moyenne, selon nos estimations, pour s'établir à 8,9%.

■ Par ailleurs et malgré les efforts de couverture conciliés sur l'année (doublement du coût du risque à 44MDt, soit 28% du produit net de leasing contre une proportion de

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

13% une année plus tôt), le taux de couverture a baissé de 1,7 point de taux à 65,1%, selon nos estimations.

■ **CIL** et **ATL** jouissent des meilleures qualités du portefeuille du secteur. Ce sont les seules compagnies qui affichent un taux de couverture supérieur au niveau recommandé par la BCT (un taux de 70%).

■ A l'opposé, **Tunisie Leasing & Factoring** et **Hannibal Lease** ont affiché les plus fortes dégradations du taux de couverture. Les deux «big players» du secteur ont payé les frais de leur exposition élevée au secteur du BTP qui ressort à 10% pour **Tunisie Leasing & Factoring** et à 16% pour **Hannibal Lease**.

5) Résultat net & ROE : la CIL se démarque nettement de la concurrence

■ 2019 est une année à marquer d'une pierre noire pour le leasing au rayon de la rentabilité. Les résultats nets des leaseurs ont subi les contrecoups d'une production réprimée, d'une érosion des marges, d'une dégradation de la productivité et d'une flambée du coût du risque.

■ La masse bénéficiaire du secteur a chuté de 41% à 25MDt par rapport à 2018 et le ROE sectoriel s'est rétracté de deux points de taux à 7,6% sur 2019.

« En 2020, la priorité des sociétés de leasing sera d'intensifier les efforts de recouvrement pour minimiser les dégâts sur le portefeuille des crédits »

■ Hormis la **CIL** qui est parvenue à réaliser une croissance de 9% au niveau de son résultat net, toutes les compagnies ont vu leur bénéfice fondre ou leur déficit se creuser (voir tableau ci-dessous).

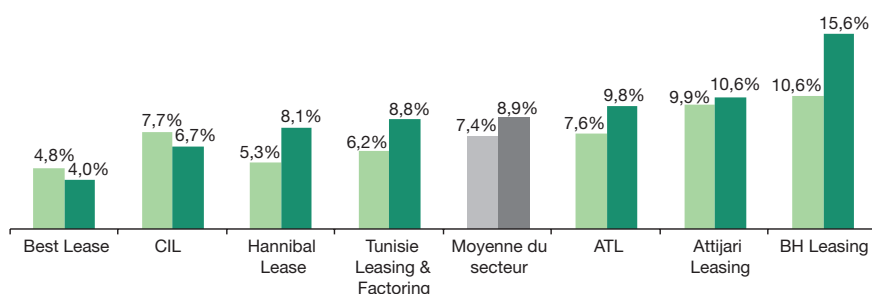
■ Outre le fléchissement de l'activité d'exploitation, le ROE consolidé d'**ATL** et de **Tunisie Leasing & Factoring** a subi l'effet dilutif des deux augmentations de capital bouclées sur la première moitié de l'année 2019.

■ L'environnement de l'année 2020 avec lequel devraient s'accommoder les établissements de leasing est de nature à :

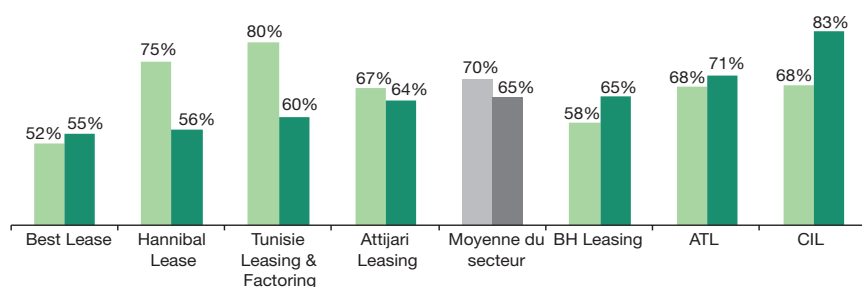
- Accentuer les pressions sur la trésorerie,

- Détériorer la qualité du portefeuille du secteur et générer une flambée du coût du risque,

Evolution du taux des créances classées



Evolution du taux de couverture des créances classées



■ **BH Leasing** est incontestablement la société dont le portefeuille a le plus souffert de la conjoncture avec un taux de créances classées qui a augmenté de 4,4 points de taux à 15,6%. La société a entrepris d'importants efforts de provisionnement en 2019, allouant plus que la totalité de son produit net de leasing pour la couverture de ses risques. A l'arrivée, le taux de couverture a augmenté de 7,2

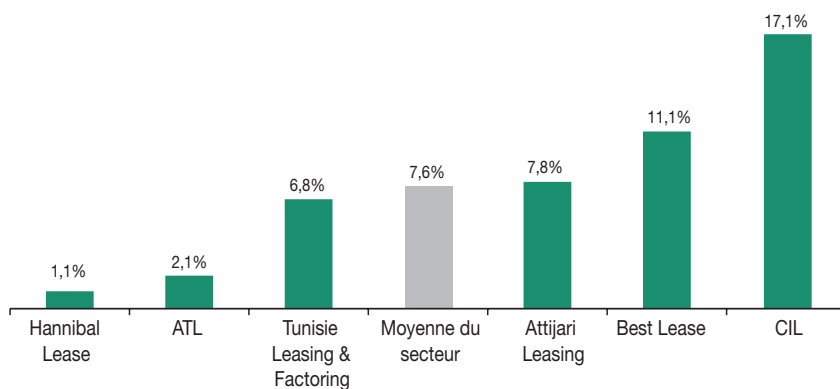
points de taux à 65,4%, s'alignant ainsi sur la moyenne du secteur.

■ Dans un environnement malmené par la crise de la COVID-19, la priorité des sociétés de leasing, en 2020, devrait être l'intensification des efforts de recouvrement pour minimiser les dégâts sur le portefeuille des crédits.

Résultat net (retraité des éléments exceptionnels en MDt)	2018	2019	Variation	2020e	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	6,5	8,8	34%	2,0	-77%
CIL	12,5	13,2	6%	8,1	-39%
ATL	9,5	1,8	-81%	-1,8	-
Attijari Leasing	5,8	3,5	-39%	1,7	-51%
Hannibal Lease	4,7	0,1	-99%	0,2	-
Best Lease	6,3	6,1	-5%	2,2	-64%
BH Leasing	-3,3	-8,5	-	-13,7	-
Secteur coté	42,1	25,0	-41%	-1,2	-



Rentabilité financière du secteur (ROE) en 2019*



* Hormis BH Leasing car son ROE est négatif. Pour Tunisie Leasing & Factoring, ATL, CIL et Hannibal Lease, le ROE calculé est le ROE part du groupe.

« Vu le durcissement de l'environnement opérationnel en Tunisie et l'âpreté de la concurrence, la pérennité des sociétés de leasing devient de plus en plus tributaire de deux paramètres : (1) la croissance saine et (2) la recherche de relais de croissance »

- Et enfin, peser lourdement sur la rentabilité.

■ Côté chiffres, nous prévoyons en 2020, un résultat net sectoriel (hors éléments exceptionnels) déficitaire de -1,2MDt.

■ Vu le durcissement de l'environnement opérationnel en Tunisie et l'âpreté de la concurrence, la pérennité des sociétés de leasing devient de plus en plus tributaire de deux paramètres : (1) la croissance saine et (2) la recherche de relais de croissance. La plupart des sociétés de leasing sont d'ailleurs en train d'explorer des pistes de diversification comme la LLD. Ce produit est développé aujourd'hui par Tunisie Leasing & Factoring (depuis 2004), Hannibal Lease (depuis 2009) et ATL (depuis 2020).

III- Modèle de Scoring

■ Pour hiérarchiser les opportunités d'investissement offertes par le secteur du leasing coté, nous avons mis en place un système de notation multicritère – Scoring. Ce système de notation tient compte d'une batterie d'indicateurs fondamentaux. Il s'agit de :

1) La dynamique commerciale (chiffres du S1 2020) : Elle est mesurée par la croissance des mises en force sur le premier semestre 2020.

2) La structure des ressources et la marge de leasing : Nous préférons les sociétés qui ont une exposition élevée aux taux variables. Celles-ci sont mieux disposées à profiter de la baisse actuelle des taux. La marge de leasing est approximée par le spread apparent du leasing.

3) La productivité (chiffres au 31 décembre 2019) : Elle est mesurée par le coefficient d'exploitation.

4) La qualité du portefeuille (chiffres au 31 décembre 2019) : Elle est appréciée par le ratio des créances classées et leur taux de couverture par les provisions.

■ Les secteurs du tourisme et du BTP étant les secteurs les plus vulnérables à la crise de la COVID-19, nous ajoutons le critère de l'exposition à ces deux secteurs dans notre appréciation de la qualité du portefeuille des leaseurs prévue en 2020.

5) La rentabilité financière (chiffres au 31 décembre 2019) : Elle est appréciée par le ratio du ROE (net part du groupe pour les groupes).

6) Le ratio de solvabilité (chiffre au 31 décembre 2019) : Etant donnée que toutes les sociétés ne publient pas leurs ratios de solvabilité au sens de la réglementation de la BCT, nous avons utilisé un ratio de solvabilité apparent qui rapporte les fonds propres comptables aux actifs globaux (créances clientèles et portefeuille titres).

7) Le ratio du levier financier (chiffres au 31 décembre 2019) : Il est mesuré par le rapport de la dette totale et des fonds propres.

8) Les ratios de valorisation : Nous utilisons les ratios du PER, du rendement en dividendes et du P/B ajusté estimés pour 2020. L'ajustement au niveau du P/B se fait en ramenant les taux de couverture des créances classées des sociétés de leasing à un niveau homogène de 70%.

9) La liquidité boursière : Elle est mesurée par le taux de rotation des titres formant le capital sur la période allant du 1er janvier 2019 au 30 juin 2020.

■ Dans un souci de comparabilité, pour la société Tunisie Leasing & Factoring, le modèle de Scoring est limité à l'activité du leasing en Tunisie.

■ Les résultats du modèle de Scoring sont présentés dans les tableaux suivants.

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Chiffres au 31/12/2019 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale*		Structure des ressources et spread de leasing				Productivité				Qualité du portefeuille					
	Croissance des mises en force		Exposition au taux variables		Spread de leasing		Coefficient d'exploitation		Taux de créances classées		Taux de couverture		Exposition au secteur du tourisme		Exposition au secteur du BTP	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
1) CIL	-35%	5	74%	2	4,2%	1	31%	1	6,7%	2	83,1%	1	18,9%	7	7,7%	2
2) Best Lease	-7%	1	76%	1	0,8%	5	39%	2	4,0%	1	55,1%	7	11,4%	5	3,9%	1
3) Tunisie Leasing & Factoring	-39%	6	68%	4	1,5%	4	56%	4	8,8%	4	59,7%	5	10,1%	4	12,4%	4
4) Attijari Leasing	-29%	2	69%	3	1,9%	3	59%	5	10,6%	6	64,0%	4	3,2%	2	10,7%	3
6) ATL	-34%	4	43%	7	2,9%	2	40%	3	9,8%	5	70,9%	2	8,6%	3	15,3%	5
5) Hannibal Lease	-31%	3	46%	6	0,6%	6	68%	6	8,1%	3	56,1%	6	15,2%	6	16,3%	6
7) BH Leasing	-55%	7	66%	5	0,3%	7	109%	7	15,6%	7	65,4%	3	2,5%	1	17,4%	7
Moyenne sectorielle	-34%	-	59%	-	1,8%	-	58%	-	8,9%	-	65,1%	-	10%	-	12%	-

* Données au 30 juin 2020.

Chiffres au 31/12/2019 (sauf indication contraire)	ROE 2020e (net part du groupe pour les Groupes)		Ratio de solvabilité apparent		Ratio du levier financier		Ratios de valorisation**				Liquidité boursière : Taux de rotation sur la période 2019 - S1 2020		Score final		
	P/B ajusté 2020e		P/E 2020e		Yield 2020e		Taux de rotation		Taux de rotation		Score final				
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang					
1) CIL	9%	1	15,8%	4	4,9	4	0,8	7	9,5	1	6,4%	1	10%	1	80
2) Best Lease	4%	3	25,7%	1	2,6	1	0,7	5	24,8	3	2,8%	4	0%	7	73
3) Tunisie Leasing & Factoring	2%	5	18,7%	2	4,6	2	0,5	2	29,4	4	6,1%	2	3%	2	66
4) Attijari Leasing	4%	2	10,2%	6	8,6	6	0,6	4	17,3	2	3,2%	3	1%	6	63
6) ATL	négatif	6	16,6%	3	4,7	3	0,4	1	non significatif	7	0,0%	5	3%	3	58
5) Hannibal Lease	1%	4	10,4%	5	8,0	5	0,7	6	81,0	5	0,0%	5	1%	5	40
7) BH Leasing	négatif	7	9,9%	7	9,1	7	0,5	3	non significatif	6	0,0%	5	2%	4	34
Moyenne sectorielle	2%	-	14,0%	-	5,9	-	0,6	-	19,5	-	3,9%	-	2%	-	59

** Données au 31 août 2020



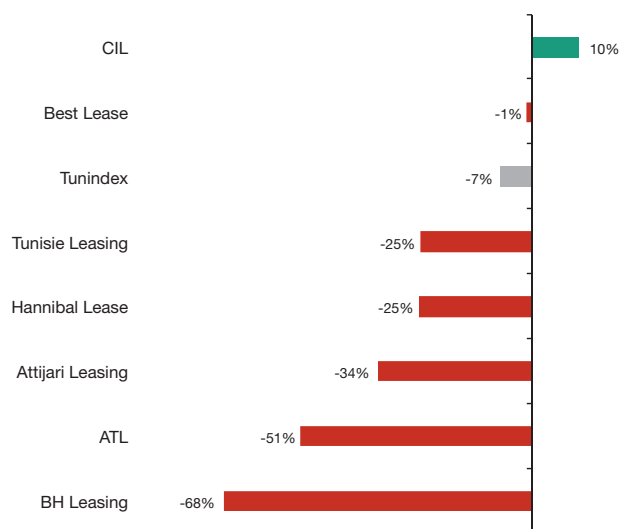
IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Depuis la Révolution, les valeurs du leasing sont délaissées par les investisseurs. Les dernières années n'ont pas fait exception à cette tendance. Seule la société **CIL** a affiché une performance positive depuis le début de l'année 2019 jusqu'à aujourd'hui.
- La dégradation de la rentabilité des leaseurs, l'avènement de la crise de la COVID-19 et la «mise en sursis» de la distribution des dividendes par la BCT au titre de l'exercice 2019 ont détourné les investisseurs du leasing coté et alimenté leur méfiance vis-à-vis du secteur.
- Aujourd'hui, la capitalisation boursière de l'ensemble du secteur (363MDt) est à peine plus grande que celle d'une banque moyenne (en l'occurrence l'ATB). A l'échelle du secteur, hormis

Tunisie Leasing & Factoring, la taille moyenne des sociétés de leasing est de l'ordre de 52 millions de dinars.

- Toutes les sociétés de leasing traitent à moins que leurs fonds propres estimés pour 2020. Outre la détérioration des fondamentaux et les anticipations sur les retentissements de la crise de la COVID-19, le secteur souffre d'un problème d'image accentué par de faibles volumes d'échanges et un déficit de communication avec le marché.
- Les résultats du modèle de Scoring confirment notre préférence pour les valeurs aux fondamentaux les plus solides. Nos recommandations sur les valeurs sont exposées ci-dessous et basées sur un horizon d'investissement d'au moins deux ans pour capter les prémices de reprise attendue de l'économie à partir de 2021.

Performances boursières du secteur du leasing depuis le début de 2019



Capitalisation (MD)	PER 2020e*	P/B 2020e*	Yield 2020e*	Points Forts	Points Faibles	Opinion	
CIL	79,5	9,7	0,8	6,3%	<ul style="list-style-type: none"> - L'activité de la compagnie et sa rentabilité font preuve d'une résistance salubre face à un environnement hostile. - 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. Un spread et un niveau de solvabilité confortables. - Un positionnement de niche (leasing islamique). - Une structure des ressources dominée par les taux variables bénéfique en période de taux baissiers. Une productivité maîtrisée. Un matelas de fonds propres important permettant à la société d'encaisser les chocs conjoncturels comme la crise de COVID-19. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une qualité de portefeuille en deçà de la moyenne du secteur. Faible marge de manoeuvre pour diversifier les ressources et une détérioration importante du spread de leasing en 2019. Société surcapitalisée. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une valorisation intéressante pour de bons fondamentaux mais la crise profonde que traverse le secteur actuellement appelle à la précaution. Conserver (+)
Best Lease	51,0	23,4	0,6	2,9%	<ul style="list-style-type: none"> - Leader du secteur, Tunisie Leasing & Factoring se distingue par rapport à ses concurrents restés mono-produit / mono-marché et qu'il convient d'appréhender en tant que Groupe. Un important potentiel de croissance en Algérie, à moyen terme, où l'activité de leasing est émergente. Une bonne capacité à attirer les lignes de financement extérieures et les investisseurs institutionnels en raison de sa taille adaptée à leur ticket d'investissement. Un niveau de solvabilité à la pointe du secteur qui a été davantage renforcé par la recapitalisation de 2019. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un groupe dont la branche africaine (Alios) a pénalisé la qualité de portefeuille et la productivité. Chantiers de réorganisation et de restructuration commerciale et financière chez Alios qui butent sur les difficultés conjoncturelles dans les marchés cibles, notamment au Gabon et en Afrique de l'Est. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une valorisation attractive pour un Groupe financier panafricain. Market timing peu adéquat compte tenu du manque de visibilité sur le redressement de la branche africaine. Conserver (+)
Tunisie Leasing & Factoring	113,4	28,8	0,5	6,2%	<ul style="list-style-type: none"> - Un adossement à un groupe bancaire de référence et une intégration commerciale de plus en plus renforcée. Un spread en ligne avec la moyenne du secteur. Une exposition maîtrisée aux secteurs du tourisme et du BTP. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une qualité de portefeuille, en deçà des standards, qui souffre d'un stock de créances anciennes. Un levier financier élevé (8,6x) et ratio de solvabilité qui se comparent défavorablement par rapport à la moyenne sectorielle. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une valorisation faible mais qui reflète les faiblesses de la société. Conserver

* Données au 31 août 2020.

** Non significatif.

Capitalisation (MD)		PER 2020e*	P/B 2020e*	Yield 2020e*	Points Forts	Points Faibles	Opinion
ATL	42,3	n.s**	0,6	0%	<ul style="list-style-type: none"> - De bons fondamentaux qui se comparent favorablement à la moyenne du secteur (marges, productivité et qualité de portefeuille) avec, en prime, un ratio de solvabilité très confortable (ratio Tier 2 de 18%, soit presque le double de l'exigence réglementaire). 	<ul style="list-style-type: none"> - Une absence de synergies opérationnelles avec les actionnaires bancaires. - Une dégradation des fondamentaux en 2019. La société a subi les contrecoups de la conjoncture au niveau de son coût du risque et de sa rentabilité nette. ATL devra s'efforcer de ne pas terminer l'année 2020 sur un déficit et de priver ses actionnaires pour deux années de suite des dividendes. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une valorisation bradée qui intègre la dégradation récente de la rentabilité. Longtemps prisée par les investisseurs pour son rendement en dividendes alléchant, ATL pourrait être boudée en raison d'une deuxième année blanche en vue (2020) pour les actionnaires. <p>Conserver</p>
Hannibal Lease	42,7	75,2	0,6	0%	<ul style="list-style-type: none"> - Une dynamique commerciale confirmée et un profil d'activités diversifié (HL est également active dans le domaine de LLD). 	<ul style="list-style-type: none"> - Un actionariat indépendant (non adossé à un Groupe bancaire). Un spread parmi les plus faibles du secteur en raison d'un coût de financement prohibitif. 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 défavorise le spread de la société en cette période de baisse des taux. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un challenger confirmé mais dont la faible valorisation ne fait pas le poids contre les carences actuelles. Alléger
BH Leasing	7,1	n.s**	0,5	0%	<ul style="list-style-type: none"> - Une filiale d'un Groupe bancaire où des synergies opérationnelles peuvent être mises en place (stratégie en cours). Une structure des ressources à majorité indexée au TMM qui profitera de la baisse des taux. La plus faible exposition au secteur du tourisme à l'échelle du secteur. 	<ul style="list-style-type: none"> - La compagnie devrait encore une fois toucher le fond en 2020 (déficit historique) sous la pression des provisions, du tassement de l'activité et du dérapage au niveau des charges d'exploitation. Un portefeuille sous les cignotants particulièrement dans la conjoncture actuelle. Le spread le plus faible du secteur. Le ratio du levier le plus élevé à l'échelle du secteur (9,1x). 	<ul style="list-style-type: none"> - Sur le papier, la valorisation est tentante mais une liquidité boursière quasi-inexistante (cotation au fixing). Le manque de visibilité sur une reprise de la rentabilité ne plaide pas pour un positionnement sur le titre à l'heure actuelle. <p>Alléger</p>

* Données au 31 août 2020.

** Non significatif.



Rédigé le 31/08/2020

Secteur de la concession automobile

Une résilience appréciable malgré la conjoncture économique délicate

Points clés

- La concession automobile a été parmi les secteurs les plus malmenés par la détérioration de la conjoncture économique du pays post-révolution. Entre relèvement à la hausse des taxes à la consommation et de l'impôt sur les sociétés, la réduction des quotas, l'augmentation des prix avec le renchérissement des devises et la dégradation du pouvoir d'achat du Tunisien, les concessionnaires ont vu leurs marges se rétrécir sur les dernières années. Plus récemment, l'arrêt total de l'activité durant 2 mois suite aux retombées de la pandémie COVID19 a fortement impacté les ventes des concessionnaires courant le premier semestre et ne fait qu'assombrir davantage les perspectives d'un secteur intimement lié à la balance commerciale du pays, déjà très controversée.
- Dans ce contexte, le secteur coté a perdu plus d'un tiers de sa valeur depuis 2016, sous-performant le Tunindex qui a connu durant cette même période une embellie de 30%. Cette correction est surdimensionnée pour la majorité des sociétés qui affichent une assise financière robuste.
- Si certains concessionnaires souffrent clairement de la conjoncture actuelle, la majorité a su sauvegarder - tant bien que mal - ses fondamentaux. Nous recommandons une stratégie de stock picking, détaillée dans la présente étude.

Le secteur de la concession automobile en chiffres (2019)

- 25 sociétés, dont 4 cotées
- 3% de la capitalisation boursière du marché
- 1,3 milliards de dinars de chiffre d'affaires en 2019
- 52,2 millions de dinars de capacité bénéficiaire en 2019
- 4,7% du PIB en 2018
- 8,3% des importations de la Tunisie en 2018

Ratios boursiers du secteur

- PER 2020e : 8,2x
- P/B 2020e : 1,8x
- Yield 2020e : 6,2%
- ROE 2019 : 7,6%

* Données au 31 août 2020.

I- Etat des lieux du secteur de la concession automobile

■ Excepté l'activité d'assemblage des camions et des bus instaurée depuis les années 60, la Tunisie ne dispose pas d'une vraie industrie automobile locale. Excepté Wallys, le secteur se réduit à la distribution de marques étrangères. Le marché des concessionnaires tunisiens compte aujourd'hui 25 intervenants officiels qui importent 40 marques de véhicules légers à usage particulier ou utilitaire.

■ A la fin de 2019, le parc automobile a été estimé à plus de 2,2 millions de véhicules. Un parc alimenté par l'importation de véhicules déjà assemblés et le rapatriement des véhicules des Tunisiens résidents à l'étranger. En plein essor durant les années 90 (TCAM de 13,5%), le parc automobile, a connu,

depuis les années 2000, une forte décélération de la croissance, évoluant à un TCAM de 5% sur la période 2000-2018.

■ Le marché automobile est caractérisé par un faible taux de motorisation recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux. Le taux de pénétration du marché automobile tunisien a atteint 187 véhicules pour 1000 habitants. Ceci laisse encore un potentiel de croissance pour le marché national de la distribution automobile, mais cela ne correspond pas à la réalité, puisque **le secteur est soumis au régime de quotas. La limitation volontaire de l'importation de voitures fait que l'offre des véhicules neufs est structurellement inférieure à la demande**

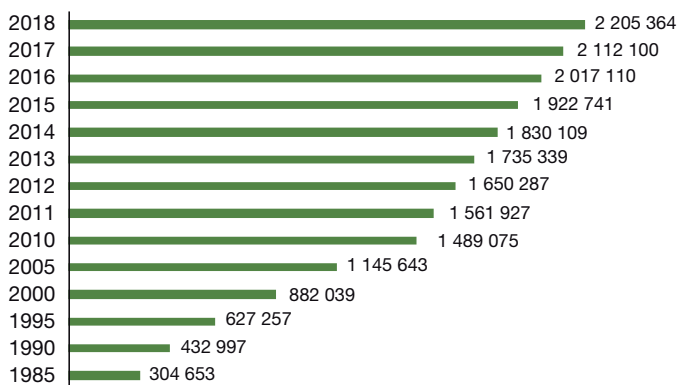
Les principaux concessionnaires en Tunisie

Principaux concessionnaires	Marques	Principaux actionnaires
ENNAKL	Volkswagen, Audi, Seat, Porsche et Skoda	PGH-Amen Bank
ARTES	Renault, Dacia, Nissan et LADA	Groupe MZABI
Stafim Peugeot	Peugeot	Groupe LEKHCHINE
UADH	Citroen, Mazda et DS	Groupe LOUKIL
City Cars	KIA	BOUCHAMAOUI- CHABCHOUB
Le Moteur- Itacar	Mercedes, Mitsubishi, Tata, Fiat, Lancia, Alpha Romeo et Jeep	Groupe MABROUK
Afrique Auto	Opel, Isuzu et Chevrolet	Groupe LAATROUS
BSB Toyota	Toyota	Groupe BELKHIRIA
Alpha	Ford, Land Rover, Jaguar et Hyundai	EIKarama Holding



Le faible taux d'équipement des ménages s'explique par un cadre réglementaire et fiscal restrictif régissant le secteur automobile. Sous l'effet des pressions sur le budget et sur la balance courante, **le Gouvernement adopte une politique de restriction sur l'importation des véhicules.**

Evolution du parc automobile en Tunisie (1985-2018)



De plus, les concessionnaires locaux demeurent encadrés par un cahier des charges qui les oblige à réaliser de la coopération technique et à respecter un système de quotas pour l'importation des véhicules, ce qui continue à pénaliser la croissance de leurs revenus.

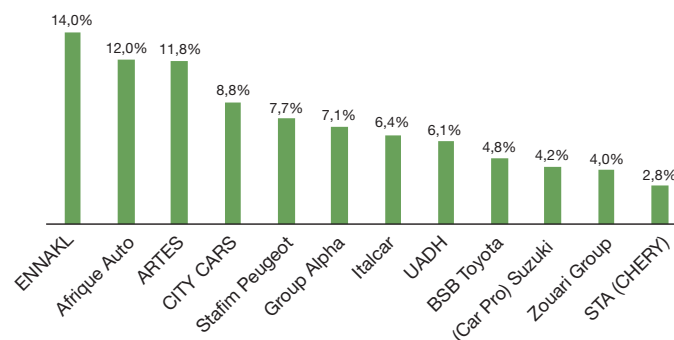
La politique de quotas connaît depuis quelques années des tergiversations. Entre promesses données pour la libéralisation du secteur et décisions du ministère du commerce, le marché de l'automobile tunisien connaît un spectacle contrasté. Les concessionnaires naviguent à

vue. Ils ne sont pas en mesure de connaître à l'avance le volume de quotas qui leur sera attribué, ou quand l'administration pourrait suspendre leurs importations, laissant leurs bateaux en rade.

Par ailleurs, les opérateurs officiels font face à une concurrence déloyale de la part du marché parallèle qui fournit à lui seul le tiers des besoins annuels du marché. Les dernières mesures gouvernementales, à

savoir le relèvement des droits de douane à l'importation de véhicules des expatriés Tunisiens depuis mars 2018 (de 25% à 35% pour les véhicules essence et de 30% à 40% pour les cylindrées supérieures) et l'interdiction de revendre un véhicule avant d'avoir complété une année depuis sa mise en circulation en Tunisie, a vraisemblablement freiné la croissance du marché parallèle au profit du marché officiel.

Part de marché par concessionnaire en 2019

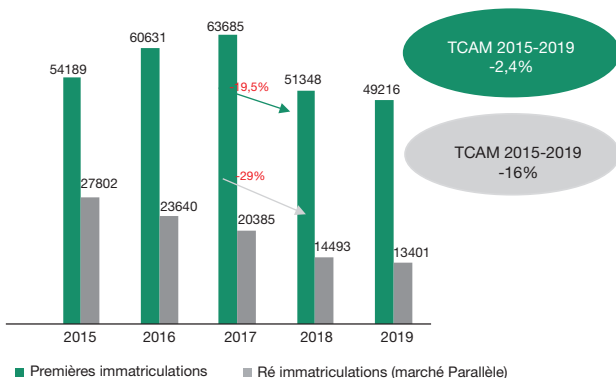


En 2019, les immatriculations totales se sont élevées à 62 600, soit une baisse de 4,9% par rapport à 2018. Il est à noter que la plus importante baisse des nouvelles immatriculations, depuis 2011, a été constatée en 2018 (78 163 véhicules tous genres confondus contre une moyenne de 90 000 au cours des 5 dernières années). Les diverses révisions à la hausse des droits de consommation, droits de douane et de TVA prévues par la Loi de Finances 2018, renchérissant le prix de ventes ont impacté le

pouvoir d'achat du consommateur et par conséquent sa demande pour les véhicules neufs.

Les marques historiques du marché automobile, en l'occurrence les européennes, ont perdu du terrain face à la percée des marques asiatiques qui ont afflué ces dernières années (KIA, Hyundai, SUZUKI, GREAT WALL, Haval, SsangYong, Mahindra) en l'espace de 5 ans. La part des marques automobiles européennes est passée de 80% à 50% en 2018.

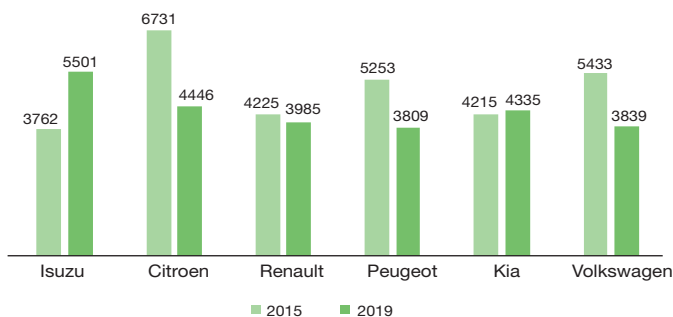
Evolution des immatriculations



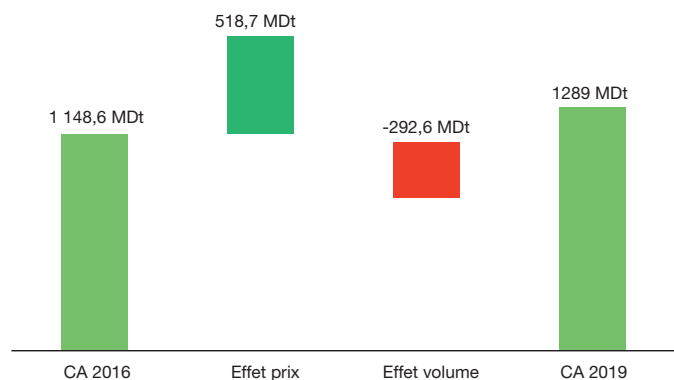
REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Evolution des principales ventes par marque



Effet volume-prix dans l'évolution des ventes entre 2016 et 2019



II- Le secteur coté en chiffres

Avec une capitalisation totale de 678MDt (à peine 3% de la capitalisation du marché) et quatre acteurs cotés (ARTES, ENNAKL, CITY CARS et UADH), le secteur de la concession automobile est faiblement représenté en bourse.

1) Un chiffre d'affaires en baisse

Malgré la baisse des immatriculations (une baisse moyenne de -12,5% sur la période 2016-2019), le chiffre d'affaires des concessionnaires automobiles a affiché une résilience appréciable, évoluant à un TCAM de 3,9% sur la même période. Cette progression à contre sens a tiré profit d'un effet prix positif, particulièrement en 2019.

Evolution des immatriculations par concessionnaire

	2016	2017	2018	2019	TCAM 2016-2019
ENNAKL	9 182	8 162	6 310	6 868	-9,2%
ARTES	7 816	8 499	5 027	5 808	-9,4%
CITY CARS	5 367	4 375	3 470	4 335	-6,9%
UADH	7 472	7 495	5 680	2 990	-26,3%
Secteur	29 837	28 531	20 487	20 001	-12,5%

Au 30 juin 2020, le chiffre d'affaires agrégé des concessionnaires tunisiens a accusé une baisse de 29% suite aux retombées de la

crise sanitaire. Nous estimons que cette baisse serait réduite à -13% vers la fin de l'année.

Evolution du chiffre d'affaires par concessionnaire

En MDt	2016	2017	2018	2019	TCAM 2016-2019	2020e	Evolution 2020-2019
ENNAKL	394,9	422,6	404,1	463,7	5,5%	420,6	-9,3%
ARTES	222,6	262,4	235,4	244,3	3,2%	211,6	-13,4%
CITY CARS	162,7	167,2	152,5	212,7	9,3%	219,0	3,0%
UADH	368,5	354,8	419,5	368,0	0,0%	267,6	-27,3%
Secteur	1 148,6	1 207,0	1 211,5	1 288,7	3,9%	1 118,9	-13,2%

Grâce à une gamme de véhicules bien étoffée, le groupe **ENNAKL** a pu maintenir sa position de leader pour la deuxième année consécutive avec une part de marché effleurant les 14% à fin 2019 et ce en dépit d'une concurrence de plus en plus acharnée. Malgré la baisse de 4,2% des premières immatriculations, le concessionnaire de la marque allemande a vu ses ventes progresser de 9% par rapport à 2018 grâce à la marque Volkswagen qui a eu le vent en poupe (+13% à 3839 véhicules). Suite au confinement général, les ventes d'**ENNAKL** à la fin du premier semestre se sont repliées de 26%.

En 2019, avec 5808 véhicules vendus sur le marché, **ARTES**, détrôné par KIA, s'est retrouvé sur la deuxième marche du podium. Après la chute de 2018, le groupe a réussi à retrouver le niveau de revenus de 2017 (+3,8% à 244MDt à fin 2019). A fin juin 2020, **ARTES** a vu ses ventes régresser de 55% suite aux mesures du confinement et au décalage du programme de voiture populaire 4 CV et de la Symbol suite au changement de modèle.

CITY CARS, le concessionnaire de la marque coréenne KIA est arrivé en 2019 à se positionner en tant que leader du marché des véhicules particuliers (PDM de 12%). Le chiffre d'affaires du concessionnaire a dépassé la barre des 200MDt alimenté par l'amélioration notable des immatriculations des VP (+24% à 4335 unités). En dépit de la crise sanitaire, **CITY CARS** a été l'unique concessionnaire ayant affiché une progression des ventes (+9%) à fin juin 2020.

Encore un coup dur à encaisser pour **UADH** en 2019 qui n'arrive pas à booster ses ventes, affichant un chiffre d'affaires en forte baisse de 12,3% à 368MDt. Pénalisés par la formule de répartition des quotas, l'importateur a écoulé 2990 unités courant 2019, soit une baisse fulgurante de 47,4%. Le succès retentissant de la marque CITROEN sur le segment des véhicules utilitaires s'est estompé devant l'attractivité de la marque nipponne ISUZU. Les revenus d'**UADH** ont accusé une chute de 35% à fin juin 2020.



2) Une rentabilité en berne

■ Malgré la révision à la hausse des prix des voitures (pour répercuter la dépréciation du dinar), les concessionnaires ont globalement vu leurs marges se rétrécir. La marge commerciale du secteur coté a régressé de 2,4 points de taux à 17,1%. Dans un contexte extrêmement concurrentiel, les différents concessionnaires ont eu une faible marge de manoeuvres pour réviser à la hausse les prix de vente et ont été contraints de stabiliser les prix sur certains produits pour parvenir à augmenter les ventes, qui serviront de base à la détermination des quotas. Cette stratégie a entraîné un affaiblissement des marges.

■ Pour 2020, nous estimons que les niveaux de marges seront maintenus au même niveau que ceux de l'année précédente.

■ **ARTES** est l'unique concessionnaire à avoir maintenu le même niveau de marge en 2019 par rapport à 2016 (à 19,6%). Le groupe affiche, en plus, **la meilleure marge du secteur coté**. Cette performance est expliquée en partie par l'important poids du service après vente dans les

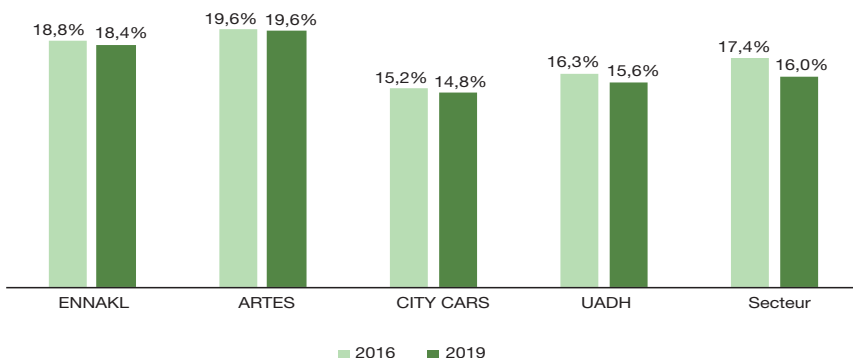
recettes du Groupe (10%) profitant d'un parc important et vieillissant. Il convient de souligner que le SAV est un pôle de rentabilité clé pour les distributeurs automobiles et compense partiellement le déclin des marges générées par l'activité 'véhicules neufs'.

■ Comparé à 2016, le taux de marge brute du Groupe **ENNAKL** a perdu 40 points de base à 18,4%, un taux qui demeure supérieur à la moyenne du secteur.

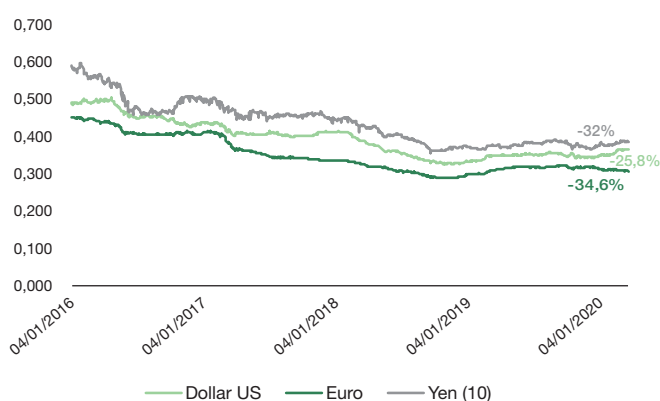
■ **CITY CARS** a, également, vu son taux de marge commerciale perdre 40 points de base à 14,8% malgré la montée en gamme des produits commercialisés avec le lancement très réussi de la nouvelle **SPORTAGE** à plus forte marge. Cette baisse s'explique par la forte dépréciation du dinar face au Yen. Le vieillissement du parc a permis, en outre, de développer les services après vente, qui représentent désormais plus de 8% du chiffre d'affaires du groupe.

■ Porté par la baisse des ventes et le glissement du dinar face au Yen, **UADH** réduit la voilure (une décroissance de 70 points de base à 15,6%, soit la plus forte baisse du secteur).

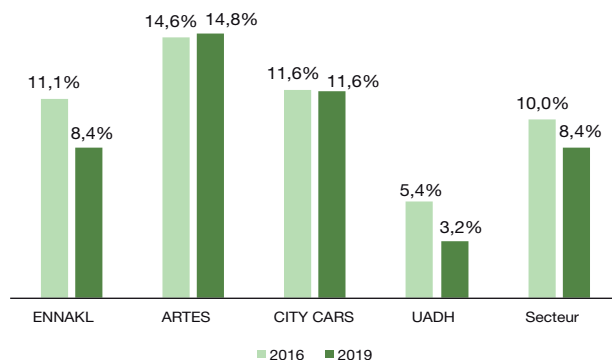
Evolution de la marge commerciale



Evolution du dinar face au yen, dollar et à l'Euro



Evolution de la marge d'EBITDA



■ Depuis 2016, la faible évolution du chiffre d'affaires couplée à un effritement des marges a entraîné une baisse de la capacité bénéficiaire des concessionnaires.

■ En 2019, la tendance baissière du résultat net agrégé du secteur coté s'est poursuivie (-7,5% à 52,2MDt) suite à la révision à la hausse du taux d'imposition (IS) des concessionnaires de 25% à 35%. Durant la période 2016-2019, l'érosion des marges nettes a été alarmante, notamment pour **UADH** (-6,4 points de pourcentage à -6,5%) et **ENNAKL** (-2,7 points de pourcentage à 5,2%) et dans une



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

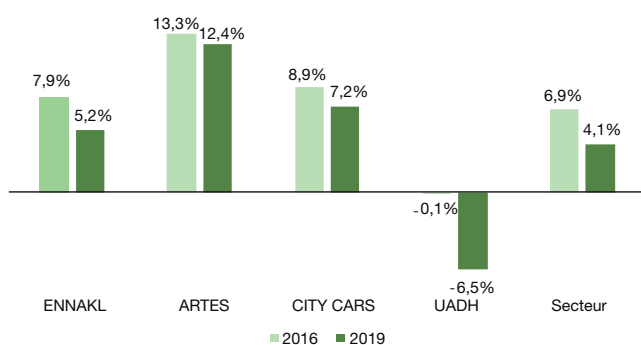
Evolution du résultat net du secteur

En MDt	2016	2017	2018	2019	TCAM 2016-2019	2020e
ENNAKL	31,3	29,8	23,5	24,3	-8,1%	19,6
ARTES	32,5	35,4	31,1	30,0	-2,6%	25,9
CITY CARS	15,9	14,8	14,3	15,3	-1,2%	15,7
UADH	-0,4	0,7	-12,3	-17,4	-	-36,0
Secteur	79,3	80,7	56,5	52,2	-13,0%	25,2

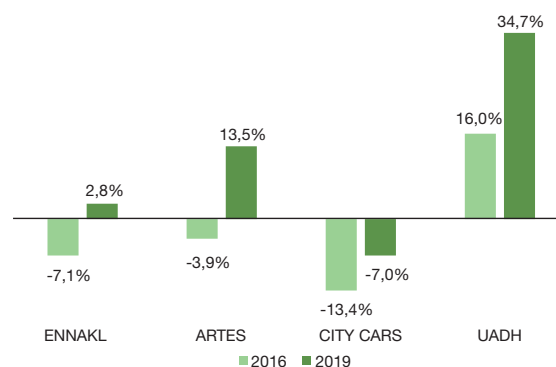
Evolution du ROE du secteur entre 2016-2019

	2016	2017	2018	2019	2020
ENNAKL	29,5%	28,1%	20,9%	20,7%	15,1%
ARTES	23,2%	24,4%	20,8%	18,5%	13,4%
CITY CARS	54,3%	46,9%	42,8%	43,5%	33,0%
UADH	-0,4%	0,7%	-13,6%	-23,8%	-64,9%
Secteur	26%	26%	21%	20%	14%

Evolution de la marge nette du secteur



Evolution du BFR (en % du CA) entre 2016-2019



moins mesure pour **ARTES** (-2 points de pourcentage à 12,4%) et **CITY CARS** (-1,6 points de pourcentage à 7,2%).

■ En 2020, la capacité bénéficiaire du secteur sera pénalisée par la baisse du niveau d'activité mais surtout par le déficit estimé d'**UADH**.

4) Une structure bilanciellement de moins en moins solide

■ Connus pour leur solide assise financière, les concessionnaires automobiles en Tunisie présentaient dans le passé une structure bilanciellement atypique caractérisée par un BFR négatif, une trésorerie excédentaire et une dette nette négative.

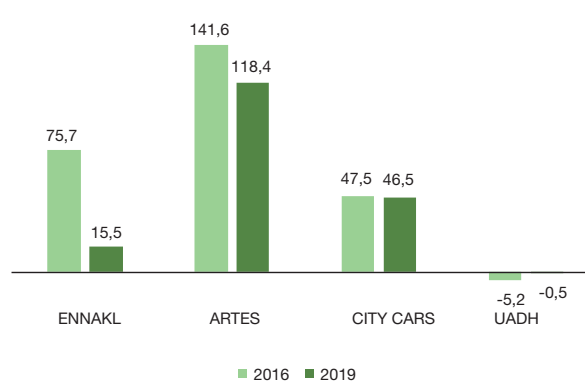
■ Depuis 2017, la donne a changé, le besoin en fonds de roulement a commencé à se faire sentir.

Désormais, les concessionnaires connaissent des difficultés au niveau du cycle d'exploitation avec des délais clients qui se prolongent. En outre, le resserrement monétaire a aussi poussé les compagnies de leasing à exiger des délais de paiement plus courts (trois à quatre mois), ce qui a impacté la trésorerie des concessionnaires et les a contraint à recourir aux institutions financières pour se refinancer, augmentant ainsi leurs coûts.

■ Les niveaux de trésorerie sont de moins en moins confortables comme le témoigne le graphique d'évolution du Free Cash Flow et de la dette nette.

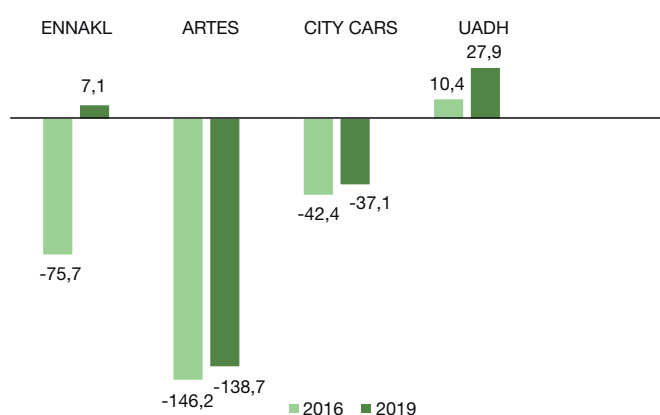
■ **ENNAKL** a été le concessionnaire le plus touché affichant une dette nette qui n'est plus négative ou à peine négative depuis 2017.

Evolution du FCF du secteur entre 2016-2019 en (MDt)





Evolution de la dette nette du secteur entre 2016-2019 (MDt)



III- Perspectives d'avenir

■ En dépit d'une demande structurellement supérieure à l'offre, la persistance des tensions sur la balance commerciale limite drastiquement les quotas attribués au concessionnaires locaux.

■ Les retombées économiques inédites, dont l'ampleur n'est pas encore définie, suite à la crise du Coronavirus ne feront qu'assombrir davantage les perspectives du secteur et rendre inaccessibles, du moins pour le moment, les revendications de la chambre syndicale des concessionnaires automobiles concernant la libéralisation du secteur, la suppression de la politique de quotas et la révision des taxes et droits appliqués au secteur.

■ La prudence reste donc de mise.

Le manque de visibilité sur le programme général d'importation et les difficultés économiques du contexte actuel rendent la tâche d'élaboration de prévisions difficile. Les prochains exercices nous semblent encore plus challengeants pour l'ensemble des opérateurs du secteur.

IV- Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs

■ Depuis 2015, une année record en termes d'immatriculations, un vent de panique a soufflé sur le secteur de la concession automobile coté. L'indice sectoriel a lâché plus d'un tiers de sa valeur.

■ Avec une capitalisation de 671MDt, le secteur traite à des multiples médians de 8,2x ses bénéfices et 4,5x son EBITDA attendus en 2020, un niveau de valorisation intéressant, moins cher que ses pairs.

■ Nous estimons que le secteur coté en Tunisie tire profit de sa présence exclusive sur l'activité la plus margée celle de la concession, une activité plus profitable que celle de la construction ou de l'assemblage. Toutefois, le contexte économique détérioré du pays et l'absence d'un véritable plan de croissance pour chacune des sociétés mine vraisemblablement leurs réappréciations fondamentales à court terme et altère le sentiment du marché.

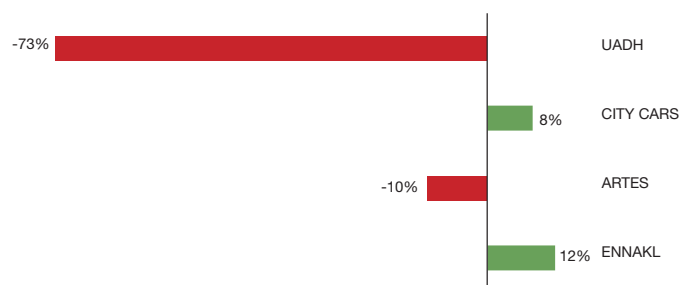
■ **ARTES** : Le groupe s'affirme par la plus grande résistance en termes de rentabilité, comparativement à ses pairs. Il se distingue également par les meilleures marges et le plus important matelas de trésorerie, ce qui lui permet de palier à la volatilité de l'exploitation. A ce jour, le groupe affiche une trésorerie de plus 118MDt (quasi équivalent à la valeur marchande des fonds propres!). Cette assise financière solide soutient, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes, même si revue à la baisse suite aux retombées de la crise (un rendement en dividende estimé en 2020 de 9,6% contre 11,3% en 2019). Au regard des niveaux attractifs de la valorisation actuelle, nous recommandons le titre à l'Achat, particulièrement pour un CEA du fait de la rémunération attractive du titre.

■ **CITY CARS** : La marque coréenne a réussi à préserver sa position de leader sur le segment

des véhicules particuliers. La trésorerie du concessionnaire demeure solide. CITY CARS affiche un ROE exceptionnel (43% en 2019) ainsi qu'un rendement en dividende encore attractif (9,3% yield estimé en 2020 contre un yield de 13,2% en 2019). Toutefois, la société présente des marges sous pression du fait de la forte dépréciation du Dinar face au Yen. Le contexte difficile persistant nous amène à une sélectivité accrue. Nous recommandons de **Conserver le titre avec des perspectives positives**.

■ **ENNAKL** : Le concessionnaire connaît les pressions liées à son cycle d'exploitation. Les fondamentaux du concessionnaire demeurent globalement bons et se comparent favorablement à la concurrence. Au vu de la valorisation chère comparée à la moyenne du secteur, nous recommandons de **Conserver** le titre.

Performance boursière du secteur depuis 2016



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Multiples de valorisation du secteur

Société	Pays	VE /Ventes 2020 ^(s)	VE/EBITDA 2020e ^(s)	PE/2020e ^(s)
Ennaki Automobiles SA	Tunisie	0,8	11,2	16,4
ARTES	Tunisie	0,0	0,1	6,0
CITY CARS	Tunisie	0,5	4,5	8,2
UADH	Tunisie	1,1	n.s	n.s
Auto Hall	Maroc	1,0	11,2	41,5
GB Auto	Egypte	0,9	14,1	3,1
M.M Group for Industry & International trade	Egypte	0,6	n.s	11,2
Motus Holdings limited	Afrique du Sud	0,2	3,6	8,4
Médiane		0,7	7,9	8,4
Médiane du secteur coté	Tunisie	0,7	4,5	8,2

Source: Infront Analytics

■ **UADH** : Les fondamentaux du représentant de Citroën sont les moins bien positionnés par rapport au secteur particulièrement en termes de levier financier. Valorisation chère, comparativement à ses pairs, nous recommandons d'**Alléger** le titre.

Indicateurs boursiers par concessionnaire

	Capitalisation (MDt)	PER 2020e	P/B 2020	Yield 2020e	Opinion
ARTES	156,0	6,0	0,8	9,60%	Acheter
CITY CARS	129,2	8,2	2,7	9,30%	Conserver (+)
ENNAKL	321,0	16,4	2,3	4,10%	Conserver
UADH	65,0	n.s	1,3	0%	Alléger
Secteur Coté	671,2	10,1x	1,8x	6,20%	

* Données en date du 31 août 2020.

Rédigé le 31/08/2020

SFBT

La force tranquille

Compte de résultat consolidé

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	913 755	996 867	1 131 356	1 202 917	1 287 121	1 377 220
<i>Progression</i>	-	9%	13%	6%	7%	7%
Marge brute	443 230	477 909	509 290	556 190	585 640	633 521
<i>Progression</i>	-	8%	7%	9%	5%	8%
Taux de marge brute	49%	48%	45%	46%	46%	46%
EBITDA	257 012	288 186	304 542	343 877	353 949	381 556
<i>Progression</i>	-	12%	6%	13%	3%	8%
Marge d'EBITDA	28%	29%	27%	29%	27%	28%
Résultat net part du groupe retraité*	149 566	172 094	177 291	210 901	216 789	243 694
<i>Progression</i>	-	15%	3%	19%	3%	12%
Marge nette	17%	18%	16%	18%	18%	18%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat.
Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

- Malgré la morosité ambiante, la SFBT a affiché un bon crû 2019 alliant croissance et rentabilité. Le Groupe, n°1 des boissons en Tunisie, consolide ainsi sa position de force tranquille et contredit une fois de plus les idées reçues sur la maturité du secteur.
- L'année 2020 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique ratée qui devrait affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue.
- Le choc de la COVID-19 n'a pas entamé l'élan de la SFBT en bourse. La brasserie figure parmi les rares sociétés cotées à résister aux pressions vendeuses voire à en profiter. L'éclatement de la crise sanitaire a déclenché un mouvement de «Flight to Quality» et orienté la demande vers les valeurs défensives.
- Du haut de sa capitalisation de 4,7 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.

Prix : 18,900 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Groupe CASTEL:	62%
Groupe Poulina:	9%
STAR:	5%
Flottant:	24%

Capitalisation boursière: 4678 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2020e:	21,6x
Yield 2020e:	3,8%
EV/EBITDA 2020e:	13,1x
ROE 2019:	29%
Performance 2020:	+22,7%

* Données au 31 août 2020.

Positionnement concurrentiel du Groupe SFBT

- Leader** sur le marché de la bière avec une part de marché de **93%**
- Leader** sur le marché des boissons gazeuses avec une part de marché de **92%**
- Leader** sur le marché de l'eau avec une part de marché de **43%**
- Challenger** sur le marché des jus avec une part de marché de **18%**

1- Présentation du Groupe SFBT

- Fondé en 1925, le Groupe SFBT se classe parmi les premiers groupes privés tunisiens. Le Groupe est détenu majoritairement par le géant Français Castel et est le leader incontestable des boissons en Tunisie.
- Le Groupe opérait initialement dans la bière et les boissons gazeuses. Ce n'est que sur les deux dernières décennies qu'il s'est lancé dans l'eau, le jus et le vin.
- Comptant une vingtaine de sociétés, SFBT est aujourd'hui l'acteur n°1 sur les segments de la bière, des boissons gazeuses et de l'eau.

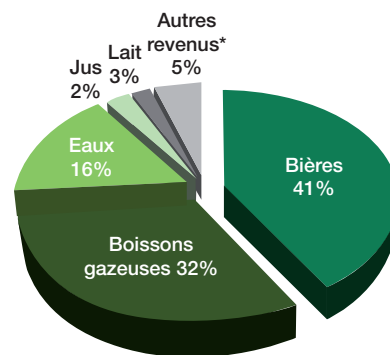
1) Activité bières

- Le Groupe SFBT continue de dominer le marché malgré l'entrée du concurrent Heineken en Tunisie en 2007. Avec 93% de part de marché, le Groupe se trouve bien à l'abri de la concurrence grâce à sa politique de diversification (3 marques locales - Celtia, Stella et Celestia - et trois étrangères - 33, Löwenbräu et Beck's) et d'innovation (nouvelles déclinaisons de la marque Stella 'Black' et Stella 'Gold Brune' et nouveau packaging).
- Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté sur les dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence du mois de l'été avec le mois du Ramadan. Par ailleurs, les augmentations successives des prix de la bière n'ont pas eu d'impact sur la consommation de bière du Tunisien et ont même permis à ce pôle d'améliorer considérablement ses marges.
- Cette activité est devenu la locomotive du Groupe et son premier centre de profit depuis 2017 (une contribution de 41% dans les revenus en 2019)

2) Activité boissons gazeuses

- Le Groupe est leader sur ce segment avec 92% de part de marché. Ce positionnement résulte non seulement du fait que la SFBT est l'unique embouteilleur des marques Coca-Cola mais aussi parce qu'elle jouit du bon positionnement de sa marque locale «Boga» dont la gamme s'est élargie avec succès au fil des années.
 - Alors que cette branche d'activité est importante au niveau du chiffre d'affaires (une proportion de 32% fin 2019), la réalité est toute autre au niveau de la rentabilité. Génératrice de faible marge et consommatrice d'investissements récurrents de maintenance en raison de la vétusté des outils de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du Groupe. A ces problèmes se sont greffés la suppression des subventions sur le sucre et l'instabilité du marché libyen.
- ## 3) Activité eaux
- L'intérêt pour cette activité a commencé depuis les années 2000, avec le rachat des sociétés Marwa et SOSTEM qui exploient les marques (Marwa, Safia, Garci et Oktor) et l'introduction des

Structure des revenus du Groupe par pôle d'activité (2019)



* Les autres revenus englobent toutes les ventes de concentrés, préformes, bouchons, étiquettes...

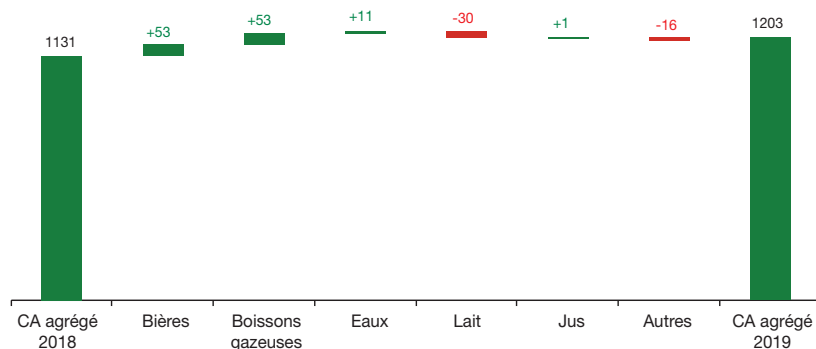
- marques 'Cristalline' et 'Melliti' quelques années plus tard.
- En l'espace de 5 ans, le groupe a doublé son chiffre d'affaires «eau» et s'est adjugé une part de marché de 43%, devant de loin ses concurrents (Groupe Mzabi et Boujbel qui commercialisent respectivement les marques Sabrina/Jannet et Fourat).
- Malgré son jeune âge, cette branche est désormais le deuxième contributeur dans les résultats du Groupe, après la bière.
- Les perspectives de croissance de cette filière restent solides avec

le changement des habitudes de consommation, la dégradation de l'eau du robinet en Tunisie et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau).

4) Activité jus

- L'activité jus affiche une faible contribution au revenus du Groupe. Elle a connu une accélération de la croissance sur les dernières années. Le Groupe a décidé de capitaliser sur le brand name de la marque Stil pour compléter sa gamme de produits.

Décomposition de la croissance des revenus en 2019 (en MDT)





Portefeuille de marques nationales et importées du Groupe SFBT

Activité bières	Activité boissons gazeuses	Activité eaux	Activité jus

■ La croissance de la nouvelle marque locale des jus Stil a été boostée par le lancement, depuis 2018, d'une gamme de jus sans conservateur conditionnés dans des bouteilles en plastique aseptique. Sur l'activité jus, la SFBT est challenger avec une part de marché de 18%.

II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2019

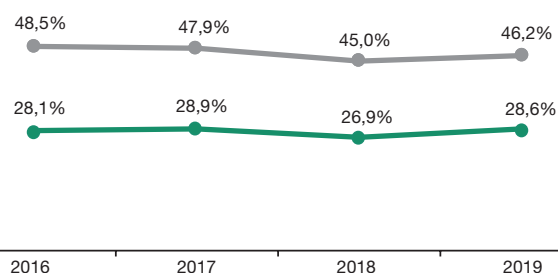
■ Avec une progression des ventes consolidées de 6% à 1,2 milliard de dinars, le Groupe SFBT a connu une décélération de sa croissance comparativement à l'année 2018. Malgré le retour à la croissance de l'activité boissons gazeuses (+16% à 390,7MDt), le ralentissement des activités bières (+12% à 497,2MDt contre +19% en 2018) et eaux (+6% à 197,3MDt contre +15% en 2018) et l'importante baisse de régime de l'activité lait (-49% à 31MDt) ont ralenti la performance consolidée du Groupe. Cette réduction de la voilure est essentiellement due, selon le management, à l'érosion du pouvoir d'achat des ménages.

■ Malgré le relâchement de la croissance des revenus par rapport à 2018, SFBT est parvenue à améliorer ses marges. Profitant d'une gestion optimisée des approvisionnements et de la révision des prix (principalement de la bière), la marge brute a augmenté de 1,2 point de taux à 46,2%.

■ Les efforts de maîtrise des charges d'exploitation notamment de la masse salariale (+4% à 133MDt) ont été payants au niveau de la rentabilité opérationnelle. La marge d'EBITDA a progressé de 1,7 point de pourcentage à 28,6%. L'EBITDA s'est, quant à lui, accru de 13% à 343,9MDt.

■ La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du Groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de 391MDt sur la période 2016-2019), SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -5,4% fin 2019). Fort de ses cash flow stables et d'une trésorerie abondante, le Groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers

Evolution des marges



En MDt	2016	2017	2018	2019
Cash Flow d'exploitation	179,3	180,4	230,4	276,5
Investissements	55,6	90,2	130,6	114,4
Free Cash Flow	123,7	90,1	99,8	162,1
Dette Nette	-41,7	-34,8	-23,8	-55,6
Gearing	-5%	-4%	-3%	-5%
ROE	24%	28%	26%	29%
ROCE	22%	24%	22%	25%

qui bonifient la rentabilité. En 2019, le contexte de hausse des taux en 2019 a valu à la SFBT d'engranger des produits de placement de 24,1MDt, en hausse de 17% par rapport à 2018.

■ 2019 a été un bon crû sur le front de la rentabilité nette. Le résultat net part du groupe a enregistré une envolée de 19%, dépassant la barre symbolique de 200MDt. Avec un ROE de 29%, SFBT figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote.

■ La capacité bénéficiaire solide et la manne financière de la SFBT lui valent de maintenir une politique de dividendes parmi les plus généreuses du marché actions. Le rendement de l'action est régulièrement soutenu par des attributions gratuites avec un différentiel de jouissance en dividendes. Sur les dernières années, le payout affiché par la société dépasse les 70%.

« Le Groupe se distingue par ses cash-flows stables et son matelas de trésorerie confortable qui lui permettent d'autofinancer ses investissements et de maintenir une politique de dividendes généreuse »

III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Les deux prochains exercices s'annoncent sous le signe de la consolidation pour le Groupe. Malgré les retentissements de la crise de la COVID-19, la SFBT devrait être en mesure d'afficher des niveaux de rentabilité soutenus.

■ Interrogé sur l'impact de la crise de la COVID-19 sur les réalisations de 2020, le management a affirmé que la production n'a été que peu altérée. Après quelques perturbations liées aux problèmes des autorisations de circulation et à l'arrêt des transports en commun durant la période du confinement général, la situation s'est progressivement améliorée.

■ L'équipe de direction a ajouté que l'activité des boissons gazeuses sera vraisemblablement la moins affectée en 2020. La progression des grandes tailles familiales consommées à la maison a permis de compenser la baisse des petites tailles consommées dans les cafés, hôtels et restaurants fermés pendant la période de confinement.

■ D'une manière générale, nous pensons que la crise de la COVID-19 devrait générer un manque à gagner en termes de revenus en 2020 (en raison du confinement général et d'une saison touristique ratée) mais elle ne représente pas une menace pour les perspectives d'avenir du Groupe.

■ Toujours précurseur et soucieux de son développement, le Groupe s'est attelé durant ces dernières années à lancer un plan de développement durable qui devrait se traduire par d'importantes économies d'énergie. Ce plan comprend l'installation de cogénération dans l'usine de Bab-Saadoun (démarrage en janvier 2020) et passage de la tri-génération la quadri-génération dans l'usine de la filiale SGBIA (récupération du CO² émis et sa

transformation en CO² alimentaire).

■ En conséquence à ce qui précède, nous tablons sur la période 2020-2021 sur une croissance moyenne du chiffre d'affaires et du résultat net part du groupe de 7% et de 7,5% respectivement.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

■ Le choc de la COVID-19 n'a pas entamé l'élan de la SFBT en bourse. La brasserie figure parmi les rares sociétés cotées à résister aux pressions vendeuses voire à en profiter (une performance de 22,7% à ce jour). L'éclatement de la crise sanitaire a déclenché un mouvement de «Flight to Quality» et orienté la demande vers les valeurs défensives.

■ Première capitalisation du marché, la SFBT traite actuellement à 21,6x ses bénéfices et à 13,1x son EBITDA estimés pour 2020. Sur le papier, ces niveaux de valorisation peuvent paraître élevés. Cependant, les qualités fondamentales du titre justifient cet upside. Le Groupe jouit de :

- un positionnement quasi-monopolistique sur les deux branches 'boissons gazeuses et alcoolisées',

- des marges confortables sur les activités 'bières et eaux',

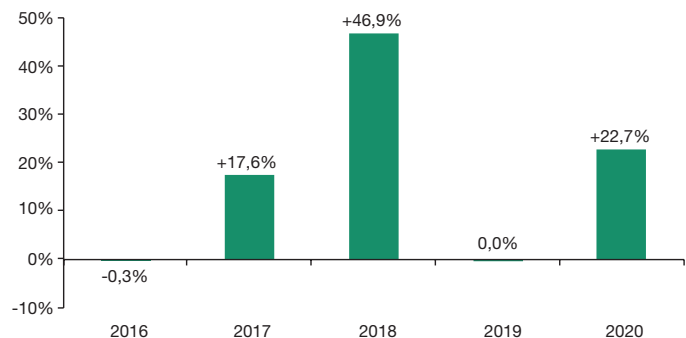
- d'un outil d'exploitation substantiellement amorti constituant une barrière à l'entrée de la concurrence et lui permettant de préserver ses marges,

- et de cash flow stables et d'une situation financière solide, ménageant le recours à la dette et favorisant une politique généreuse de dividende.

■ Tous ces facteurs nous amènent à considérer la SFBT comme la Blue Chip du marché en 2020, la valeur défensive par excellence dans une conjoncture post-COVID où l'incertitude règne en maître.

■ **Nous réitérons notre recommandation positive sur la SFBT.**

Performances boursières du titre SFBT





Echantillon de comparables régionaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2019	Marge nette 2019	P/E 2020e	EV/EBITDA 2020e
Société des Boissons du Maroc	Maroc	26,6%	14,0%	19,7	9,7
East African Breweries Limited	Kenya	33,1%	10,8%	18,3	8,6
Delta Corp. Ltd.	Zimbabwe	33,4%	24,8%	N/D	2,1
Tanzania Breweries Limited	Tanzanie	38,0%	16,1%	22,2	11,7
Nigerian Breweries PLC	Nigéria	21,0%	5,0%	33,0	6,0
International Breweries PLC	Nigéria	10,3%	-21,0%	N/D	36,5
Guinness Nigeria PLC	Nigéria	14,8%	4,2%	15,2	2,9
Nestlé Nigeria Plc	Nigéria	28,0%	16,1%	20,3	11,9
Distell Group Holdings Ltd	Afrique du Sud	10,9%	3,4%	16,5	9,1
SFBT	Tunisie	28,6%	18,3%	21,6	13,1
Médiane		26,6%	10,8%	19,7	9,1



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Rédigé le 31/08/2020

Délice Holding

L'heure est à l'écémage

Compte de résultat consolidé

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	746 901	794 548	844 483	965 361	1 100 511	1 210 562
<i>Progression</i>	-	6%	6%	14%	14%	10%
Marge brute	197 158	203 255	205 909	251 192	275 128	297 798
<i>Progression</i>	-	3%	1%	22%	10%	8%
Taux de marge brute	26%	26%	24%	26%	25%	25%
EBITDA	89 768	91 135	84 526	106 725	118 897	128 832
<i>Progression</i>	-	2%	-7%	26%	11%	8%
Marge d'EBITDA	12%	11%	10%	11%	11%	11%
Résultat net part du grouperetraité*	36 916	38 625	30 669	39 703	50 107	56 296
<i>Progression</i>	-	5%	-21%	29%	26%	12%
Marge nette	5%	5%	4%	4%	4%	4%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat et la plus value sur cession de la participation dans Zitouna Bank (en 2019) pour un montant de 6,4MDt.

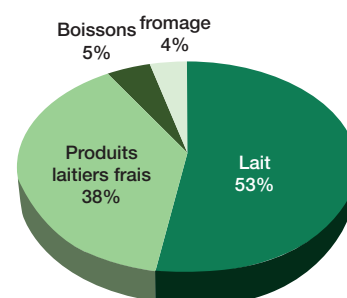
Prix : 15,200 Dt	
Acheter (+)	
Actionariat	
Société MEDDEB Consulting*	85%
Flottant:	15%
Capitalisation boursière:	835 MDt
Ratios boursiers** :	
PER 2020e:	16,7x
Yield 2020e:	2,7%
EV/EBITDA 2020e:	8,5x
ROE 2019:	31,9%
Performance 2020:	+50%

* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB dans le capital.

** Données au 31 août 2020.

- 2019 a été l'année du rattrapage par excellence pour le Groupe Délice Holding. L'activité a nettement repris du poil de la bête et la rentabilité s'est nettement améliorée.
- Le Groupe a affiché une gestion salubre de la crise de la COVID-19 non seulement parce qu'elle a coïncidé avec la période de haute lactation mais aussi grâce à ses importantes capacités logistiques (maillage géographique efficace) et de stockage. Sur le premier semestre 2020 (qui tient compte d'environ trois mois de confinement), Délice a enregistré une croissance de ses revenus de 15%.
- Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme des produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2019 devrait inaugurer une nouvelle phase de croissance prometteuse pour le fleuron de l'industrie laitière en Tunisie avec une progression à deux chiffres au niveau des résultats et l'amorce d'un processus de désendettement.
- Les nouveaux projets entrepris devraient permettre au Groupe, dans les prochaines années, de 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. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.

Structure du chiffre d'affaires (2019)





I- Présentation du Groupe Délice

■ Fondé en 1978 par Monsieur Mohamed MEDDEB, le Groupe Délice est spécialisé dans la fabrication et la vente de lait et de produits dérivés (yaourt, beurre, fromage, jus et autres boissons). Au fil des années, le Groupe a mis en place une stratégie d'intégration en amont et en aval en nouant des partenariats avec

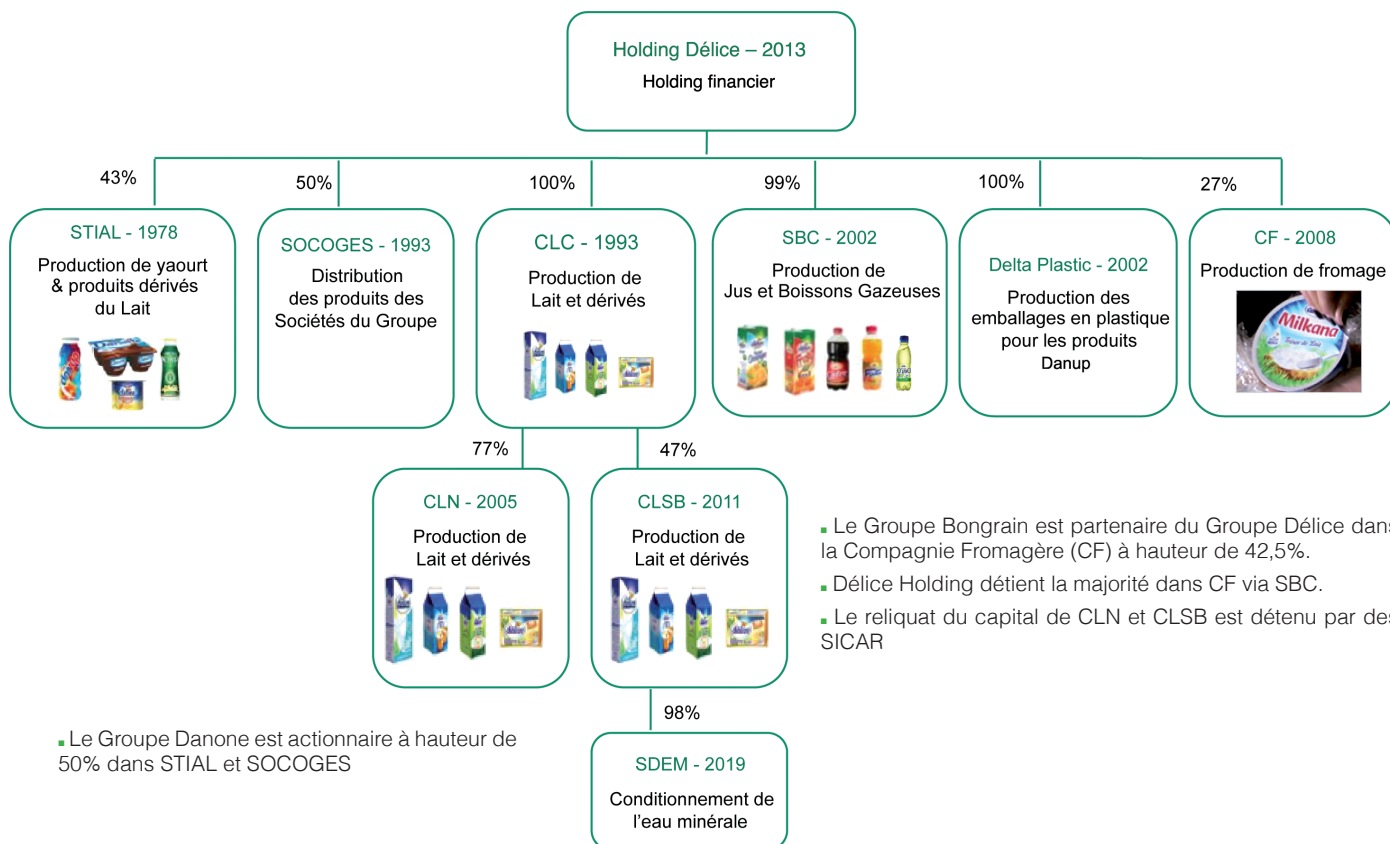
des leaders mondiaux (Danone en 1997 et Savencia en 2008) afin de devenir un acteur incontournable sur le marché tunisien des produits laitiers et des boissons. En effet, Délice Holding est aujourd'hui:

- 1^{er} sur le marché du lait avec 66% de part de marché (Vitalait est 2^{ème} avec 26%)
- 1^{er} sur le marché du yaourt avec 67% de part de marché (Vitalait est 2^{ème} avec 22%)

- 2^{ème} sur le marché des boissons (jus et autres boissons) avec 24% de part de marché (SNBG du Groupe Boujbel est leader avec 27% de part de marché)
- 2^{ème} sur le marché du fromage avec 20% de part de marché (IAT du Groupe Mabrouk est leader avec 52% de part de marché).

■ Détenue à hauteur de 85% par la famille MEDDEB, le Groupe Délice est l'un des plus importants groupes industriels privés du pays. Pour les besoins de son introduction en bourse, opérée en 2014, le Groupe s'est restructuré en holding, Délice Holding, contrôlant directement et indirectement 9 sociétés dans différents secteurs d'activité: Le lait, le yaourt, le jus, le fromage, le plastique, la distribution et tout récemment l'eau minérale.

Structure du Groupe Délice Holding



« Grâce à un mix de stratégie gagnantes d'intégration en amont, en aval, de diversification et d'expansion, Délice est devenu, en l'espace de quatre décennies, le champion national de l'industrie laitière en Tunisie »



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2019

■ 2019 a été l'année du rattrapage à tous les niveaux pour le Groupe Délice Holding. Les ventes ont repris du poil de la bête et la rentabilité s'est sensiblement améliorée grâce aux efforts d'investissements constants déployés par le management sur les dernières années.

■ Malgré la morosité ambiante (une croissance économique molle) et la conjoncture sectorielle difficile sur le métier de base (instabilité du stock national de lait de boisson, rigidité des prix à la vente et baisse du cheptel de vaches laitières et du nombre d'éleveurs), le leader de l'industrie laitière en Tunisie a enregistré une accélération notable de sa croissance et est parvenu à consolider son positionnement stratégique. Les revenus consolidés du Groupe ont enregistré une reprise de 14% à 965,4MDt, contre une progression moyenne de 9% sur la période 2014-2018.

■ Cette performance est le fruit d'une croissance à deux chiffres au niveau de tous les pôles métiers du Groupe, et de l'évolution appréciable du chiffre d'affaires à l'export qui s'est hissé de 64% à 29MDt.

1) Activité «lait»

■ Le pôle lait a résisté à la contre performance de la filière (quasi-stagnation des quantités de lait collectées à 848 millions de litres à l'échelle du secteur) avec une progression des revenus de 27% à 642MDt. Cette performance est notamment redevable aux efforts déployés par le Groupe sur l'amont de la filière et au soutien des petits éleveurs et centres de collecte; efforts qui ont permis à Délice de porter les quantités de lait collectées dans ses centres de

8% à 400 millions de litres en 2019.

■ Avec une contribution de 53% dans les revenus du Groupe, le pôle lait reste de loin le principal générateur de chiffre d'affaires pour le Groupe.

2) Activité «produits laitiers frais»

■ Le pôle produits laitiers frais a vu ses revenus grimper de 27% à 470MDt, profitant d'un effet volume favorable (+4% des quantités vendus) et d'une hausse moyenne des prix de 11% par rapport à 2018.

■ Sur cette ligne de métier Délice Holding a profité du retrait de deux marques concurrentes (Elbène et Yogo) du marché du yaourt et de la poursuite des efforts d'innovation avec le lancement de nouveaux produits comme le yaourt grec (OIKOS), les milkshake et la crème liquide.

3) Activité «boissons»

■ Le pôle boissons a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 60,6 MDt, soit une hausse annuelle de 21%. Cette performance est essentiellement due aux efforts d'investissement consentis sur les dernières années qui ont permis de doper le volume des ventes (+19% par rapport à 2018), d'étendre la gamme des produits des boissons gazéifiées aromatisées (Déli'O) et d'introduire de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée comme la boisson au jus gazéifiée (YOLO) en Tunisie et la boisson gazeuse «Bitter» en Libye.

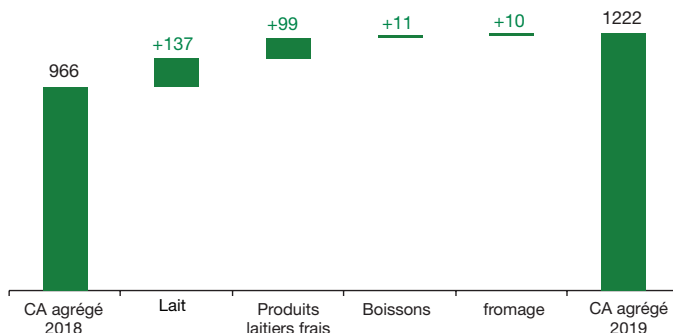
4) Activité «fromage»

■ Cette activité a vu son chiffre d'affaires augmenter de 25% à 50MDt. L'implication croissante du partenaire SAVENCIA a valu au Groupe Délice de stabiliser la qualité de ses produits et de consolider son positionnement.

■ 2019 a été une année porteuse au niveau des marges pour le Groupe. L'atteinte d'un nouveau palier de revenus (effets d'échelle), le tournant vers des produits à plus forte valeur ajoutée et l'attention portée à la maîtrise des charges à travers les programmes de productivité et d'efficacité énergétique (comme le projet de cogénération démarré en octobre 2019 sur les sites de la STIAL et de la CLC) ont permis de contrebalancer les tensions inflationnistes subies sur les matières premières.

■ La marge brute a cru à un rythme plus rapide que les revenus (+22% à 251MDt) et le taux de marge brute a progressé de 1,5 point de taux à 25,7%. Il en va de même pour la rentabilité d'exploitation qui a pu absorber l'envolée des frais généraux (+19% à 144MDt pour la masse salariale majorée des autres charges opératoires). L'EBITDA s'est apprécié de 26% à 106,7MDt et la marge d'EBITDA s'est établie à 10,9% à fin 2019, soit un gain de 1 point de taux par rapport à l'année 2018.

Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires (MDt)



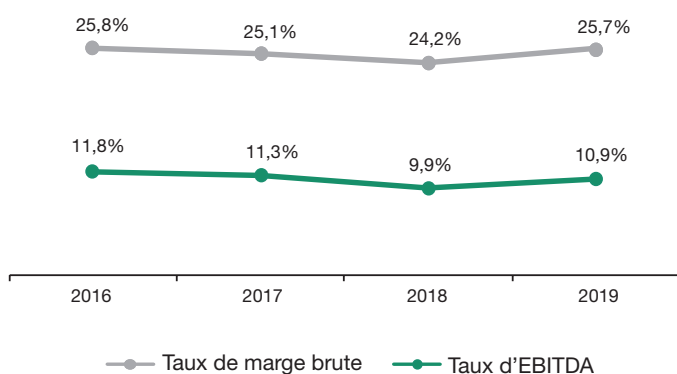
■ Malgré le tassement du climat des affaires, Délice Holding n'a pas perdu l'appétit pour l'investissement. Le Groupe a déboursé une enveloppe de 210MDt d'investissements sur les trois dernières années; une politique dynamique visant à: **1)** perfectionner l'outil de production (introduction d'innovations dans l'usine de Sidi Bouzid et lancement du projet de cogénération), **2)** à augmenter la capacité de production (construction d'une nouvelle usine de production de jus et extension de capacité de l'usine de production de fromage)

et **3)** à pénétrer le segment de l'eau minérale (construction d'une unité de conditionnement d'eau minérale).

■ Pour financer ces investissements, le Groupe a dû recourir à l'endettement. En l'espace de trois ans, la dette nette a été multipliée par 1,6x à 179MDt et le ratio du gearing est passé de 41% en 2017 à 85% fin 2019. Cette évolution nous semble peu alarmante au regard de la nature capitalistique de l'activité du Groupe et de son aptitude à générer des cash flow abondants dans les prochaines années.



Evolution des marges

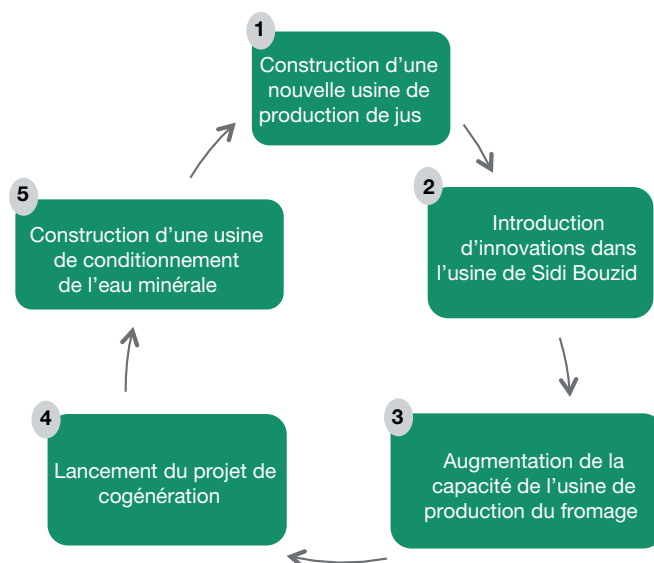


En MDt	2016	2017	2018	2019
Cash Flow d'exploitation	93,0	68,0	39,1	44,6
Investissements	33,3	54,0	69,8	86,6
Free Cash Flow	59,8	14,0	-30,7	-42,0
Dette Nette	57,0	68,0	108,5	179,1
Gearing	38%	41%	60%	85%
ROE	34%	32%	22%	32%
ROCE	21%	24%	17%	17%

Le recours croissant à l'endettement sur les dernières années s'est naturellement reflété au niveau des charges financières. Ces dernières se sont appréciées de 28 à 18MDt en 2019. Il est à noter que le Groupe profite de conditions d'emprunts avantageuses grâce à sa bonne signature auprès du système bancaire. Les frais financiers ont également été impactés par les retards fréquents sur le paiement de la subvention d'exploitation de l'Etat relative au lait UHT.

Côté bottom line, Délice a réalisé une croissance de son résultat net part du groupe de 29 à 39,7MDt. Ce chiffre ne tient pas compte de la réalisation d'une plus-value exceptionnelle de 6,4MDt sur la cession de la participation dans Zitouna Bank. A souligner que la mobilisation du levier financier a eu un effet bénéfique sur la rentabilité des fonds propres. Le ROE est passé à 32% en 2019 contre 22% en 2018.

Les investissements du Groupe sur les trois dernières années



III- Perspectives d'avenir & prévisions

Le Groupe maintient un rythme soutenu d'investissement dans une conjoncture difficile, par la consolidation de ses capacités de transformation sur les différents pôles d'activité et l'initiation des projets de productivité sur les différents sites. L'ensemble de ces projets devraient permettre à Délice de réduire sa dépendance envers le lait de boisson subventionné, d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et d'améliorer significativement ses marges.

Les objectifs stratégiques de Délice Holding devraient se concrétiser dans les prochaines années grâce à :

1) une montée en volume dans l'activité lait pour rentabiliser davantage l'activité 'produits frais', génératrice de plus fortes marges,

2) une poursuite des efforts d'innovation et d'élargissement

de la gamme de produits «beverages» vers l'eau minérale. Le marché des boissons en général et de l'eau minérale en particulier est relativement jeune et propice à la croissance organique. A noter que la nouvelle usine de conditionnement d'eau minérale devrait entrer en production dans les prochaines semaines.

3) et à une structure des coûts plus optimisée.

L'innovation et la diversification des produits restent également les fers de lance pour Délice. Le management compte développer sur le marché de nouveaux procédés et de nouvelles technologies qui vont différencier significativement les produits. Le cas le plus illustratif est celui de la technologie PEHD aseptique dans laquelle le Groupe est pionnier en Tunisie depuis 2019.

Le Groupe a affiché une gestion salubre de la crise de la COVID-19 non seulement

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

parce qu'elle a coïncidé avec la période de haute lactation mais aussi grâce à ses importantes capacités logistiques (maillage géographique efficace) et de stockage. Sur le premier semestre 2020 (qui tient compte d'environ trois mois de confinement), Délice a enregistré une croissance de ses revenus de 15%.

La croissance sera également au rendez-vous sur les deux prochaines années. Sur la période 2020-2021, nous tablons sur une progression moyenne des revenus de 12% et sur une hausse moyenne du résultat net part du groupe (hors éléments exceptionnels) de 19%, dépassant le cap de 50MDt à partir de 2020. Ces prévisions tiennent compte de l'augmentation récente des prix du lait UHT et de ses effets positifs sur les marges et la rentabilité du Groupe.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

La période 2018-2019 a été particulièrement difficile sur le plan boursier pour le fleuron national de l'industrie laitière. Durant cette période, Délice a perdu 30% de sa capitalisation sur fond de perturbations dans l'approvisionnement en lait frais.

En 2020, le titre a largement rattrapé ses contreperformances

des années passées. Malgré les pressions vendeuses auxquelles a succombé le marché depuis l'avènement de la crise de la COVID-19 en Tunisie, Délice Holding a grimpé de 50%, portant sa capitalisation à 835MDt. Le parcours du titre a été favorisé par le comportement de «*Flight to Quality*» des investisseurs et par la ruée sur les valeurs défensives.

Délice Holding traite actuellement à des multiples de 16,7 ses bénéfices et 8,5x son EBITDA estimés en 2020; une valorisation attrayante qui offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation/diversification, aux fondamentaux solides et disposant d'avantages compétitifs soutenables. La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour le titre.

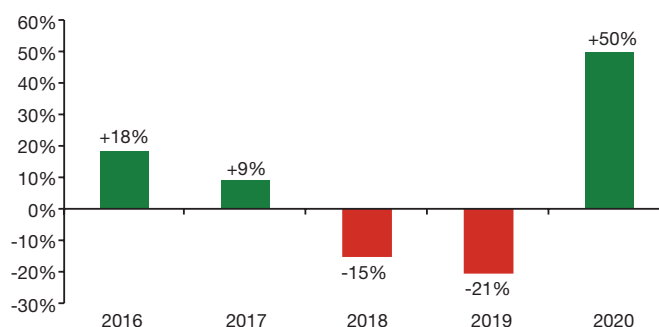
« La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour le titre »

Nous recommandons un positionnement sur le titre.

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2020e	EV/EBITDA 2020e
Juhayna Food Industries	Egypte	15,4	6,8
Arabian Food Industries Co.	Egypte	12,2	7,3
Almarai Co., Ltd.	Arabie Saoudite	27,4	15,0
Saudia Dairy & Foodstuff Co.	Arabie Saoudite	16,9	11,1
Tat Gida Sanayi A.S.	Turquie	11,3	9,2
Nestle Nigeria Plc	Nigeria	20,3	11,9
Danone SA	France	17,7	11,8
Savencia SA	France	7,2	4,0
Nestle S.A.	Suisse	25,6	18,2
Saputo Inc.	Canada	19,8	11,6
The Kraft Heinz Co.	Etats-Unis	13,0	11,1
Megmilk Snow Brand Co, Ltd	Japon	12,9	6,3
Vietnam Dairy Products Corp.	Vietnam	19,1	12,4
Bright Dairy & Food Co	Chine	39,9	11,0
Médiane internationale		17,3	11,1
SFBT	Tunisie	21,6	13,1
Délice Holding	Tunisie	16,7	8,5
Médiane de l'échantillon		19,5	12,1

Performances boursières du titre Délice Holding



SAH Lilas

Des stratégies gagnantes pour une croissance pérenne

Compte de résultat

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	339,2	373,4	440,4	560,1	688,4	771,0
Progression	-	10%	18%	27%	23%	12%
Marge brute	101,3	141,9	113,6	208,2	257,2	286,0
Taux de marge brute	29,7%	37,7%	25,7%	36,9%	37,2%	36,9%
EBITDA	64,7	72,1	62,1	81,3	118,7	132,0
Progression	-	11%	-14%	31%	46%	11%
Marge d'EBITDA	19,1%	19,3%	14,1%	14,5%	17,2%	17,1%
Résultat net part du Groupe retraité*	33,2	24,6	22,8	23,0	46,5	50,5
Progression	-	-26%	-8%	1%	102%	9%
Marge nette	10,5%	7,6%	6,0%	4,0%	7,1%	7,0%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat et les plus ou moins values sur cession.

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

- 2019 a été une nouvelle année escale pour le Groupe SAH Lilas. Les retards dans l'entrée en exploitation de certains projets (détergents, augmentation de capacité de la filiale Azur Papier et de la filiale au Sénégal) et dans la recapitalisation (une injection de fonds propres de 50MDt) n'ont pas été sans impacts sur la rentabilité. Lilas a accusé une quasi-stagnation de son résultat net part du groupe malgré une croissance à deux chiffres au niveau de ses revenus et de son EBITDA.
- La période transitoire fortement capitalistique est bientôt arrivée à son terme. 2020 sera la vraie année du retour sur investissement. Elle sera une année pleine d'exploitation pour l'activité «détergents» avec le développement de nouveaux produits destinés aux professionnels et la production de marques de distributeurs. L'activité profitera également de l'augmentation de capacité de l'usine de SAH Tunisie avec l'utilisation d'une nouvelle technologie de production plus performante et du démarrage, au dernier trimestre 2020, de l'extension de la capacité de production d'ouate de cellulose et de la nouvelle usine au Sénégal.
- Dans une conjoncture malmenée par la crise de la COVID-19, le titre représente une opportunité d'investissement intéressante à bien des égards: il s'agit d'une valeur défensive et de croissance, d'une valeur internationale et d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels en quête de «Blue chips».
- Le retour tant attendu aux dividendes au titre de l'exercice 2019 (un payout de 55%) après trois années blanches pour les actionnaires renvoie un signal positif au marché; un signal que le Groupe est sur le point d'entamer une phase de génération de cash flow, et de désendettement et de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années. Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.

Prix : 12,510 Dt

Acheter (+)

Actionnariat*

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

Capitalisation boursière:817MDt

Ratios boursiers*:**

PER 2020e:	17,6x
Yield 2020e:	1,2%
EV/EBITDA 2020e:	9,6x
ROE 2019:	10,8%
Performance 2020:	+7,8%

* Actionnariat datant de juillet 2019.

** Holding codétenue par Madame Jalila MEZNI et le fonds d'investissement ABRAAJ.

*** Données au 31 août 2020.

« 2020 devrait inaugurer un nouveau cycle de croissance pour le Groupe. Les investissements lourds étant derrière le Groupe, les prochaines années devraient s'inscrire sous le signe du retour sur investissement, de la croissance à deux chiffres au niveau des revenus et de la génération de cash-flow »



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

I- Présentation du Groupe SAH Lilas

■ Créée en 1994 par Madame Jalila MEZNI, la société SAH (Société d'Articles Hygiéniques) est l'un des fleurons de l'économie tunisienne. Initialement lancée dans la fabrication des serviettes hygiéniques sous la marque 'Lilas', la société a connu un développement considérable au fil des années.

■ Récoltant les fruits d'une stratégie d'expansion régionale, de diversification et d'intégration en amont, SAH Lilas est aujourd'hui à la tête d'un Groupe panafricain, fortement intégré de huit sociétés qui opèrent dans trois lignes de métier:

1) La production de produits d'hygiène papier

■ Coeur de métier du groupe (90% des revenus en 2019), l'activité d'hygiène papier est assurée par la société mère et par des filiales industrielles (Algérie, Libye et Côte d'Ivoire) et commerciales (Algérie et Maroc). Sur cette ligne de métier, SAH Lilas offre une gamme complète de produits: le papier hygiénique, (papier toilette, papier mouchoirs, serviette de table, essuie-tout...),

les produits d'hygiène féminine, les couches bébé, les produits d'hygiène adultes et les lingettes. Les installations industrielles du Groupe en dehors de la Tunisie ont permis d'accélérer la couverture régionale du Groupe.

■ Sur la ligne des produits d'hygiène papier, SAH Lilas a pu acquérir une position de leader dans quatre pays: Tunisie (65% de part de marché), Libye (45% de part de marché), Mauritanie (70% de part de marché) et Congo (40% de part de marché) et de challenger en Algérie et au Gabon.

2) La production d'ouate de cellulose

■ Afin de sécuriser les approvisionnements du Groupe dans le métier des produits d'hygiène papier et de maîtriser la qualité d'ouate de cellulose, le Groupe s'est lancé dans la production de cette matière première essentielle depuis 2013 à travers sa filiale Azur Papier. Cette entité couvre 70% des besoins du Groupe.

■ La première ligne d'ouate de cellulose ayant atteint la pleine capacité depuis 2019, le Groupe a investi dans une 2^{ème} ligne de production d'une capacité d'une

fois et demi l'ancienne ligne pour un coût total de 86 millions de dinars. Une part de 40% de la production de cette deuxième ligne sera destinée aux besoins du Groupe. Le reliquat sera écoulé hors Groupe notamment sur les marchés export. Au-delà des bienfaits de cette stratégie d'intégration sur les marges, l'activité de production d'ouate de cellulose constitue aujourd'hui un véritable centre de profit pour le SAH Lilas.

3) La production de détergents

■ Benjamine du Groupe, l'activité de production des détergents a été lancée en 2016, par la création de la filiale Azur Détergent. Le Groupe détient 51% de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICAR sous forme de portage qui va être racheté par la société mère.

■ Il va sans dire que le Groupe a vu dans les détergents un relais de diversification naturel à son métier de base mais les raisons à ce tournant stratégique sont multiples: 1) vouloir se positionner dans un marché peu structuré à fort potentiel en Tunisie avec une importante composante informelle, 2) exploiter des synergies logistiques, opérationnelles et

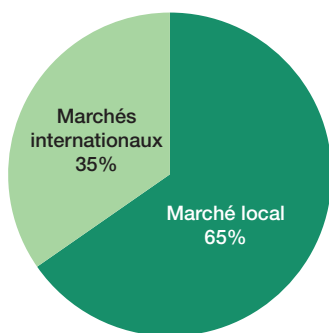
commerciales avec l'activité d'hygiène papier 3) atteindre une taille critique sur tous les segments de marché des produits d'hygiène et 4) développer à long terme l'export pour assurer une couverture naturelle contre le risque de change et préserver les marges à l'échelle du Groupe.

■ Opérationnelle depuis juillet 2019, l'activité des détergents a connu un succès commercial important. Dès le lancement de cette activité, SAH Lilas a proposé une offre complète de produits haut de gamme comprenant: l'eau de javel, les détergents poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine).

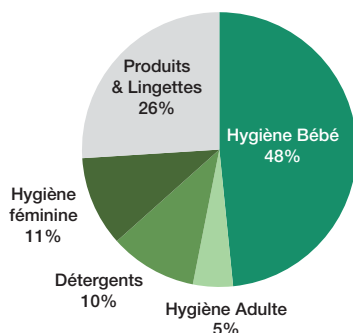
■ SAH Lilas dispose aujourd'hui de 145 références produits toute activité confondue. Le Groupe réalise 35% de son chiffre d'affaires en dehors de la Tunisie. Il jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban).

■ Après avoir ouvert 20% du capital au public au moment de l'introduction, le flottant du capital a progressé graduellement pour dépasser 37%. Une proportion dont les étrangers constituent une partie non négligeable (15,6%). Le titre est prisé par les investisseurs étrangers pour sa dimension continentale et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

Répartition géographique des revenus (2019)

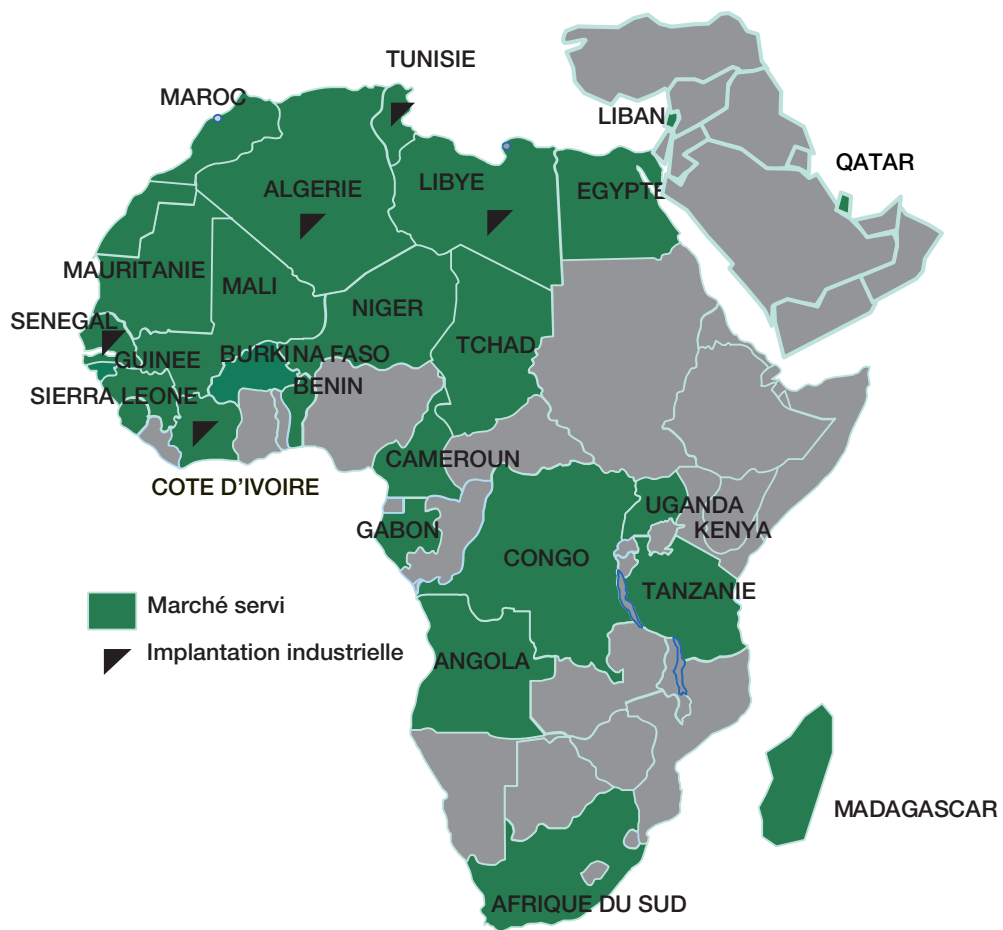


Répartition des revenus par type de produits (2019)



« Le développement de l'activité des détergents s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de diversification qui capitalise sur le circuit de distribution bien rodé du Groupe et qui cible à long terme des marchés à l'export »

Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH Lilas (2019)



« SAH Lilas jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban) »

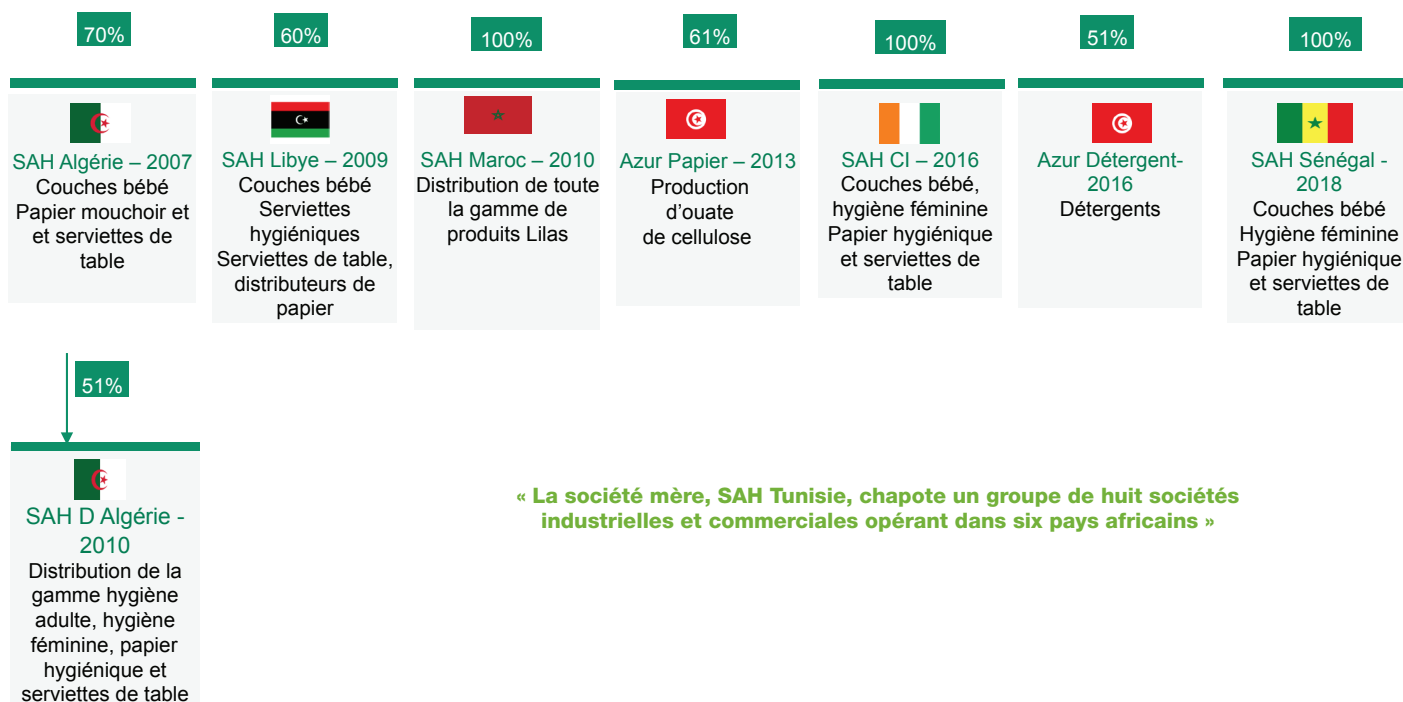


REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Périmètre du Groupe SAH Lilas (2019)

 **SAH Tunisie**
(Société mère) – 1993
Serviettes hygiéniques,
couches bébé, mouchoirs,
papier hygiénique, couches
pour adultes



« La société mère, SAH Tunisie, chapote un groupe de huit sociétés industrielles et commerciales opérant dans six pays africains »



II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2019

■ Si l'on fait le bilan de l'année 2019 pour le Groupe SAH Lilas, le constat est plutôt mitigé :

- Sur le plan stratégique : 2019 a été une année de transformation fructueuse pour le Groupe, passant du rang d'un acteur régional dans l'activité des couches bébés et de papier hygiénique à un groupe visant un leadership et une dimension continentale dans le secteur de l'hygiène. Le lancement réussi de l'activité «détergents» en juillet dernier témoigne d'un tel succès.

- Sur le plan financier : 2019 a été une nouvelle année escale pour le Groupe. Les retards dans l'entrée en exploitation de certains projets (détergents, augmentation de capacité de la filiale Azur Papier et démarrage de la filiale au Sénégal) et dans la recapitalisation (une injection de fonds propres de 50MDt) n'ont pas été sans impacts sur la rentabilité. Le Groupe a enregistré des réalisations en deçà des promesses de l'augmentation de capital. Lilas a accusé une quasi stagnation de sa rentabilité malgré une croissance à deux chiffres de ses revenus.

■ Le Groupe a affiché une dynamique commerciale remarquable en 2019. Ses revenus consolidés se sont accrus de 27% à 560,1MDt, soit un taux de réalisation de 70% par rapport au business plan communiqué en marge de la dernière recapitalisation.

■ La performance du Groupe est illustrée par une forte croissance des ventes chez SAH Tunisie et SAH Côte d'Ivoire, à savoir 22% respectivement ainsi qu'un solide démarrage d'Azur Détergent qui a généré un chiffre d'affaires de 57,8 MDt pour les six premiers mois de son activité, soit 10,3% des

revenus consolidés du Groupe.

■ En partant d'une faible année de base 2018 pénalisée par la hausse des prix des matières premières, la marge brute s'est envolée de 83% à 208,2MDt et le taux de marge brute a gagné 11,2 points de taux à 36,9%. Outre la normalisation des prix des matières premières, l'augmentation des prix de vente opérée fin 2018 a contribué à restaurer la marge brute du Groupe.

■ La rentabilité opérationnelle s'est, également, consolidée sur l'année. La marge d'EBITDA a réalisé une augmentation de 31% et le taux de marge d'EBITDA a légèrement progressé de 0,4 point de taux à 14,5%. Les nouveaux projets notamment de la filiale ivoirienne et des détergents n'ayant pas encore atteint leur rythme de croisière, expliquent l'écart de marge d'EBITDA entre la période 2018-2019 (une marge moyenne de 14,3%) et la période 2015-2017 où la marge d'EBITDA s'est située aux alentours de 18,6%, en moyenne.

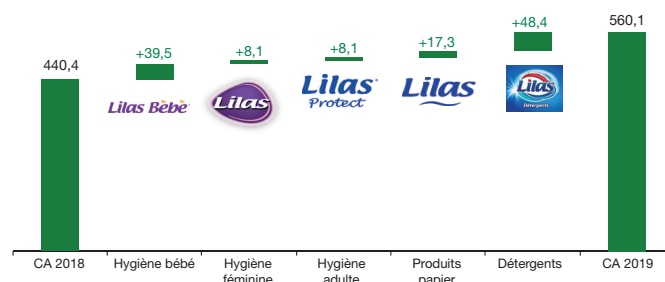
■ Le recours important à l'endettement, le retard dans l'opération de recapitalisation (initialement prévue pour janvier 2020) et la politique intensive d'investissement adoptée sur les dernières années (une enveloppe de 300MDt sur la période 2016-2019) se sont matérialisés par des amortissements importants (une augmentation de 23% à 23,1MDt) et par la flambée des charges financières (+79% à 31,5MDt). Ces charges ont pesé sur la rentabilité nette du Groupe en 2019. Le résultat net part du groupe a ainsi, fait du quasi-surplus à 23MDt.

■ 2019 a marqué l'amorce du processus de désendettement du Groupe. L'augmentation de capital et l'amélioration des cash-flow due au démarrage de l'activité

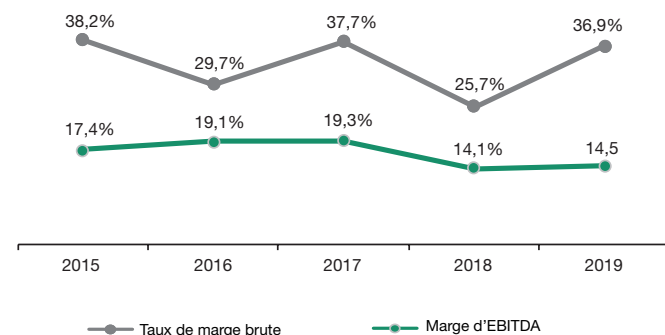
«détergents» ont valu à SAH Lilas de réduire son gearing de 102%, à fin 2018 à 85% en 2019. Les fondamentaux du Groupe restent solides et la montée en régime des

nouveaux investissements devrait permettre de doper davantage les cash flows et de désendetter le bilan du Groupe dans les prochaines années.

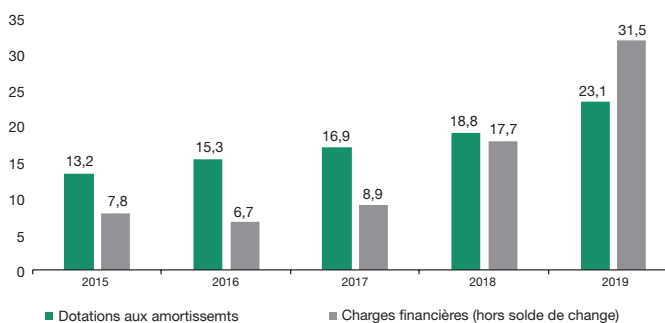
Décomposition de la croissance des revenus du Groupe (en MDt)



Evolution des marges



Evolution des dotations aux amortissements et des charges financières (hors solde de change) en MDt



« Les fondamentaux du Groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements devrait permettre de doper davantage les cash-flows et de désendetter le bilan du Groupe dans les prochaines années »

En MDt	2015	2016	2017	2018	2019
Cash Flow d'exploitation	27,1	27,7	-25,3	-53,1	30,2
Investissements	16,7	28,2	64,9	76,6	132,4
Free Cash Flow	10,4	-0,4	-90,3	-129,8	-102,2
Dette Nette ajustée	116,8	125,8	215,4	284,7	322,8
Gearing	76%	70%	103%	102%	85%
ROE	22%	24%	15%	12%	11%
ROCE	15%	16%	18%	11%	9%

III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ 2018 et 2019 sont considérés comme des années charnières dans l'histoire du Groupe. Après avoir consolidé son leadership en Tunisie, Libye et Mauritanie, SAH Lilas s'est lancé de nouveaux défis : l'expansion régionale, la diversification des activités et l'intégration en amont et l'innovation.

1/ L'expansion régionale : Après le lancement réussi des filiales algérienne et libyenne, Lilas SAH a prouvé sa capacité à s'introduire et à établir des capacités industrielles dans de nouveaux marchés (le marché ivoirien et le marché sénégalais). Le but de ces investissements est de renforcer la présence du Groupe dans la région UEMOA et de bénéficier de la forte croissance économique dans ces pays.

■ Après l'Afrique de l'Ouest, SAH Lilas compte, sur le moyen terme pénétrer les marchés de l'Afrique de l'est. Pour ce faire, l'équipe de direction a annoncé sa volonté de créer une unité industrielle au Kenya, qui servira de tête de pont pour le Groupe pour l'Afrique de l'est.

2/ La diversification des activités

: Prenant conscience de la croissance limitée du marché local sur les activités historiques, le management a pris le virage du métier des détergents en capitalisant sur la forte notoriété de la marque Lilas et le large réseau de distribution du Groupe. Ce projet fortement capitalistique a commencé à porter ses fruits depuis juin 2019 et a permis au Groupe de se tailler une part de marché de 20% en l'espace d'un semestre. Le Groupe a pour stratégie de servir le marché local dans un premier temps et de pénétrer les marchés d'export sur le moyen terme.

■ En tant que nouvel entrant dans le marché des détergents, Lilas compte investir dans la communication en vue de fortifier son positionnement haut de gamme sur le marché. Une fois son positionnement sur les détergents consolidé, le Groupe aura une plus grande latitude à rehausser ses marges.

3/ L'intégration en amont:

Le Groupe compte continuer dans sa stratégie d'intégration en amont. L'investissement dans la deuxième ligne d'ouate de cellulose sera

opérationnel à partir du dernier trimestre 2020. Il permettra de sécuriser les approvisionnements de la société et d'exporter le surplus de production. La stratégie d'intégration en amont devrait générer un effet de levier sur les marges du Groupe.

■ Selon le management, le Groupe devrait atteindre sa vitesse de croisière en 2021. En attendant, SAH Lilas devrait réaliser une solide croissance des revenus et du résultat net en 2020. Les réalisations 2020 seront marquées par:

- une année pleine d'exploitation pour l'activité «détergents» avec le développement de nouveaux produits destinés aux professionnels et la production de marques de distributeurs,

- l'augmentation de capacité de l'usine de SAH Tunisie avec l'utilisation d'une nouvelle technologie de production de pointe plus performante,

- le démarrage de la deuxième ligne de production d'ouate de cellulose et de la nouvelle usine au Sénégal.

■ La rentabilité du Groupe devrait, par ailleurs, s'améliorer en 2020 bénéficiant de (i) l'impact de la baisse des prix des matières premières principales notamment la cellulose, le super absorbant et la pâte à papier, (ii) l'optimisation du processus des opérations et (iii) la maîtrise des charges financières par la limitation du recours à l'endettement financier. Pour maintenir la solidité de sa liquidité, le Groupe a procédé à l'optimisation des délais avec ses fournisseurs et ses clients avec une intensification des efforts de recouvrement.

■ SAH Lilas a réussi un bon démarrage en 2020, malgré un contexte ambiant difficile marqué par la crise sanitaire mondiale de la

COVID-19. Les revenus consolidés se sont élevés au 30 juin 2020 à 333MDt, soit une croissance annuelle de 30%. Cette évolution a été tirée par une forte croissance sur le marché local (+47%) soutenue par les revenus d'Azur Détergent ainsi que les bonnes performances d'Azur Papier en hausse de 33%, SAH Tunisie en croissance de 8,5% et SAH Libye en augmentation de 21%.

■ Compte tenu de ce qui précède, nous pensons que le Groupe devrait réaliser:

1) En 2020: une croissance du chiffre d'affaires de 23% à 688,4MDt et un doublement du résultat net part du groupe à 46,5MDt,

2) En 2021: une progression du chiffre d'affaires de 12% à 771MDt et une hausse du résultat net de 9% à 50,5MDt.

IV- Parcours boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

■ Depuis 2018, le Groupe SAH Lilas a connu un parcours boursier difficile qui s'est soldé par un décrochage de 11% jusqu'à aujourd'hui. Les retards récurrents dans les projets d'investissement et les décalages par rapport aux projections du management expliquent cette contreperformance.

■ Cette correction a ramené la valorisation du Groupe à des niveaux acheteurs. Aujourd'hui SAH Lilas traite à 17,6x les bénéfices et 9,6x son EBITDA estimés pour 2020. Des niveaux attractifs comparativement à la moyenne internationale (voir tableau de la page suivante).

■ Dans une conjoncture malmenée par la crise de la COVID-19, le titre représente une opportunité d'investissement alléchante à bien des égards:



1) Il s'agit d'une valeur défensive opérant dans un secteur peu sensible aux cycles économiques baissiers.

2) Il s'agit d'une valeur de croissance: Le Groupe opère sur des marchés en pleine expansion. Les marchés africains sont caractérisés par des taux de natalité et de croissance économique élevés et sont très propices à la croissance organique.

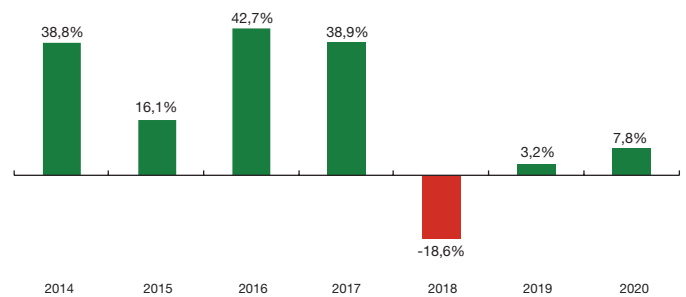
3) Il s'agit d'une valeur internationale: Après avoir gagné le pari de sa transformation en un champion national des produits d'hygiène et des détergents, fortement intégré, le Groupe affiche de plus en plus des ambitions internationales.

4) Il s'agit d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels: Grâce à la taille de sa capitalisation boursière et de son flottant, SAH Lilas figure parmi les titres les plus liquides de la place. Outre sa liquidité élevée, son actionnariat institutionnalisé fait du Groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels notamment les investisseurs étrangers.

■ Le retour tant attendu aux dividendes à partir de l'exercice 2019 après trois années blanches pour les actionnaires est un événement qui devra être apprécié par le marché.

■ **Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.**

Performances boursières de SAH Lilas depuis son introduction en bourse



« SAH Lilas est une valeur à triple facette, combinant un business model défensif, un profil élevé de croissance et un cachet international. Des spécificités qui lui valent aujourd'hui d'être sous la loupe des investisseurs institutionnels aussi bien locaux qu'étrangers »

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E		VE/Chiffre d'affaires		VE/EBITDA	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
SAH Lilas	Tunisie	18,7	16,2	1,7	1,5	9,6	8,6
Emami Limited	Inde	22,1	20,3	4,4	4,0	16,2	14,7
Kimberly-Clark de Mexico SAB	Mexique	18,5	18,7	2,8	2,7	10,5	10,6
Hypera S.A.	Brésil	18,1	14,7	5,0	3,5	15,0	10,3
KP Tissue Inc.	Canada	10,5	12,8	N/D	N/D	N/D	N/D
Kimberly-Clark Corp.	Etats-Unis	19,2	18,6	3,1	3,1	12,9	12,5
Edgewell Personal Care Co.	Etats-Unis	11,1	10,8	1,3	1,3	7,3	7,0
Suominen Yhtymä Oyj	Finlande	11,1	10,9	0,7	0,7	5,6	5,7
Amorepacific Corp.	Corée du sud	70,5	31,9	2,1	1,8	15,8	11,4
Kao Corp.	Japon	29,4	25,6	2,8	2,7	15,1	13,5
Pigeon Corp.	Japon	49,0	41,9	5,0	4,7	26,4	23,1
Hengan International Group	Iles cayman	14,5	13,4	2,9	2,7	9,9	9,4
Vinda International Holdings	Iles cayman	17,9	16,6	2,3	2,0	10,3	9,6
Mediane		18,3	17,6	2,8	2,7	12,9	10,6

Source: Infront Analytics



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Stock Guide du Marché Alternatif et Hors Cote*

1 Dt = \$0,36 ± 0,31	Cours 23/10/20 Dt	Cours Dt	Cours Dt	Volume Hebdo Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur d'Entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA		ROF		Bénéfice par Action		Recommandation
							2018 (x)	2019e (x)	2018 (x)	2019e (x)	2018	2019e	2018 Dt	2019e Dt	
CARTHAGE CEMENT	1.520	343 625	1.271	522	1 180	4,9	4,7	36,2	17,1	n.s	-0,221	-0,149	0,057	Cs	
SERVICOM	2.250	11 874	0,841	27	27	1,7	1,7	n.s	6,6	neg	-0,777	-0,053	-0,072	Cs	
AMS	0,920	6 577	0,072	6	51	2,9	2,8	n.s	n.s	n.s	-2,956	-3,548	-4,612	Cs	
Land'Or	7.200	11 226	0,129	81	60	0,9	0,5	6,3	5,0	19%	0,537	0,415	0,176	Cs (+)	
AeTech	0,540	2 223	0,001	1	5	0,4	0,7	n.s	12,1	n.s	-1,029	-0,185	-0,287	Cs	
New Body Line	4,180	4 250	0,000	18	10	1,3	1,7	3,7	5,1	12%	0,645	0,315	0,177	Cs	
OfficePlast	1,960	11 441	0,006	22	32	1,4	1,4	8,5	8,0	3%	0,148	0,064	0,020	Cs	
SOTEMAIL	3,200	30 200	0,000	97	149	2,5	2,6	11,6	12,0	8%	0,070	0,077	-0,280	Cs	
Tawasol Group Holding	0,240	108 000	0,010	26	156	1,5	1,5	14,0	11,7	neg	-0,050	-0,016	-0,087	Cs	
MIP	0,140	4 399	0,000	1	4	1,6	1,9	n.s	n.s	n.s	-0,792	-0,400	-0,443	Cs	
CEREALIS	7,900	4 889	0,023	39	36	1,3	1,1	5,4	5,2	21%	0,566	0,668	0,610	Cs	
SANIMED	1,590	12 400	0,000	20	88	1,8	2,1	7,7	14,0	neg	0,080	-0,303	-0,655	Cs	
Assurances AMI	2,710	23 136	0,011	63	-	-	-	-	-	n.s	-3,266	-1,102	-0,442	Cs	
SITEX	5,180	2 306	0,002	12	44	0,9	0,9	6,4	6,5	neg	-1,474	-1,577	-1,648	Cs	
STS	12,320	3 400	0,000	42	77	3,8	3,7	n.s	n.s	n.s	-0,237	-0,213	-0,165	Cs	
Hors Cote*		Volume hebdo Millions Dt		Capitalisation du Marché Alternatif		Performance des Indices		1 semaine d but 2020		1 semaine d but 2019					
		0,4		503,2		Indice Tival Alternatif		244,9		+2,7%		+57,2%		+34,9%	

Hors Cote*	2018 (x)	PER** 2019e (x)	P/B 2019e (x)	Dividende par Action		Rendement		Performance		Recommandation	
				2018 Dt	2019e Dt	2018	2019e	1 semaine	d but 2020		
CARTHAGE CEMENT	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+3,4%	+28,6%	Cs	
SERVICOM	n.s	n.s	0,9	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-1,3%	+268,9%	Cs	
AMS	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+3,4%	+43,8%	Cs	
Land'Or	13,4	17,3	1,3	0,600	0,200	3,6%	1,2%	+7,0%	-6,6%	Cs (+)	
AeTech	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+1,9%	+63,6%	Cs	
New Body Line	6,5	13,3	1,6	0,600	0,250	14,4%	6,0%	-0,5%	-11,2%	Cs	
OfficePlast	16,0	37,4	1,0	0,075	0,030	3,3%	1,5%	-9,1%	-23,8%	Cs	
SOTEMAIL	46,0	41,7	2,4	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	+10,3%	Cs	
Tawasol Group Holding	n.s	n.s	0,7	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	-4,0%	Cs	
MIP	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	-56,4%	Cs	
CEREALIS	14,0	11,8	2,3	0,150	0,145	1,8%	1,8%	+0,3%	+32,8%	Cs	
SANIMED	19,9	n.s	0,6	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+16,9%	-14,1%	Cs	
Assurances AMI	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-3,6%	-1,8%	Cs	
SITEX	n.s	n.s	0,4	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	-28,7%	Cs	
STS	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	+12,0%	Cs	
Hors Cote*		PER Marché Alternatif (x)		P/B Marché Alternatif (x)		Rendement du Marché Alternatif					
		2018		2019e		2018		2019e		2020e	
		17,2		30,4		0,8%		0,4%		0,2%	
		2018		2019e		2018		2019e		2020e	
		1,3		1,3		0,8%		0,4%		0,2%	

N.B. Les chiffres sont calculés sur la base des données financières consolidées (sauf indisponibilité).
 * Nos données initiales aux valeurs figurées sur le système de cotation électronique du marché hors-cote.
 ** Le PER est calculé sur le résultat net consolidé net de décrets exceptionnels.
 n.s. non significatif.
 VE = Capitalisation + Dette Nette.



Stock Guide du Marché Principal														
	1 Dt = \$0,36 □ 0,31	Cours 23/10/20 Dt	Nombre d'actions Milliers	Volume heβδο Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur d'Entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA		ROE 2019e	Bénéfice par Action		
							2018 (x)	2019e (x)	2018 (x)	2019e (x)		2018 Dt	2019e Dt	2020e Dt
Industrie & Services														
Agro-alimentaire														
SFBT		18,190	247 500	2,288	4 502	4 446	3,9	3,7	14,7	12,9	29%	0,716	0,852	0,796
SOPAT		1,300	37 861	0,005	49	78	0,8	0,7	19,9	n.s.	n.s.	0,024	-0,270	-0,229
DELICE HOLDING		14,500	54 907	0,188	796	975	1,1	1,0	10,7	9,1	32%	0,563	0,847	0,913
Distribution														
MAGASIN GENERAL		21,550	11 481	0,008	247	644	0,6	0,6	8,2	10,0	neg	0,266	-1,155	-1,794
MONOPRIX		6,140	19 969	0,018	123	235	0,4	0,4	8,7	8,8	0%	-0,443	0,007	-0,463
Pharmaceutique														
SIPHAT		4,410	1 800	0,001	8	37	0,8	1,6	n.s.	n.s.	n.s.	-7,926	-7,257	-9,916
ADWYA		4,300	21 528	0,410	93	125	1,3	1,2	9,1	12,2	5%	0,145	0,072	0,156
UNIMED		10,660	32 000	0,587	341	366	4,0	3,4	11,2	10,2	21%	0,574	0,553	0,349
Chimie														
AIR LIQUIDE		72,250	1 602	0,005	116	122	1,3	1,2	7,2	6,2	24%	7,406	7,830	6,315
ALKIMIA		33,330	1 947	0,011	65	110	0,8	0,6	n.s.	4,0	neg	-9,455	-15,009	-16,431
ICF		58,000	2 100	0,023	122	117	0,7	0,6	2,5	4,0	25%	18,370	11,045	-1,351
Composants Automobile														
ASSAD		4,500	12 000	0,079	54	106	0,8	0,7	6,1	5,5	7%	0,695	0,259	0,141
GIF		0,880	10 584	0,118	9	15	1,0	1,3	4,4	n.s.	neg	-0,216	-0,400	-0,588
STIP		0,850	4 208	0,000	4	239	4,8	4,8	n.s.	n.s.	n.s.	-8,271	-6,768	-5,347
Distribution Automobile														
ARTES		4,120	38 250	0,276	158	39	0,1	0,2	1,1	1,1	20%	0,812	0,785	0,677
ENNAKL		11,150	30 000	0,050	335	342	0,8	0,7	9,5	7,3	18%	0,782	0,809	0,654
City Cars		7,600	18 000	0,240	137	100	0,7	0,5	6,1	4,1	46%	0,794	0,842	0,836
UADH		1,190	36 954	0,079	44	155	0,4	0,6	7,2	18,4	neg	0,030	-0,470	-0,975
Immobilier														
ESSOUKNA		2,790	5 051	0,019	14	44	4,5	2,7	15,9	12,3	0%	0,126	0,007	0,154
SIMPAR		38,610	1 100	0,000	42	116	7,3	2,2	21,0	12,0	neg	-2,552	-5,144	-7,800
SITS		2,200	15 600	0,019	34	71	20,8	3,9	n.s.	13,1	5%	-0,178	0,069	0,079
Industrie														
CIMENTES DE BIZERTE														
SOTUVER		1,560	44 047	0,013	69	217	3,0	2,1	7,2	10,6	neg	-0,747	-0,213	-0,805
SOTRAPIL		6,900	33 215	0,452	229	272	2,7	2,5	8,5	10,3	19%	0,524	0,351	0,272
SOMOCER		0,910	40 656	0,055	37	216	1,3	1,5	4,7	6,3	1%	0,141	0,013	-0,290
TPR		3,500	50 000	0,081	175	196	1,1	1,0	6,9	4,7	22%	0,396	0,433	0,284
Euro-Cycles		23,950	8 910	0,274	213	212	3,2	2,4	21,3	16,5	29%	0,942	0,980	1,250
LILAS		12,100	65 346	3,012	791	1 086	2,4	1,9	17,1	13,4	11%	0,349	0,351	0,711
MPBS		3,510	10 334	0,023	36	50	0,7	0,5	5,6	5,0	9%	0,303	0,281	-0,113
SOTTAPAPIER		4,690	27 942	0,152	131	149	1,3	1,2	5,7	4,5	35%	0,472	0,751	0,340
SAM		2,940	5 562	0,003	16	18	0,8	0,7	4,5	4,5	21%	0,456	0,326	0,114
Holding														
PGH		10,400	180 004	0,062	1 872	3 339	1,5	1,5	9,1	8,7	17%	0,844	0,725	0,765
OTH		12,250	53 600	0,111	657	689	0,9	0,8	7,8	8,9	7%	1,070	0,424	0,148
Divers														
ELECTROSTAR		1,180	10 288	0,006	12	119	1,9	3,9	n.s.	n.s.	n.s.	-2,392	-2,761	-2,518
SIAME		3,140	14 040	0,041	44	62	1,0	1,0	7,9	8,0	10%	0,195	0,182	-0,015
SOTETEL		5,140	4 637	0,078	24	24	0,6	0,5	5,2	12,2	neg	0,873	-0,673	-1,683
SOTRAPIL		12,100	4 138	0,021	50	82	1,0	4,8	10,5	8,3	19%	1,717	1,791	1,523
SOTUMAG		3,300	13 200	0,062	44	26	2,5	1,9	7,5	4,6	21%	0,241	0,356	0,339
STEO		4,560	1 400	0,000	6	30	0,8	0,6	9,4	9,0	7%	0,737	0,759	0,782
TELNET Holding		8,450	12 131	0,149	103	91	2,2	2,1	11,5	10,8	19%	0,779	0,361	0,410
TUNISAIR		0,600	106 199	0,006	64	1 064	0,7	0,6	22,0	20,2	n.s.	-1,770	-2,053	-2,288
CELLCOM		5,070	4 462	0,332	23	40	1,0	1,0	19,9	13,0	neg	-0,771	-0,287	-0,042
Bancaire														
AMEN BANK		24,490	26 481	0,026	649	-	-	-	-	-	17%	4,731	5,534	3,396
ATB		3,000	100 000	0,091	300	-	-	-	-	-	1%	0,097	0,088	0,088
BH		8,680	47 600	0,187	413	-	-	-	-	-	17%	3,218	2,916	2,093
BIAT		92,000	17 850	0,141	1 642	-	-	-	-	-	30%	14,630	19,315	16,713
BNA		8,770	64 000	0,201	551	-	-	-	-	-	10%	2,594	2,047	2,149
ATTUARI BANK		25,550	40 742	0,034	1 041	-	-	-	-	-	34%	3,729	4,455	3,893
BT		6,850	225 000	0,164	1 541	-	-	-	-	-	18%	0,499	0,598	0,507
BTE (ADP) ⁽¹⁾		8,220	1 000	0,009	8	-	-	-	-	-	3%	0,201	0,966	-5,416
WIFACK INTERNATIONAL BANK		6,310	30 000	0,003	189	-	-	-	-	-	neg	-0,059	-0,763	-0,472
STB		3,400	155 375	0,247	528	-	-	-	-	-	29%	0,565	1,150	0,603
UBCI		21,160	20 002	0,015	423	-	-	-	-	-	17%	2,561	2,870	0,773
UIB		15,960	32 560	0,757	520	-	-	-	-	-	21%	3,164	3,365	0,250
Finance														
Leasing														
ATL		1,820	32 500	0,016	59	-	-	-	-	-	2%	0,276	0,051	-0,054
CIL		16,400	5 000	0,000	82	-	-	-	-	-	17%	2,386	2,660	1,550
ATTUARI LEASING		9,450	2 750	0,000	26	-	-	-	-	-	8%	2,034	1,256	0,600
TUNISIE LEASING & FACTORING		9,450	10 800	0,044	102	-	-	-	-	-	7%	1,192	1,030	1,226
BH Leasing		1,310	7 000	0,001	9	-	-	-	-	-	neg	-0,475	-1,208	-1,956
Hannibal Lease		3,400	11 009	0,001	37	-	-	-	-	-	1%	0,458	0,060	0,166
Best Lease		1,720	30 000	0,000	52	-	-	-	-	-	11%	0,211	0,202	0,068
Assurances														
ASTREE		57,980	6 000	0,000	348	-	-	-	-	-	46%	2,720	8,546	7,264
BH Assurance		50,640	2 660	0,051	135	-	-	-	-	-	18%	2,873	3,574	3,217
STAR		124,940	2 308	0,000	288	-	-	-	-	-	7%	7,688	9,558	8,586
TUNIS RE		7,200	20 000	0,059	144	-	-	-	-	-	6%	0,855	0,583	0,895
Sociétés d'Investissement														
PLACEMENTS DE TUNISIE		44,300	1 000	0,000	44	-	-	-	-	-	20%	2,544	2,828	2,262
TUNINVEST ⁽²⁾		8,770	966	0,218	8	-	-	-	-	-	6%	0,455	0,289	0,311
SPDIT		8,450	28 000	0,000	237	-	-	-	-	-	45%	0,866	0,783	0,657
Sectoriel														
SECTEUR			Indice Sectoriel	Volume heβδο Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur du Secteur Millions Dt	VE/CA 2018 (x)	2019e (x)	VE/EBITDA 2018 (x)	2019e (x)	ROE 2019e (%)			
Bancaire		7 266,3	1,874	7 816	-	-	-	-	-	-	19%			
Agro-alimentaire		560,7	2,481	5 347	4 525	2,6	2,4	13,9	12,2	29%				
Chimie		225,6	0,039	302	349	0,8	0,7	3,9	4,6	24%				
Pharmaceutique		277,7	0,411	442	527	2,3	2,3	10,5	10,6	17%				
Industrie		171,9	4,064	1 698	2 417	2,0	1,7	9,9	9,1	16%				
Sociétés d'Investissement		985,8	0,218	289	-	-	-	-	-	37%				
Distribution		16,400	353,5	0,026	370	879	0,5	0,5	8,3	9,7	0%			
Leasing		406,7	0,062	367	-	-	-	-	-	8%				
Assurances		541,1	0,110	915	-	-	-	-	-	14%				
Composants Automobiles ⁽³⁾		129,0	0,198	63	360	0,8	0,7	5,8	5,5	7%				
Distribution Automobile		94,5	0,646	673	481	0,6	0,5	6,0	5,5	22%				
Immobilier		185,4	0,038	91	232	7,8	2,6	25,2	8,6	2%				
Holding		200,2	0,173	2 529	4 028	1,3	1,3	8,9	8,7	14%				
Indices														
Performance des indices (%)														
1 semaine														
Tunindex		6 663,0	-0,2%	-6,4%	-8,4%	-	-	-	-	-	-	Capitalisation du marché principal		
Tunindex 20		2 871,8	-0,3%	-8,2%	-11,6%									

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES/NOVEMBRE 2020

Stock Guide du Marché Principal													
2018 (x)	PER* 2019e (x)	2020e (x)	P/B 2019e (x)	Dividende par Action			Rendement			Performance		Recommandation	Acheter (+) Conservateur avec perspective (Cs+) / Conservateur (Cs) Alléger (-) Neutre (4)
				2018 Dt	2019e Dt	2020e Dt	2018	2019e	2020e	1 semaine	début 2020		
25,4	21,3	20,8	5,8	0,650	0,650	0,650	2,9%	3,6%	3,9%	-2,0%	+18,9%	+	Agro-alimentaire
53,7	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+1,6%	-23,1%	-	SFBT
25,8	20,1	15,9	4,3	0,410	0,333	0,410	2,8%	2,3%	2,8%	+1,4%	+43,0%	+	DELICE HOLDING
51,8	n.s.	n.s.	n.s.	0,400	0,000	0,000	1,9%	0,0%	0,0%	-6,2%	-23,4%	Cs	Distribution
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-6,8%	-12,3%	Cs	MAGASIN GENERAL
29,6	58,8	27,5	2,4	0,100	0,000	0,000	2,3%	0,0%	0,0%	+0,5%	+69,3%	Cs	MONOPRIX
18,6	19,3	30,5	3,4	0,345	0,000	0,000	3,2%	0,0%	0,0%	+4,4%	+13,8%	+	Pharmaceutique
9,8	9,2	11,4	1,9	4,500	0,000	3,000	5,9%	0,0%	4,2%	-1,0%	+3,2%	Cs	SIPHAT
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-33,3%	-	ADWYA
3,2	5,3	n.s.	1,2	9,000	8,000	0,000	15,5%	13,8%	0,0%	-0,7%	-45,4%	-	UNIMED
6,5	17,4	31,8	1,1	0,350	0,250	0,070	7,8%	5,6%	1,6%	-0,9%	-34,0%	Cs (+)	Chimie
n.s.	n.s.	n.s.	2,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-6,4%	+44,3%	-	AIR LIQUIDE
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-22,7%	-	ALKIMIA
14,2	13,8	17,1	2,5	0,580	0,250	0,260	5,2%	2,2%	2,3%	-0,4%	-7,1%	-	ICF
9,6	9,0	9,1	3,7	0,950	0,600	0,670	9,4%	7,9%	8,8%	+6,6%	+11,9%	Cs (+)	Composants Automobile
39,2	n.s.	n.s.	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-5,6%	+26,6%	-	ASSAD
22,1	n.s.	18,1	0,4	0,070	0,035	0,035	2,5%	1,3%	1,3%	+6,5%	+30,8%	Cs	GIF
n.s.	n.s.	n.s.	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-3,2%	-	STIP
n.s.	31,9	27,8	1,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,7%	+2,3%	Cs	Distribution Automobile
5,1	5,3	6,1	1,0	0,530	0,287	0,270	12,9%	7,0%	6,6%	+0,2%	-9,7%	+	ARTES
14,2	13,8	17,1	2,5	0,580	0,250	0,260	5,2%	2,2%	2,3%	-0,4%	-7,1%	-	ENNAKL
9,6	9,0	9,1	3,7	0,950	0,600	0,670	9,4%	7,9%	8,8%	+6,6%	+11,9%	Cs (+)	City Cars
39,2	n.s.	n.s.	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-5,6%	+26,6%	-	UADH
22,1	n.s.	18,1	0,4	0,070	0,035	0,035	2,5%	1,3%	1,3%	+6,5%	+30,8%	Cs	Immobilier
n.s.	n.s.	n.s.	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-3,2%	-	ESSOUKNA
n.s.	31,9	27,8	1,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,7%	+2,3%	Cs	SIMPAP
n.s.	n.s.	n.s.	2,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+13,0%	-15,2%	-	SITS
13,2	30,3	25,4	3,3	0,300	0,150	0,150	3,6%	1,8%	2,2%	-1,4%	+3,4%	Cs (+)	Industrie
6,5	69,3	n.s.	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,1%	-3,2%	-	CIMENTS DE BIZERTE
8,8	8,1	12,3	1,4	0,240	0,240	0,170	6,9%	6,9%	4,9%	-2,8%	-26,2%	Cs (+)	SOTUVER
25,1	24,4	19,2	7,0	1,200	1,090	1,090	4,6%	4,6%	4,6%	-0,2%	+27,1%	+	SOMOCER
34,7	34,4	17,0	2,8	0,000	0,150	0,150	0,0%	1,2%	1,2%	+4,3%	+4,3%	+	TPR
11,6	12,5	n.s.	1,0	0,200	0,200	0,000	3,9%	4,3%	0,0%	-2,2%	-35,5%	+	Euro-Cycles
9,9	6,2	13,8	2,0	0,330	0,465	0,250	7,0%	7,5%	5,3%	-3,1%	-26,1%	Cs	LILAS
6,4	7,1	25,7	1,5	0,300	0,100	0,000	8,5%	2,8%	0,0%	-0,3%	-7,5%	+	MPBS
18,5	24,5	15,0	2,2	0,335	0,300	0,335	3,2%	2,9%	3,2%	+0,0%	-18,3%	Cs (+)	SOTIPIER
11,5	28,9	83,0	2,3	0,330	0,250	0,000	2,7%	2,0%	0,0%	+4,2%	-7,5%	+	SAM
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+4,4%	-11,9%	-	Holding
16,1	17,2	n.s.	1,7	0,150	0,120	0,000	4,8%	3,8%	0,0%	+0,0%	-21,1%	Cs (+)	PGH
8,6	n.s.	n.s.	1,0	0,100	0,000	0,000	1,9%	0,0%	0,0%	+1,8%	-0,2%	-	OTH
7,0	6,8	7,9	1,2	0,950	1,650	0,850	7,9%	8,7%	7,0%	+0,8%	+11,3%	Cs	Divers
13,7	9,3	9,7	1,8	0,110	0,140	0,140	0,3%	0,0%	0,0%	+1,8%	+0,8%	Cs	ELECTROSTAR
6,2	6,0	5,8	0,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+2,6%	+45,8%	+	SIAMI
10,8	23,4	20,6	3,9	0,700	0,200	0,200	7,5%	2,4%	2,4%	-0,6%	-7,0%	+	SOTETEL
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	+0,0%	-	SOTIRAPIL
n.s.	n.s.	n.s.	2,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-3,1%	-3,1%	-	SOTUMAG
4,9	4,4	7,0	0,6	1,350	0,000	1,350	5,5%	0,0%	5,5%	+1,2%	-16,1%	Cs	STEQ
33,6	33,1	33,7	0,6	0,070	0,000	0,070	2,3%	0,0%	2,3%	+1,7%	-26,1%	-	TELNET HOLDING
2,7	2,8	3,9	0,4	0,600	0,000	0,600	6,9%	0,0%	6,9%	-2,0%	-27,3%	Cs (+)	TUNISAIR
6,1	4,8	5,4	1,1	5,000	0,000	6,000	5,2%	0,0%	6,5%	-2,1%	-15,0%	-	CELLCOM
3,9	2,8	4,0	0,4	0,000	0,000	1,100	0,0%	0,0%	0,0%	+1,0%	-26,2%	-	AMEN BANK
6,6	5,6	6,2	1,4	2,200	0,000	2,200	8,6%	0,0%	8,6%	-0,6%	-21,8%	Cs	ATB
12,8	11,5	13,1	1,7	0,250	0,000	0,300	3,6%	0,0%	4,4%	+1,8%	-12,2%	Cs (+)	BH
40,8	8,4	n.s.	0,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	-10,9%	-	BIAT
n.s.	n.s.	n.s.	1,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,9%	-7,9%	-	BNA
5,8	2,9	5,3	0,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-27,4%	Cs	ATTIJARI BANK
8,0	7,4	26,5	1,0	1,200	0,000	0,600	5,7%	0,0%	2,8%	-5,3%	-29,5%	Cs	BT
4,8	4,7	57,1	0,8	0,700	0,000	0,200	4,4%	0,0%	1,3%	+1,0%	-30,3%	Cs (+)	BTE (ADP) ⁽¹⁾
6,2	32,1	n.s.	0,6	0,200	0,000	0,000	8,5%	0,0%	0,0%	+1,1%	+7,1%	Cs (+)	WIFACK INTERNATIONAL BANK
6,6	6,2	10,0	0,9	1,000	0,000	1,000	6,1%	0,0%	6,1%	+2,2%	+9,7%	Cs (+)	STB
4,5	7,5	14,9	0,5	1,200	0,000	0,350	12,7%	0,0%	3,7%	-2,6%	-24,4%	Cs	UBCI
7,5	9,0	25,9	0,5	0,650	0,000	0,650	6,6%	0,0%	6,9%	+12,5%	+12,5%	Cs (+)	UIB
n.s.	n.s.	n.s.	0,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-25,1%	-	Leasing
7,2	57,0	19,7	0,5	0,300	0,000	0,100	6,4%	0,0%	2,9%	-2,6%	+8,4%	Cs	ATL
7,8	8,5	23,7	0,6	0,130	0,000	0,050	7,6%	0,0%	2,9%	+0,0%	-7,0%	Cs (+)	CIL
19,7	6,7	8,0	2,3	1,800	2,200	6,000	3,1%	3,8%	10,3%	+0,0%	+45,4%	Cs (+)	Assurances
16,7	14,2	15,7	2,2	0,000	1,600	1,000	0,0%	0,0%	2,0%	+1,3%	+55,1%	Cs (+)	ASTREE
16,3	13,1	14,6	0,8	3,075	3,820	3,450	2,5%	3,1%	2,8%	-3,0%	-6,1%	+	BH Assurance
8,4	12,4	8,0	0,7	0,550	0,550	0,550	7,8%	7,6%	7,6%	+0,1%	-9,9%	+	STAR
17,4	15,7	19,6	3,1	2,200	2,200	1,760	5,0%	5,0%	4,0%	+0,0%	-0,0%	Cs	TUNIS RE
19,3	30,4	28,2	1,9	0,500	0,500	0,300	5,7%	5,7%	3,4%	+26,2%	+84,3%	Cs	Sociétés d'investissement
9,8	10,8	12,9	4,4	0,600	0,600	0,600	7,1%	7,1%	7,1%	+0,0%	+7,6%	Cs	PLACEMENTS DE TUNISIE
6,2	5,0	7,2	0,8	4,5%	0,0%	5,4%	-0,4%	-20,1%	-13,0%				Agro-alimentaire
25,6	21,1	19,9	5,5	2,8%	3,4%	3,7%	-1,5%	+25,0%	+16,2%				Chimie
4,7	6,6	11,4	1,5	8,5%	5,6%	1,6%	-0,7%	-31,1%	-43,6%				Pharmaceutique
20,2	22,5	29,8	3,1	3,0%	0,0%	0,0%	+3,3%	+21,5%	+19,4%				Industrie
17,5	18,6	17,1	2,4	2,5%	2,8%	2,4%	+0,1%	+1,1%	+4,0%				Sociétés d'investissement
10,6	11,5	13,8	4,0	6,7%	6,7%	6,5%	+0,6%	+7,4%	+33,2%				Distribution
51,8	n.s.	n.s.	2,1	1,2%	0,0%	0,0%	-4,3%	-22,7%	-37,5%				Leasing
6,7	9,8	16,7	0,6	7,2%	0,0%	4,2%	+0,9%	+2,3%	-22,2%				Assurances
15,1	9,6	10,2	1,2	3,2%	3,9%	6,3%	-38,5%	-29,9%	-24,8%				Composants Automobiles
6,5	17,4	31,8	1,2	6,6%	4,7%	1,3%	-1,6%	-28,3%	-36,2%				Distribution Automobile
9,6	9,1	10,4	1,7	7,5%	4,4%	4,5%	+0,7%	-1,5%	-10,7%				Immobilier
22,1	43,5	n.s.	0,7	0,4%	0,2%	0,2%	-0,1%	+3,1%	+18,1%				Holding
16,0	25,5	19,1	2,2	3,1%	2,7%	2,4%	+0,5%	-14,9%	-14,2%				
2018	PER* 2019e	2020e	P/B 2019e	Rendement Sectoriel			Performance Sectorielle			SECTEUR			
10,2	9,0	11,2	1,4	2018	2019e	2020e	1 semaine	début 2019	début 2018	MARCHE PRINCIPAL			
10,2	9,0	11,2	1,4	3,8%	1,9%	4,0%	3,8%	1,9%	4,0%				

(3) Hormis STIP.

(4) Nous nous abstenons d'émettre une recommandation sur la valeur.



Lexique

ANR	Actif net réévalué.	P/ANR	Capitalisation Boursière/ Actif Net Réévalué.
BPA	Bénéfice par action.	P/B (Price to Book)	Capitalisation Boursière / Fonds propres.
Capitalisation Boursière	Nombre de titres d'une entreprise multiplié par le cours de bourse.	PER ou P/E	Cours / BPA. Il signifie le nombre d'années de bénéfices que l'acquéreur est prêt à déboursier pour acquérir une société.
Cash Flow ou CF	Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.	P/E du marché ou sectoriel	Au numérateur la capitalisation boursière du marché ou du secteur (hors sociétés déficitaires) et au dénominateur la somme des bénéfices de l'année de référence.
DPA	Dividende par action.	PNB	Produit net bancaire.
Dettes nettes	Le solde des dettes financières d'une part et des placements financiers et de la trésorerie d'autre part.	Recommandation ou Opinion	Nos opinions sont résumées par une recommandation. La principale composante reflète l'appréciation que nous portons sur les qualités fondamentales des sociétés et en deuxième lieu leurs ratios de valorisation. Cette note doit donc être comprise comme un jugement à moyen terme et est représentée par : (+) Acheter ; (Cs) Conserver ; (Cs+) Conserver avec perspectives positives, (-) Alléger.
Dividend Yield	Le rapport du dividende ajusté au cours, de l'action exprimé en pourcentage.	Résultat net part du Groupe (RNPG)	Correspond au résultat net consolidé (ce que l'ensemble des sociétés du Groupe a dégagé comme résultat) duquel est déduite la partie qui appartient aux actionnaires tiers des filiales dont le groupe ne détient pas la totalité du capital.
EBE	Excédent brut d'exploitation. C'est le résultat d'exploitation avant amortissements et provisions.	ROCE	Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation. Résultat d'exploitation net d'impôt / (Immo. Nettes + BFR).
EBIT	Résultat avant charges financières et Impôt.	ROE (Return On Equity)	Résultat de l'exercice N divisé par la moyenne des fonds propres avant résultat de l'année N et les fonds propres après répartition de l'année N-1.
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization. C'est l'équivalent de l'EBE.	Stockpicking	Technique de sélection de valeurs pour se constituer un portefeuille.
Flottant	Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.	VE (Valeur d'entreprise)	Capitalisation boursière + dette nette.
Gearing	Dettes financières nettes rapportées aux fonds propres, et exprimée en pourcentage. Ce ratio n'est calculé que lorsque les fonds propres sont positifs. Un Gearing négatif indique une trésorerie nette positive.		
Goodwill (écart d'acquisition, survalueur)	Lorsque qu'une société prend le contrôle d'une autre, elle paie en général un prix supérieur à la valeur des capitaux propres. Le Goodwill est l'écart entre le prix payé et les capitaux propres de la société rachetée.		
IPO	Initial Public Offering (Introduction en bourse).		
NPL	Non Performing Loans ou créances classées, appellations qui désignent les créances douteuses des banques ou des sociétés de leasing.		
OPR	Offre publique de retrait.		
Pay-out	Montant distribué sur résultat net, exprimé en pourcentage.		

Tunisie Valeurs

LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

INTERMÉDIAIRE EN BOURSE - GESTIONNAIRE D'ACTIFS - INGÉNIERIE FINANCIÈRE - SPÉCIALISTE EN VALEURS DU TRÉSOR
DÉPARTEMENT ÉTUDES & RECHERCHES : (216) 71 189 600 - recherche@tunisievaleurs.com



Siège social - Centre Urbain Nord