

Département Études et Recherches

# REVUE DE RECHERCHES

## Tunisie Valeurs

LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

Filiale du groupe



**BIAT**

INTERMÉDIATION EN BOURSE – GESTION D'ACTIFS  
INGÉNIERIE FINANCIÈRE – SPÉCIALISTE EN VALEURS DU TRÉSOR

## Département Études et Recherches



**Sofiane HAMMAMI**

**Directeur du Département Etudes & Recherches**

**Email : [sofiane.hammani@tunisievaleurs.com](mailto:sofiane.hammani@tunisievaleurs.com)**

- Titulaire d'une maîtrise en sciences économiques (Université de Toulon – France) et d'un DEA en modélisation microéconomique (Université de Caen – France), Sofiane HAMMAMI est analyste financier international (Certified International Investment Analyst)-CIIA®. Il débute sa carrière en 1996 au Conseil du Marché Financier (CMF) tunisien où il occupe plusieurs postes à responsabilités, notamment en tant que chef du département de l'information financière et de celui des statistiques et de la conjoncture. En 2011, il rejoint Axis Capital Bourse comme directeur de la recherche, puis à compter du début 2016, comme Directeur Général.
- En 2016, Sofiane HAMMAMI a intégré la BIAT Asset Management filiale du Groupe BIAT en tant que Directeur Général.
- Depuis Mars 2021, Sofiane HAMMAMI occupe la fonction de directeur du Département Etudes & Recherches chez Tunisie Valeurs.



**Hamza BEN TAARIT**

**Analyste Financier Senior**

**Email : [hamza.bentaarit@tunisievaleurs.com](mailto:hamza.bentaarit@tunisievaleurs.com)**

- Diplômé de l'Université Paris Dauphine (France), de l'Université Panthéon - Assas (France) et de l'IHEC Carthage, Hamza BEN TAARIT exerce, depuis près de huit ans, le métier d'analyste financier au sein de Tunisie Valeurs. Son périmètre de couverture intègre le secteur bancaire, le secteur du leasing et les grandes capitalisations dans le secteur agroalimentaire et l'industrie.
- Désirant s'orienter vers le domaine de la finance islamique, il a obtenu avec succès le Certificat de Spécialiste en Audit Charaïque du CIBAFI et il assure, parallèlement à sa mission d'analyste financier, le contrôle de conformité charaïque du fonds commun de placement islamique FCP Valeurs Al Kaouther.

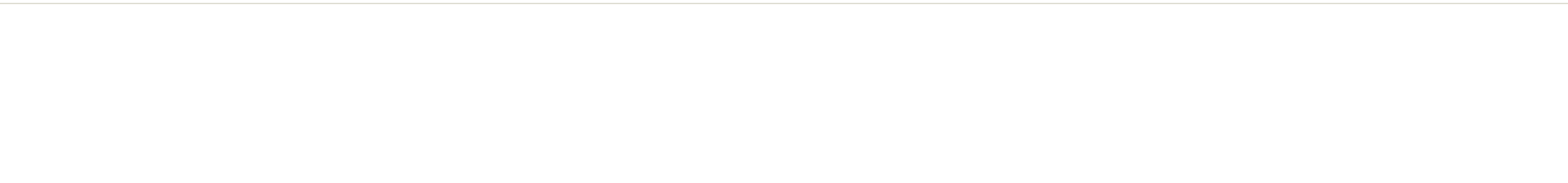
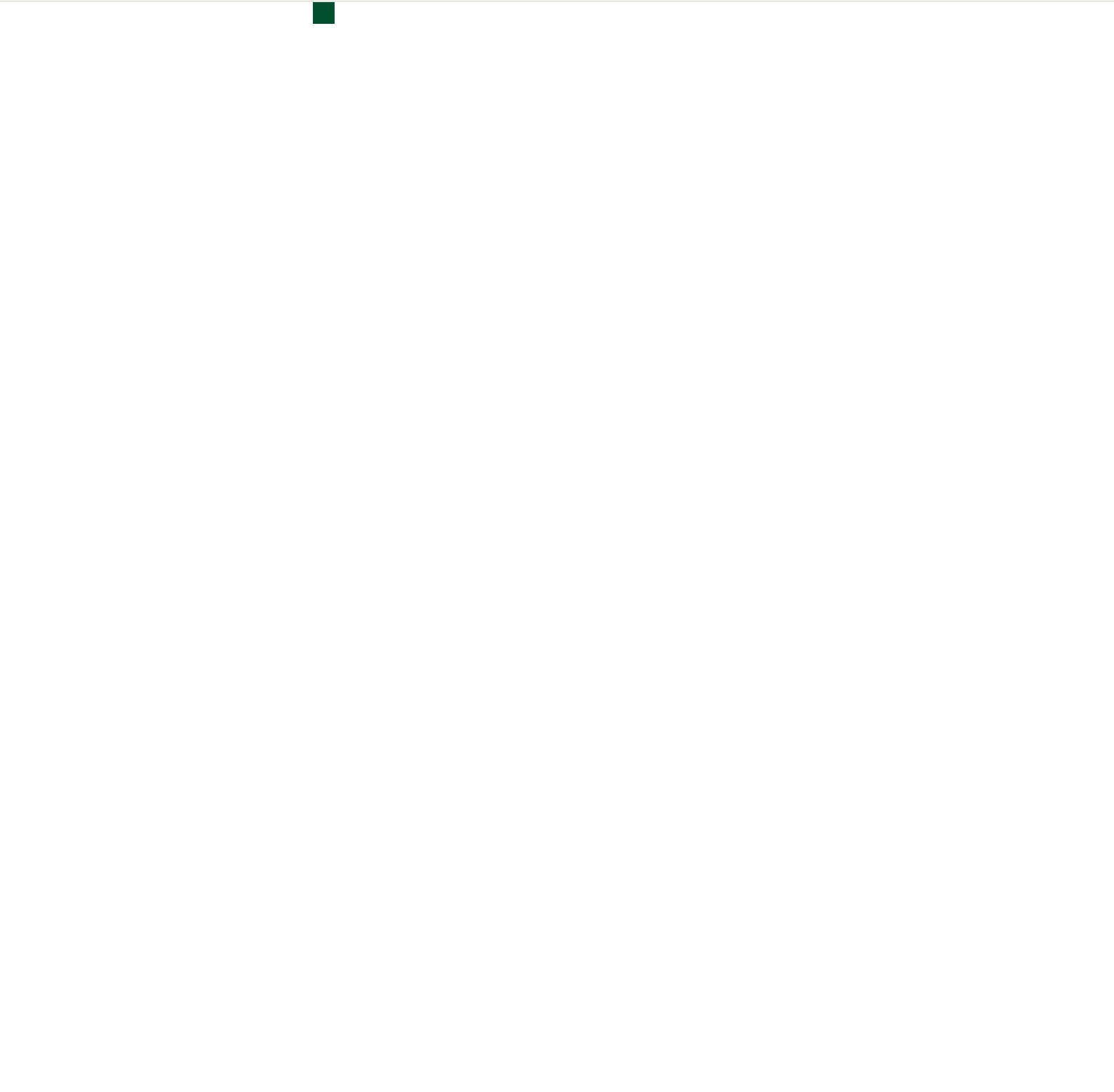
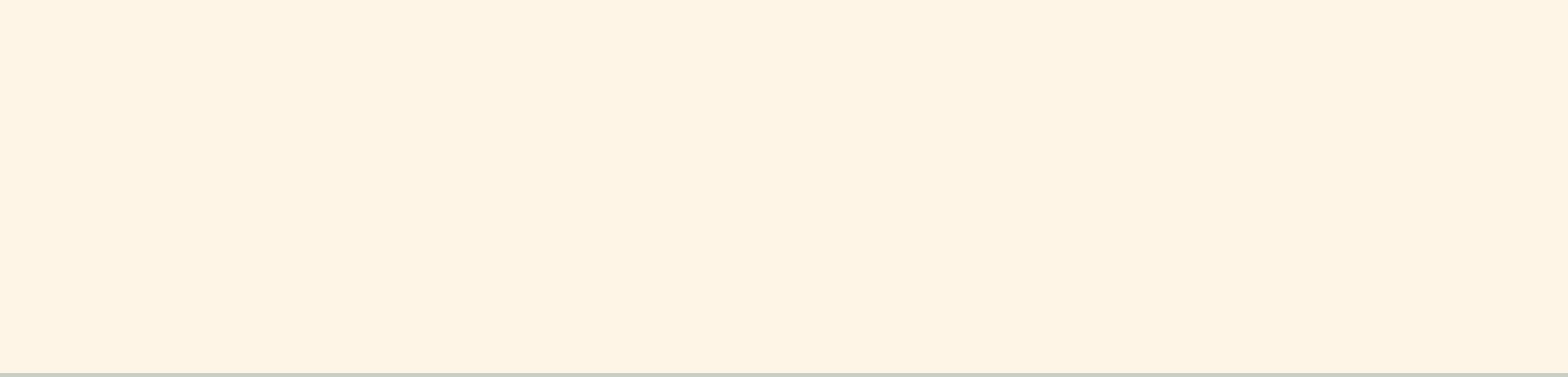


**Imen YAHIA**

**Analyste Financier Senior**

**Email : [imen.yahia@tunisievaleurs.com](mailto:imen.yahia@tunisievaleurs.com)**

- Titulaire d'un mastère professionnel en ingénierie financière, Imen YAHIA exerce depuis plus de dix ans la fonction d'analyste financier. Durant son expérience professionnelle, elle a acquis de solides compétences en ce qui concerne les marchés financiers et l'évaluation des entreprises. Elle a assuré la couverture de sociétés cotées sur différents marchés boursiers de la région Mena et en Europe.
- Elle s'est spécialisée dans plusieurs secteurs d'activité à savoir : les services financiers (bancaire, assurance, leasing et holdings financiers), les mines et les métaux, transports, l'industrie, les matériaux de construction et l'industrie pharmaceutique.



## Sommaire

■ Conjoncture économique : L'économie mondiale se redresse, mais avec de grandes disparités entre pays .....	4
■ Dossier spécial : La Tunisie et le FMI .....	9
■ Rétrospective des neuf premiers mois de 2021 : Un bon parcours boursier.....	12
■ Secteur bancaire : Une capacité de résilience prouvée .....	16
■ Secteur de la concession automobile : Solide, mais accablé par le régime des quotas .....	38
■ SFBT : La force tranquille.....	44
■ Délice Holding : L'heure est à l'écémage .....	49
■ One Tech Holding : Le retour en grâce à portée de main .....	55
■ Euro-Cycles : Le vélo à l'honneur! .....	61
■ SOTUVER : Vers un changement d'envergure .....	65
■ MPBS : Une diversification prometteuse .....	69
■ New Body Line : Un rebond à l'horizon .....	73
■ Stockguide .....	77
■ Lexique .....	80



Rédigé le 06/10/2021

## Note de conjoncture économique

### L'économie mondiale se redresse, mais avec de grandes disparités entre pays

#### Points clés

- Endurant une récession mondiale sans précédent en raison de la Covid-19, le PIB mondial s'est rétracté de 3,1% en 2020. En 2021, une vive progression de 5,9% est attendue. Cette reprise cache, toutefois, des écarts entre les perspectives économiques des pays. Selon les estimations du FMI, la croissance en 2021 serait plus importante que prévu, de l'ordre de 5,2% pour les économies avancées. Alors que, les pays émergents et en voie de développement devraient connaître une croissance moins importante que prévu de 6,4%.
- Les retombées économiques de la crise sanitaire en Tunisie se font, malheureusement, encore sentir. Les indicateurs économiques à fin Août 2021 font état d'une reprise économique plus lente que prévu, d'une accélération de l'inflation, d'un niveau des échanges s'approchant de celui d'avant crise et d'une baisse des réserves en devise en raison du paiement de deux échéances d'emprunts internationaux et de la baisse du volume des ressources extérieures mobilisées.
- Des réformes structurelles et audacieuses devraient être envisagées afin de sortir le pays de ce gouffre économique et financier. Les réformes doivent toucher les secteurs suivants : les finances publiques, les entreprises publiques, les caisses sociales, le climat des affaires, la santé, l'éducation et la gestion des ressources naturelles. L'investissement public et privé est la panacée pour retrouver un niveau de croissance en mesure de répondre aux prérogatives sociales de plus en plus urgentes.

#### I – Conjoncture économique internationale

■ Connaissant une récession mondiale sans précédent en raison de la Covid-19, le PIB mondial s'est rétracté de 3,1% en 2020. En 2021, une vive progression de 5,9% est attendue. Cette reprise cache, toutefois, des écarts entre les perspectives économiques des pays.

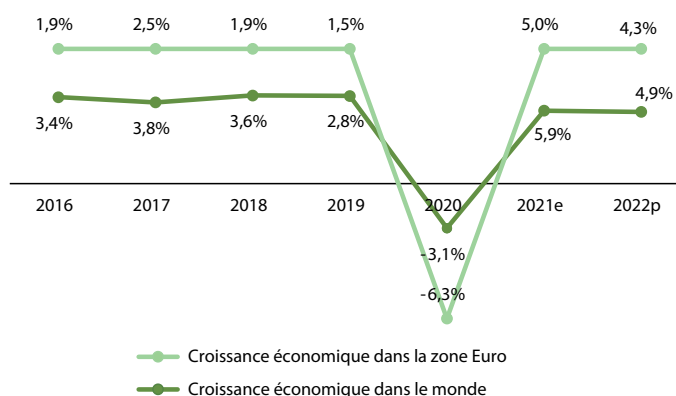
■ Selon le FMI, la croissance de l'économie mondiale devrait s'établir à 5,9% en 2021 et à 4,9% en 2022. Le fonds a modifié légèrement à la baisse ses projections pour 2021 par rapport aux PEM d'Avril 2021. L'accès aux vaccins s'est révélé être la principale ligne de faille qui divise la reprise mondiale en deux blocs : ceux qui pourront envisager une normalisation élargie de leur activité (soit presque tous les pays avancés) et ceux qui continueront de connaître une recrudescence des infections à la Covid-19 assortie d'un bilan humain toujours plus lourd.

■ Selon les estimations du fonds monétaire, la croissance en 2021 serait de l'ordre de 5,2% pour les économies avancées à l'instar des Etats unis (6%), de la zone Euro (5%) et du Royaume Uni (6,8%). La France, le premier partenaire commercial de la Tunisie, devrait connaître une croissance de 6,3%. Alors que, les pays émergents et en voie de développement devraient connaître une croissance moins importante que prévu de 6,4%.

■ Deux pays émergents sont concernés par cette baisse de croissance. Fortement impactée par le variant Delta, la croissance de l'Inde se situerait autour de 9,5% (-3 points de pourcentage que prévu). La croissance économique de la Chine serait de 8,0 %, soit 0,4 point de pourcentage de moins que les précédentes prévisions.

■ Cette forte relance a d'ores et déjà induit des tensions sur les prix (du pétrole et des matières premières) en raison d'évolutions inhabituelles liées à la pandémie et de disparités temporaires entre l'offre et la

#### Croissance économique dans le monde et dans la Zone Euro



Sources: BCT, FMI (WEO, Oct. 2021)

demande, causant des ruptures de chaînes d'approvisionnement et des pénuries. Dans la plupart des pays, l'inflation devrait renouer avec ses taux d'avant la pandémie en 2022, quoique l'incertitude demeure forte. Une augmentation du taux d'inflation dans certains pays émergents et pays en développement est attendue, imputable entre autres aux cours élevés des denrées alimentaires.

#### II- Conjoncture économique en Tunisie

■ Les retombées économiques de la crise sanitaire en Tunisie se font, malheureusement, encore sentir. Les indicateurs économiques à fin Août 2021 font état d'une reprise économique plus lente que prévu, d'une accélération de l'inflation, d'un niveau des échanges s'approchant de celui d'avant

crise et d'une baisse des réserves en devises suite au paiement de deux échéances d'emprunts internationaux. Selon les projections du FMI, la croissance du PIB devrait s'établir à 3,0% en 2021. Une reprise difficile à réaliser au milieu de ce flou politique et en l'absence de plan de relance, de réformes et de visibilité.

### 1) Une reprise plus lente que prévu

La pandémie Covid-19 a plongé la Tunisie en 2020 dans la plus profonde récession, depuis son indépendance. Selon le ministère des finances, le PIB réel s'est contracté de 8,6% en 2020. Le taux de chômage a atteint son summum (18% à la fin de 2020). La reprise en 2021 a été lente. A fin Juin 2021, le PIB est resté en deçà des niveaux d'avant crise. Après avoir progressé de 0,2% au premier trimestre de 2021 en glissement trimestriel, l'activité économique, encore éprouvée par la crise sanitaire, a décroché de -2% au deuxième trimestre de l'année en comparaison avec le 1<sup>er</sup> trimestre. En glissement annuel, le PIB, à fin Juin 2021, aurait affiché un rebond technique de 16,2% grâce à un effet de base favorable généré par la chute historique de l'activité au deuxième trimestre de 2020.

Cette évolution porte la marque, essentiellement, de la chute de la valeur ajoutée des activités de la branche de l'hôtellerie, des cafés et de la restauration et des services de transport et d'entreposage de -35,2% et -20,9% en glissement trimestriel, respectivement, après une hausse de +10,0% et +1,3% au T1-2021. Pour sa part, l'activité du secteur d'extraction du pétrole

brut et du gaz naturel a enregistré une légère baisse, au T2- 2021 de -2,9% contre +33,4%, au T1-2021. Quant aux principales industries exportatrices, à savoir les «Industries Mécaniques et Electriques (IME)» et celles du «Textile, Habillement et Cuir (THC)», leurs valeurs ajoutées se sont accrues de +1,0% et +3,4% au T2-2021 contre +0,5% et -4,0% un trimestre auparavant.

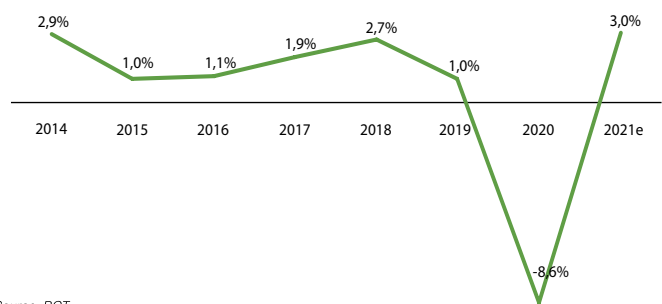
En 2021, la croissance du PIB devrait rebondir à 3,0% en 2021. Cette projection reste tributaire de la durée et de l'intensité de la pandémie, mais également de la future politique budgétaire et des réformes structurelles à adopter. Une reprise difficile à réaliser au milieu de ce flou politique et en l'absence de plan de relance, de réformes et de visibilité.

### 2) Une accélération de l'inflation

En Septembre 2021, l'inflation a atteint 6,2%, en glissement annuel, pour le deuxième mois consécutif, après 5,7%, au mois de Juin, et contre 4,9%, en Décembre 2020. Cette accélération porte la marque essentiellement des hausses importantes des prix de certains produits frais et administrés, dont notamment le prix du tabac. L'inflation sous-jacente (inflation hors produits alimentaires frais et produits à prix administrés) s'est inscrite en légère hausse à 6% en g.a, contre 5,9% et 5,3% les mois précédents. L'inflation «hors produits alimentaires et énergie» a été de 5,4%, contre 5,3% le mois précédent.

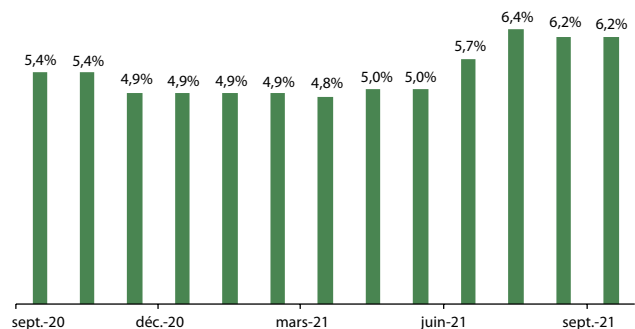
Les récentes prévisions tablent sur un taux d'inflation moyen de 5,7%, en 2021, et de 6,5%, en 2022.

### Croissance économique en Tunisie



Source: BCT

### Evolution de l'inflation



Source: BCT

### 3) Des pressions persistantes sur la balance courante : Les échanges retrouvent leur dynamisme d'avant crise, mais les services pâtissent encore des retombées de la crise

Retrouvant leur dynamisme d'avant crise, les exportations totales se sont établies à 33,6 milliards de dinars, à fin Septembre 2021, soit une forte progression de 22% par rapport à la même période en 2020, une période marquée par une baisse de 16,6% suite aux restrictions imposées à la

circulation des biens et des services visant à limiter la propagation du virus Covid-19. Également, les importations ont progressé de 21% pour s'établir à 45,6 milliards de dinars. A fin Septembre 2021, le déficit commercial s'est élevé à 12 milliards de dinars, se creusant de 18% par rapport à la même période en 2020. Le taux de couverture s'est bonifié de 1,2 point de pourcentage pour s'établir à 73,6%.

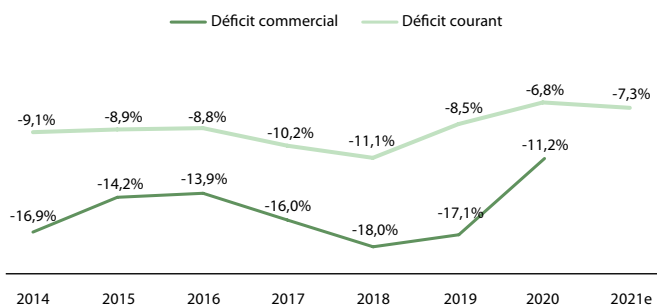
A la fin des huit premiers mois de l'année encours, le déficit courant s'est réduit pour s'établir à 3,5%



du PIB), contre 4,8% du PIB un an auparavant. Cet apaisement a été favorisé, principalement, par l'amélioration des flux de revenus du travail (+42,5% en glissement annuel) et la relative amélioration

des recettes touristiques (+5,2% annuellement). Sur l'année pleine, le déficit courant de la Tunisie devrait se situer autour de 7,3% du PIB, en aggravation de 0,5 point de pourcentage par rapport à 2020.

#### Evolution du déficit commercial et du déficit courant (en pourcentage du PIB)



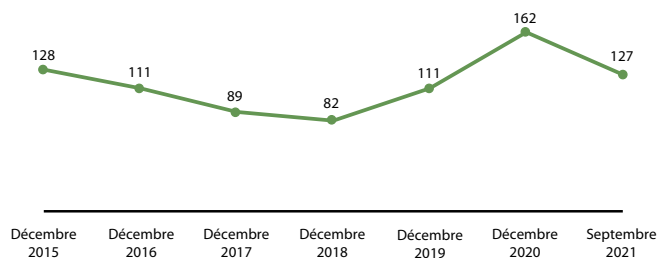
Source: INS

#### 4) Les réserves de change se consolident

■ A fin Septembre 2021, les réserves en devises se sont établies à 20 962 MDt (ou 127 jours d'importation), en baisse de -9,2% par rapport à leur niveau de fin 2020 (23 099 MDt ou 162 jours d'importation), laquelle baisse

est imputable à la régression du volume des ressources extérieures mobilisées et au remboursement à la fin du mois de Juillet 2021 et au début du mois d'Août, de deux emprunts contractés sur le marché financier international (pour plus de 1 milliard de dollars américains).

#### Les avoirs nets en devises en nombre de jours d'importation



Source: BCT

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

■ A fin Juillet 2021, le déficit budgétaire s'est établi à -2 633 MDt, contre -4 526 MDt un an auparavant. Cet apaisement a été favorisé par la bonne tenue des recettes fiscales (18 milliards de dinars, leur niveau d'avant la pandémie). Les dépenses de gestion se sont maintenues quasi-stables à 20,7 milliards de dinars. Il est important de signaler que le déficit budgétaire en 2020 tient compte de l'engagement de l'Etat envers certains établissements publics.

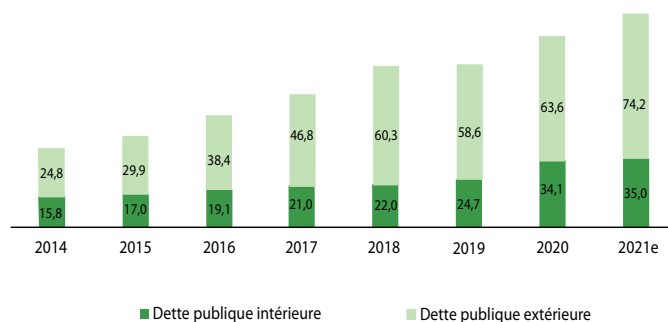
■ De l'autre côté, les dépenses d'investissement ont accusé une baisse importante de -36% pour s'établir à seulement 1 814,5 MDt, à fin Juillet 2021, ce qui est de nature à compromettre les chances d'une reprise rapide de la croissance, cette dernière ayant tant besoin de l'investissement public pour fédérer l'investissement privé.

■ Incontestablement la pandémie a aggravé les déséquilibres budgétaires déjà marqués de la Tunisie et a fait naître des besoins

urgents de financement. L'instabilité politique est venue couronner le tout et provoquer un retard dans la mobilisation des ressources extérieures, creusant d'avantage le gap de financement du Budget de l'Etat en 2021. Ainsi, les ressources d'emprunts intérieures ont pratiquement représenté les deux tiers de l'enveloppe totale des emprunts mobilisée à fin Juillet 2021, qui s'est élevée à 8,8 milliards de dinars.

■ L'encours de la dette publique a poursuivi, ainsi, son ascension, dépassant la barre de 99 milliards de dinars, à fin Juillet 2021, soit en hausse 11,2% par rapport aux niveaux atteints une année auparavant. Le service de la dette publique en Tunisie a atteint, à fin Juillet dernier, un record de 8,5 milliards de dinars, selon les résultats provisoire de l'exécution du Budget de l'Etat. Le montant du service de la dette a ainsi plus que quadruplé, depuis 2010. Selon les autorités nationales, l'endettement national devrait atteindre 90% du PIB en 2021, en ligne avec les prévisions du Fond Monétaire International et contre un niveau d'endettement de 85% en 2020.

#### Structure de la dette publique (en milliards de Dt)



Source: BCT



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

## Evolution du Budget de l'Etat

Ressources (MDt)	LFC						
	2017	2018	2019	2020	2021 LF	juil-21	
<b>Ressources propres</b>	<b>23 891</b>	<b>27 942</b>	<b>32 185</b>	<b>30 221</b>	<b>33 109</b>	<b>18 155</b>	
Fiscales	21 187	24 503	28 901	26 407	29 825	16 976	
Non fiscales	2 705	3 439	3 284	2 757	2 484	1 179	
<b>Emprunts</b>	<b>10 400</b>	<b>9 808</b>	<b>10 089</b>	<b>19 491</b>	<b>18 695</b>	<b>9 725</b>	
Intérieur	8 338	2 433	2 640	11 948	5 580	4 942	
Extérieur	1 947	7 065	7 053	7 364	13 015	3 839	
Autres	116	310	397	179	100	945	
<b>Total Ressources</b>	<b>34 292</b>	<b>37 750</b>	<b>42 274</b>	<b>49 712</b>	<b>51 804</b>	<b>27 880</b>	
<b>Dépenses (MDt)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021 LF</b>	<b>juil-21</b>	
<b>Titre 1: Dépenses de gestion</b>	<b>21 432</b>	<b>23 680</b>	<b>26 433</b>	<b>33 753</b>	<b>32 140</b>	<b>16 491</b>	
Salaires	14 352	14 776	16 765	19 547	20 118	11 742	
Compensation	3 492	4 900	4 790	4 486	3 101		
Autres	3 588	4 004	4 878	9 720	8 921		
<b>Titre 2: Dépenses d'Investissement</b>	<b>5 730</b>	<b>5 945</b>	<b>6 140</b>	<b>3 826</b>	<b>4 033</b>	<b>1 815</b>	
<b>Titre 3: Service de la dette</b>	<b>7 005</b>	<b>7 928</b>	<b>9 601</b>	<b>11 588</b>	<b>15 531</b>	<b>8 476</b>	
Principal	4 745	5 127	6 396	7 454	11 501	6 088	
Intérêt	2 260	2 802	3 205	4 134	4 030	2 388	
Crédits et avances sur trésor	125	198	100	545	100	1 099	
<b>Total Dépenses</b>	<b>34 292</b>	<b>37 750</b>	<b>42 274</b>	<b>49 712</b>	<b>51 804</b>	<b>27 880</b>	

Source: Ministère des finances

**« Le service de la dette publique en Tunisie a atteint, à fin Juillet dernier, un nouveau record de 8,5 milliards de dinars, quadruplant par rapport à 2010. L'endettement national devrait atteindre 90% du PIB en 2021 »**

## 6) Un chômage alarmant

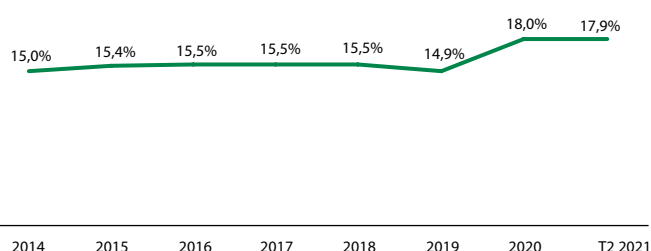
La récession économique déclenchée par la crise et la chute des investissements sont de nature à obstruer les horizons de l'emploi en Tunisie. Selon l'INS, le taux de chômage se maintient à des niveaux élevés et aurait atteint 17,9% à fin Juin 2021. Le nombre de chômeurs a été estimé à 746,4 mille, contre 742,8 mille chômeurs pour le premier trimestre 2021. Ce taux cache une disparité des chances d'emploi entre homme (chômage de 15,4%) et femme (chômage de 23,6%) ainsi qu'une disparité régionale. Chez les jeunes entre 15 et 24 ans, le taux de chômage s'est élevé à 41,7%.

## III-Perspectives

Depuis la Révolution, l'instabilité politique et les incertitudes économiques et financières font le quotidien des Tunisiens. Aggravée par la crise sanitaire, d'une ampleur sans précédent, les difficultés des finances publiques se font de plus en plus grandissantes. Le flou politique et l'absence de visibilité rendent le bout du tunnel encore lointain et les défis à relever par le nouveau Gouvernement encore plus ardu.

Face à la situation actuelle des finances publiques, le Gouvernement nouvellement formé, devrait gérer immédiatement

## Evolution du taux de chômage



Source: INS

la clôture du Budget de 2021 et se charger de la préparation de celui de 2022. Deux missions difficiles face : aux besoins importants pour boucler le Budget de l'Etat pour l'année 2021 et aux craintes des bailleurs de fonds internationaux au vu de la détérioration de la notation souveraine de la Tunisie et en l'absence d'un nouveau programme avec le FMI. Selon la Banque Centrale, cette situation nécessite l'intensification de la coopération financière bilatérale d'ici la fin de l'année afin de mobiliser des ressources extérieures et d'éviter le financement monétaire eu égard à ses répercussions néfastes aussi bien sur l'inflation que sur les réserves en devises et la gestion du taux de change du dinar.

Les finances publiques en Tunisie devront pâtir également de la hausse des cours internationaux du pétrole. Le renchérissement du pétrole est de nature à compromettre la soutenabilité de la dette publique et à accroître l'endettement du secteur public auprès du système bancaire. La persistance de cette situation mettra en péril la capacité du système bancaire à financer les opérateurs économiques et engendrera des répercussions fortement négatives sur les

équilibres extérieurs et sur le marché des changes.

La reprise économique en Tunisie, sera favorisée par :

1/ Le redressement plus important que prévu des perspectives économiques mondiales favorisé par la levée des restrictions sur les mouvements des personnes, des biens et des services et par les plans de relance engagés par l'Union Européenne.

2/ L'amélioration de la production nationale des ressources naturelles notamment avec l'apaisement des troubles dans les zones d'extraction du phosphate, du gaz naturel et du pétrole et l'amélioration attendue de leur production et leurs recettes d'exportation. Ce qui sera de nature à diminuer les pressions sur la balance des paiements et sur le taux de change du dinar.

Des réformes structurelles et audacieuses devraient être envisagées afin de sortir le pays de ce gouffre économique et financier. Les réformes doivent toucher les secteurs suivants : les finances publiques, les entreprises publiques, les caisses sociales, le climat des affaires, la santé, l'éducation et la gestion des ressources naturelles.





■ Accroître l'effort de l'investissement public et le fédérer à l'investissement privé tout en améliorant le climat des affaires est la panacée pour retrouver un niveau de croissance à même de répondre aux prérogatives sociales de plus en plus urgentes (chômage, pauvreté, santé et dignité). Un plan de relance économique et social bien cohérent mené par une volonté politique inébranlable permettrait de surmonter le naufrage économique auquel le pays fait face. Il doit s'accompagner d'une politique monétaire accommodante, de réformes structurelles favorisant l'amélioration de la compétitivité économique du pays et permettant de booster l'investissement.

**« Accroître l'effort de l'investissement public et le fédérer à l'investissement privé tout en améliorant le climat des affaires est la panacée pour retrouver un niveau de croissance à même de répondre aux prérogatives sociales de plus en plus urgentes »**

**« Des réformes structurelles et audacieuses devraient être envisagées afin de sortir le pays de ce gouffre économique et financier. Les réformes doivent toucher les secteurs suivants : les finances publiques, les entreprises publiques, les caisses sociales, le climat des affaires, la santé, l'éducation et la gestion des ressources naturelles »**

#### Les principaux indicateurs économiques entre 2015 et 2021

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
PIB (en milliards de dinars)	84,7	90,4	97,4	105,6	113,8	114,4	121,2
Taux de croissance du PIB	1,0%	1,1%	1,9%	2,7%	1,0%	-8,8%	3,0%
Taux d'investissement (% du PIB)	20,0%	18,4%	19,4%	21,1%	17,2%	7,0%	10,5%
Taux d'épargne	10,3%	9,1%	8,9%	9,6%	9,4%	4,6%	6,40%
Taux d'inflation	4,9%	3,7%	5,3%	7,3%	7,0%	5,7%	5,7%
Budget de l'Etat (en milliards de dinars)	26,9	29,2	34,3	37,8	42,3	49,7	51,8
Déficit budgétaire (% du PIB)	-4,8%	-6,1%	-6,1%	-4,8%	-3,5%	-11,7%	-6,6%
Dette publique (en milliards de Dt)	46,9	57,5	67,9	82,3	83,3	97,7	109,2
Dette publique (% du PIB)	55,4%	63,6%	69,7%	77,9%	73,2%	85,4%	90,1%

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



Rédigé le 30/09/2021

## Dossier spécial

### La Tunisie et le FMI

#### Points clés

- En se finançant auprès du FMI, la Tunisie a bénéficié de conditions avantageuses : (i) des taux d'intérêts faibles soit entre 1,05% et 2,05% (ii) un remboursement sur 10 ans avec une période de franchise de 4 ans et demi pour chaque tirage (dans le cadre de Mécanisme Elargi de Crédit). Par ailleurs, la mobilisation de fonds auprès du FMI donne généralement accès à des financements supplémentaires auprès des autres bailleurs de fonds internationaux qui conditionnent l'octroi à l'accord du FMI. Au 31/07/2021, l'encours des engagements de la Tunisie envers le FMI s'est élevé à 1 669 millions de DTS (2 385 millions de USD), soit 306% de son quota.
- En Avril 2020, le FMI a accordé à la Tunisie un prêt d'aide d'urgence de 545,2 millions de DTS (745 millions de USD ou 100 % de la quote-part) pour financer les besoins budgétaires et de la balance de paiements à caractère urgent causés par la crise sanitaire de la Covid-19.
- La rétrocession à l'État de l'allocation de droits de tirage spéciaux d'un montant de près de 522,55 millions de DTS, accordée à la Tunisie par le FMI, a été approuvée le 14 Septembre dernier par décret présidentiel, selon le JORT publié le 15 Septembre dernier. Cette allocation exceptionnelle est considérée comme une aubaine pour la Tunisie (qui pourrait être assimilée à une distribution de réserves gratuites par une société à ses actionnaires) puisqu'il s'agit d'une ressource procurée à un coût nul qui permettrait de réduire le déficit budgétaire d'à peu près 2,0 milliards de dinars, le portant ainsi à -5,9 milliards de dinars en 2021 (-4,8% du PIB) contre -7,9 milliards de dinars (-6,6% du PIB) initialement prévus dans la loi de finances 2021.

#### I - Préambule

Depuis son adhésion au Fonds Monétaire International (FMI) en 1958, la Tunisie a eu accès à plusieurs financements à travers divers mécanismes pour une enveloppe totale de 3 123 millions de DTS (1) (soit l'équivalent de 4 400 millions de USD), dont 87% ont été obtenus entre 2013 et 2020.

Au 31/07/2021, l'encours des engagements de la Tunisie envers le FMI s'élève à 1 669 millions de DTS (2 385 millions de USD), soit 306% de son quota.

Le quota de la Tunisie qui n'est autre que la quote-part qu'elle a versé en tant que membre du FMI s'élève à ce jour à 545,2 millions de DTS (772 Millions de USD), dont 423,4 millions souscrits en dinars et 121,8 millions souscrits en devises convertibles\*. Le quota reflète le poids relatif de la Tunisie dans l'économie mondiale (soit près de 0,11% du total).

Le quota permet de définir le montant maximum qu'un pays peut emprunter au FMI (limite

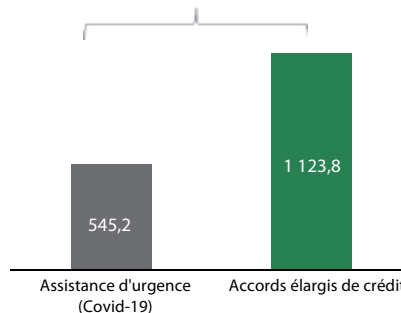
d'accès). Par exemple, pour les crédits octroyés dans le cadre de Mécanisme Elargi de Crédit (Extended Fund Facility) ou d'accord de confirmation (Stand-By), le **plafond annuel est de 145% de la quote-part et le montant cumulé ne peut pas dépasser 435% de la quote-part**. Cela étant, les limites d'accès peuvent être plus élevées dans des circonstances exceptionnelles.

En se finançant auprès du FMI, la Tunisie a bénéficié de conditions avantageuses : (i) des taux d'intérêts faibles soit entre 1,05% et 2,05% (ii) remboursement sur 10 ans avec une période de franchise de 4 ans et demi pour chaque tirage (dans le cadre de Mécanisme Elargi de Crédit). Par ailleurs, la mobilisation de fonds auprès du FMI donne généralement accès à des financements supplémentaires auprès des autres bailleurs de fonds internationaux qui conditionnent l'octroi à l'accord du FMI.

(1) Au 20/08/2021, 1 DTS = 1,4262 USD  
1 DTS = 3,9784 TND

#### II - L'encours des emprunts contractés par la Tunisie auprès du FMI au 31/07/2021

Un encours total de 1 669 millions de DTS



Les accords élargis de crédit sont des financements accordés par le FMI dans le but d'aider les pays membres à faire face à des problèmes de balance de paiements liés à des déséquilibres macroéconomiques et structurels majeurs. Ces financements s'insèrent dans le cadre d'un programme économique à moyen terme (généralement 3 ans) soutenu par le FMI.

Confrontée à une situation économique difficile au lendemain de la Révolution, la Tunisie a négocié et obtenu deux financements dans le cadre d'un Mécanisme Elargi de Crédit depuis 2013. Par ailleurs, la Tunisie a aussi bénéficié d'une assistance d'urgence en 2020 suite à la crise économique liée à la Covid-19.

\* Il est à rappeler que lors de l'adhésion au FMI, chaque pays membre doit s'acquitter totalement de sa souscription dans une proportion ne dépassant pas 25% en DTS ou dans une monnaie « acceptable » à savoir le dollar, l'euro, le yen, la livre sterling et le yuan. Le reliquat doit être versé en monnaie nationale.



### III - Les derniers engagements financiers de la Tunisie

#### Accords

Type	Date de l'accord	Date de fin du programme	Montant approuvé (Million de DTS)	Montant débloqué (Million de DTS)
Mécanisme Elargi de Crédit (Extended Fund Facility ou EFF)	20-mai-16	18-mars-20	1 952,25	1 161,71
Accord de confirmation (Stand-by)	07-juin-13	31-déc-15	1 146,00	1 002,75
Mécanisme Elargi de Crédit	25-juil-88	24-juil-92	207,30	207,30

#### Les emprunts directs

Type	Date de l'accord	Date de tirage	Montant approuvé (Million de DTS)	Montant débloqué (Million de DTS)
Instrument de Financement Rapide (Rapid Financing Instrument ou RFI)	10-avr-20	15-avr-20	545,2	545,2

### IV- Paiement futurs à effectuer par la Tunisie\*

En USD	2021	2022	2023	2024	2025
Principal	54	128	446	660	467
Charges / Intérêts	27	50	41	19	9
<b>Total</b>	<b>80</b>	<b>178</b>	<b>487</b>	<b>679</b>	<b>477</b>

\* basés sur l'utilisation actuelle des ressources et sur les avoirs actuels de DTS

#### V- Historique des financements octroyés par le FMI à la Tunisie

■ La Tunisie a eu recours au financement auprès du FMI à deux époques critiques de son histoire moderne:

**1) La période 1986-1992:** Dans le cadre du plan d'ajustement structurel encadré par le FMI en collaboration avec la Banque Mondiale, la Tunisie, qui traversait alors une période de déséquilibres macroéconomiques graves, a entrepris un ensemble de réformes profondes sur le plan économique et financier afin d'accroître la production, relancer la croissance, rétablir les réserves en devises et réduire le déséquilibre de la balance des paiements.

■ Les effets à long terme de ces réformes ont été globalement positifs avec une croissance moyenne du PIB de l'ordre de 4,2% sur la période 1986-2000.

■ Malgré la reprise de la croissance en 1987, le coût social a été important avec le blocage des salaires et une perte non négligeable du pouvoir d'achat à cause de la persistance des tensions inflationnistes.

■ L'enveloppe octroyée par le FMI à la Tunisie sur cette période s'est élevée à 413 millions de DTS, soit l'équivalent de 555 millions de USD. Ces prêts ont été conditionnés de l'engagement de la Tunisie dans des réformes structurelles axées notamment sur la privatisation, la déréglementation et libéralisation.

**2) La période 2013-2020:** La Révolution de 2011 a mis fin à une période de croissance économique stable, s'appuyant sur un modèle économique basé sur (i) le développement des secteurs d'activité destinés à l'exportation et à faible valeur ajoutée et sur (ii) des politiques

conservatrices en matière d'encadrement des prix, des taux de change et de financement des secteurs stratégiques tels que le tourisme par le système bancaire. En revanche, cette situation a donné lieu à des inégalités dans la distribution des gains économiques entre les régions ce qui a exacerbé une crise sociale intense ayant conduit au soulèvement populaire ou la Révolution de Janvier 2011. Un processus de transition démocratique a été alors amorcé donnant, naissance à une nouvelle constitution en Janvier 2014.

■ Dans ce contexte, l'Etat a mis en oeuvre une politique budgétaire expansionniste pour relancer la croissance et répondre aux revendications sociales. Le déficit budgétaire est passé de 1,1% du PIB en 2010 à 3,7% en 2011, à 5,2% en 2012 et 6,2% en 2013. Il s'est encore creusé pour atteindre 11,4% en 2020 à cause du

surendettement structurel de l'Etat en l'absence d'une relance de la croissance.

■ Face à la détérioration des finances publiques et de la situation extérieure, la Tunisie s'est orientée vers l'endettement extérieur, et notamment auprès du FMI pour financer une partie de son déficit budgétaire. Elle s'est alors engagée dans un long processus de négociation avec l'institution internationale qui a donné lieu à deux accords de financement :

→ Un premier programme «Stand-by» sur 2 ans conclu en Juin 2013 ayant permis de mobiliser **1,5 milliards de USD**, soit 88% du montant approuvé par le FMI. Ce prêt est assorti des conditions suivantes: une période de remboursement sur 5 ans avec 3 années de grâce, et un taux d'intérêt de 1,08% par an.

→ Un deuxième programme dans le cadre d'un «Mécanisme Elargi de Crédit» conclu en Mai 2016 portant sur un montant approuvé par le FMI de 2,9 milliards de USD (soit 375% de la quote-part de la Tunisie) étalé sur une période de 4 ans allant de 2016 à 2020. Les conditions de cette facilité prévoient un décaissement sur 9 tirages, une durée de remboursement de 10 ans dont un



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

délai de grâce de 4 ans et demi pour chaque tirage, et un taux d'intérêt DTS\* + 100 pb (avec une surcharge de 200 pb sur l'encours qui dépasse 187% de la quote-part).

■ A la fin de ce programme, la Tunisie n'a bénéficié que de 55% du montant approuvé initialement par le FMI soit **1,6 milliards de USD**.

■ **Assistance d'urgence dans le cadre de la crise COVID-19** : En Avril 2020, le FMI a accordé à la Tunisie un prêt d'aide d'urgence de 545,2 millions de DTS (745 millions de USD ou 100 % de la quote-part) pour financer les besoins budgétaires et de la balance des paiements à caractère urgent causés par la crise sanitaire de la Covid-19.

## VII- L'allocation générale de DTS en Août 2021

■ Le Droit de Tirage Spécial (DTS) est un avoir de réserve international créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves de change officielles de ses pays membres. À ce jour, un total de 660,7 milliards de DTS (équivalant à environ 943 milliards de USD) ont été alloués.

■ Ce montant inclut la dernière allocation générale approuvée par le Conseil des Gouverneurs du FMI en date du 2 Août 2021, d'environ 456 milliards de DTS (650 milliards de USD). Cette allocation, qui a pris effet le 23 Août 2021, a pour but d'accroître les liquidités à l'échelle mondiale et d'aider les pays membres à surmonter les conséquences de la pandémie de la Covid-19.

■ Dans le cadre de cette dernière allocation de Droits de Tirage Spéciaux, la Tunisie a bénéficié de 522,5 millions de DTS soit à peu près **741 millions de USD**, laquelle est proportionnelle à sa quote-part dans le FMI. Cette

## VI- Historique des financements accordés par le FMI à la Tunisie

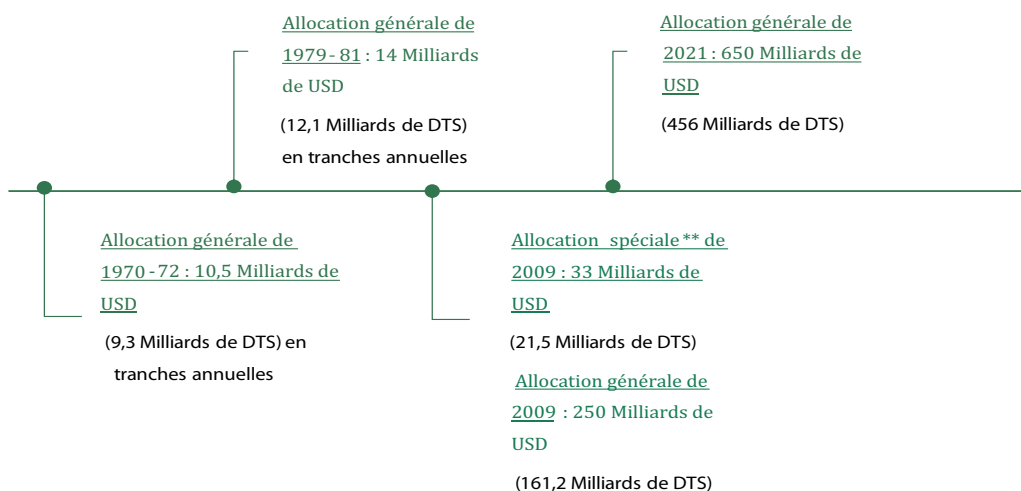
En millions de DTS

Année	Compte des ressources générales		
	Financements		Intérêts payés
	Montants débloqués	Remboursement en principal	
2021	0,0	18,9	18,9
2020	545,2	126,4	31,6
2019	176,8	274,4	32,4
2018	530,3	369,2	28,0
2017	227,3	227,0	22,4
2016	227,3	24,7	14,3
2015	214,9	0,0	8,6
2014	689,1	0,0	4,8
2013	98,8	0,0	0,4
2001	0,0	24,7	0,6
2000	0,0	30,4	2,3
1999	0,0	36,6	3,2
1998	0,0	36,6	5,5
1997	0,0	36,6	7,0
1996	0,0	32,1	8,3
1995	0,0	10,2	11,1
1994	0,0	0,0	10,7
1993	0,0	3,8	12,2
1992	51,8	20,9	13,6
1991	155,5	99,1	13,0
1990	0,0	82,0	17,1
1989	0,0	0,0	17,7
1988	15,0	0,0	12,4
1987	41,0	0,0	10,2
1986	149,7	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>3 122,7</b>	<b>1 453,6</b>	<b>306,3</b>

allocation exceptionnelle est considérée comme une aubaine pour la Tunisie (qui pourrait être assimilée à une distribution de réserves gratuites par une société à ses actionnaires) puisqu'il s'agit d'une ressource procurée à un coût nul qui **permettrait de réduire le déficit budgétaire d'à peu près 2,0 milliards de dinars**, le portant ainsi à -5,9 milliards de dinars en 2021 (-4,8% du PIB) contre -7,9 milliards de dinars (-6,6% du PIB) initialement prévus dans la loi de finances 2021. La rétrocession à l'État de l'allocation de DTS d'un montant de près de 522,55 millions de DTS, accordée à la Tunisie par le FMI, a été approuvée le 14 Septembre dernier par décret présidentiel, selon le JORT publié le 15 Septembre dernier.

\*\* Il s'agit d'une allocation ponctuelle spéciale permettant aux pays devenus membres du FMI après 1981 (c'est-à-dire après les allocations précédentes) de participer au système du DTS d'une manière équitable.

## Historique des allocations de DTS par le FMI



\* A la date d'approbation de cet emprunt le taux d'intérêt sur les DTS s'est élevé à 0,05%.

Rédigé le 30/09/2021

## Rétrospective des neuf premiers mois de 2021

### Un bon parcours boursier

#### Points clés

- Alors que la Tunisie continue à être sous la coupe de la pandémie Covid-19 et que la campagne nationale de vaccination presse le pas, notre bourse affiche une jolie performance de 5,8%. Ceci est le reflet d'une reprise quasi-généralisée de l'activité pour la majorité des sociétés cotées mais aussi de la bonne orientation des valeurs bancaires qui ont propulsé l'indice de référence. Les valeurs bancaires, poids lourd de la cote, ont été, en effet, favorisées par la levée conditionnée de la suspension de la distribution des dividendes relatifs à l'exercice 2019 et décidée en 2020.
- Nous restons optimistes pour le reste de l'année 2021, malgré le flou qui entache présentement le contexte politique et les difficultés grandissantes des finances publiques. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 et d'un rebond technique de croissance rendent les investisseurs confiants. Par ailleurs, la relative stabilité des taux d'intérêt et le niveau bas des valorisations devraient continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués d'ici la fin de l'année.
- Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2021 en raison d'une possible énième vague de contamination. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré davantage les conditions macro-économiques en 2020 seront encore ressentis tout au long de 2021.

#### I - Un bilan des neuf premiers mois de 2021 sous le ton bancaire

Les neuf premiers mois de l'année 2021 ont été porteurs à la place de Tunis. Notre bourse a enregistré une performance de 5,8%, contre une correction de 5,2% au cours de la même période de l'année 2020. Ceci est le reflet d'une reprise quasi-généralisée de l'activité pour la majorité des sociétés cotées, après une année 2020 éprouvante sur fond de confinement général, mais aussi de la bonne orientation des valeurs bancaires qui ont propulsé l'indice de référence. Les valeurs bancaires, poids lourd de la cote, ont été, en effet, favorisées par la levée conditionnée de la suspension de la distribution des dividendes relatifs à l'exercice 2019 et décidée en 2020.

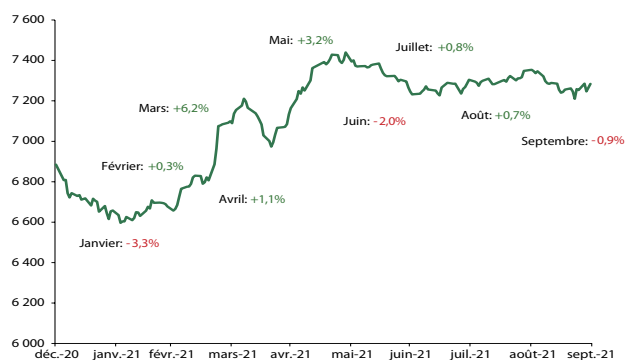
Dans une place dominée par les investisseurs particuliers, les annonces de dividendes revêtent un intérêt capital et la reprise de la distribution des dividendes par les banques, en 2021, au titre des exercices 2019 et 2020 a créé un effet d'entraînement sur l'ensemble du marché.

L'essentiel de la performance de l'indice de référence a été réalisé sur le mois de Mars (+6,2%), mois qui a été marqué par la publication de la note de la BCT, levant la suspension de la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers.

Les neuf premiers mois de 2021 ont été marqués par l'absence de papier frais. Aucune introduction en bourse n'a été constatée, depuis le début de l'année. En revanche, le mois de Janvier a connu la radiation des actions de la société **STEQ** dont la capitalisation boursière à la veille de sa radiation s'est élevée à 9,1MDt. Le nombre de valeurs admises à la cote de la bourse est ainsi ramené à 79. Malgré la baisse du nombre de sociétés cotées, la capitalisation du marché a légèrement progressé de 2,7% à 23,7 milliards de dinars.

Depuis le début de l'année, les volumes d'échanges se sont nettement améliorés comparativement aux neuf premiers mois de 2020. Les capitaux transigés se sont envolés

#### Evolution du Tunindex en 2021

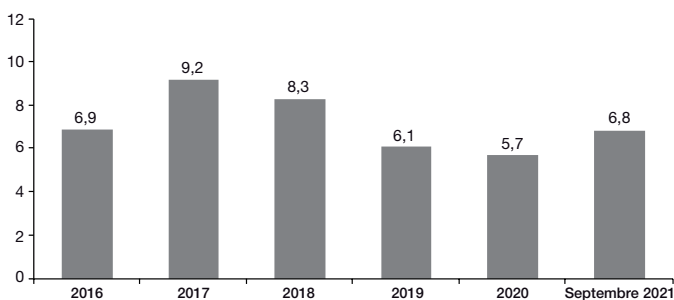


\* La note BCT n°2021-08

de 25,7% à 1,3 milliard de dinars, soit une moyenne quotidienne de 6,8MDt. Le marché des blocs continue à jouer son rôle de tremplin des échanges sur le marché. Ce compartiment du marché a cumulé des capitaux de 445,6MDt, à la fin du mois de Septembre, contre un flux de 191,1MDt pour la même période de 2020. Ce montant tient compte de deux transactions de bloc sur le titre **UBCI**, portant sur 183,3MDt et matérialisant la cession de 39% du capital de la banque par

le Groupe français BNP Paribas au Groupe CARTE. Valorisant l'**UBCI** à 470MDt, la transaction de cession a été enregistrée à la bourse le 16 mars 2021. Elle s'inscrit dans le prolongement d'une coopération plus que quarantenaire entre l'**UBCI** et les activités d'assurance de son nouvel actionnaire de référence. A l'issue de cette opération, le Groupe BNP Paribas conserve une participation minoritaire de 11% dans le capital de l'**UBCI**.

### Evolution du volume moyen des échanges (en MDt)



\* La note BCT n°2021-08

« Depuis Juillet dernier, la Bourse a mis en place un nouveau compartimentage de marché. Désormais, les émetteurs sont affectés soit au compartiment «A», soit au compartiment «B» ou soit au compartiment «S» »

■ Depuis le début de 2021, tous les titres négociés sur le marché alternatif ont été transférés au marché principal. On attend toujours le lancement de la nouvelle version du marché alternatif qui sera réservé aux sociétés qui ont choisi l'accès à ce marché par l'admission à la négociation de leurs titres au moyen d'une augmentation de capital sans recours à l'appel public à l'épargne au profit d'investisseurs avertis ou dans le cadre d'une cession des participations détenues par les acteurs du capital risque au profit, également, d'investisseurs avertis.

■ Depuis Juillet dernier, la BVMT a mis en place un nouveau compartimentage du marché principal. Désormais, les émetteurs sont affectés aux compartiments du marché principal comme suit :

**1) Le compartiment «A»** inclut les émetteurs dont la capitalisation boursière est supérieure ou égale à 200 millions de dinars.

**2) Le compartiment «B»** inclut les émetteurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions de dinars.

**3) Le compartiment «S»** (Sous Surveillance) inclut les émetteurs qui :

i/ ne respectent pas leurs obligations en matière d'information financière.

ii/ sont touchés par des événements susceptibles de perturber durablement leur situation ou compromettre le bon fonctionnement du marché.

■ Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance ont retrouvé leur appétit pour les émissions obligataires. 15 émissions obligataires, dont 10 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1<sup>er</sup> Janvier

au 30 Septembre 2021) pour une enveloppe totale de 520,1MDt (contre treize levées pour 312,2MDt pour la même période en 2020). Malgré l'annulation du relèvement du taux de retenue à la source définitive de 20% à 35% pratiquée en 2020 (sur les intérêts des certificats de dépôt, des billets de trésorerie et des dépôts à terme), par la loi de finances de 2021, le marché primaire a retrouvé une nouvelle dynamique soutenue par le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt à TMM+1%, depuis Avril 2020.

■ Nonobstant la morosité ambiante, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Le nombre de véhicules en activité a été maintenu inchangé à 119, depuis le début de l'année. L'actif net de l'épargne collective a, par ailleurs, repris du poil de la bête (+9,4%, dépassant la barre de 5 milliards de dinars, avec une collecte additionnelle nette de 442,3 millions de dinar).

■ Du côté du Trésor, depuis le début de l'année, il a effectué 11 adjudications en BTA (y compris deux adjudications d'échange), ce qui lui a permis de lever 1 877MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3 000MDt. Sur le court terme, le Trésor a levé 2 948MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 450MDt). Ce montant tient compte de deux émissions exceptionnelles faites exclusivement auprès des banques et qui sont assorties de la garantie pour le rachat par la BCT, et ce pour 2,4 milliards de dinars.

■ Outre les adjudications ordinaires et d'échange, l'Etat a mobilisé des ressources internes, courant les mois de Juin et Août, par le biais

d'un emprunt obligataire national émis en deux tranches. La première tranche (dont les souscriptions ont été ouvertes le 21 Juin et clôturées le 28 Juin) a permis au Trésor de lever 715,6MDt sur le marché et la deuxième tranche (dont les souscriptions ont été ouvertes le 18 Août et clôturées le 24 Août) lui a valu de lever une enveloppe additionnelle de 467,9MDt.

### II - Quelle stratégie d'investissement à adopter pour le reste de 2021?

■ Nous restons optimistes pour le reste de l'année, malgré le flou qui entache présentement le contexte politique et les difficultés grandissantes des finances publiques. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 et d'un rebond technique de croissance rendent les investisseurs confiants. Par ailleurs, la relative stabilité des taux d'intérêt et le niveau bas des valorisations devraient continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués d'ici la fin de l'année.

■ Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2021 en raison d'une possible énième vague de contamination. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques en 2020 seront encore ressenties tout au long de 2021. 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 incertain. 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 à moyen terme, d'au moins deux ans.

■ Notre stratégie d'investissement repose sur les thématiques suivantes :

### 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, Délice Holding et Céréalis**. Ces quatre valeurs présentent des vertus recherchées dans les périodes de crise : un positionnement solide sur le marché, 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 de 2011, les valeurs exportatrices ont fait le bonheur des investisseurs. Ces actions ont pleinement rempli le rôle de bouclier face à l'étroussure du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.

■ A l'évidence, ces valeurs subissent les contrecoups du ralentissement de la demande mondiale et des effets de second tour des perturbations des chaînes de valeur survenues partout dans

le monde. A cet effet, nous ne recommandons pas une exposition à toutes les sociétés exportatrices, dans leur ensemble. Nous nous montrons encore plus sélectifs dans le choix des sociétés exportatrices et nous nous limitons aux Groupes **One Tech, Euro-Cycles, Telnet** et à la société **New Body Line**. La manne financière des quatre valeurs, leur tournant vers l'innovation (tournant croissant vers la mécatronique pour **One Tech**, montée en puissance du vélo électrique pour **Euro-Cycles**, ciblage de l'activité «Aérospatial» pour **Telnet** et positionnement sur les produits techniques pour **NBL**), la perspective d'un rebond de leur activité dans les prochaines années et leur bonne qualité de management nous semblent opportuns.

■ 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.

■ 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 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.

### 3) Profiter du réveil de l'industrie

■ Les indicateurs d'activité au 30 Juin 2021 le montrent : un rebond

technique de l'activité industrielle pour l'année en cours se profile pour la majorité des sociétés industrielles. Les prémices de normalisation de l'activité, après une année 2020 éprouvante sur fond de confinement général, se traduisent par une croissance à deux chiffres au niveau du chiffre d'affaires de la majorité des compagnies industrielles.

■ Nous recommandons une exposition aux titres **SOTUVER, TPR et MPBS**. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position de dominance sur le plan commercial, ces groupes affichent des réalisations satisfaisantes sur le premier semestre de l'année en cours qui laissent entrevoir un excellent cru pour 2021.

### 4) Viser les Blue Chips bancaires

■ Contrairement aux sociétés industrielles et de services, l'onde de choc de la crise actuelle et la dégradation subséquente de la conjoncture économique devraient se répercuter avec un certain décalage sur le secteur bancaire. Outre la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de la récupération du manque à

Chiffres clés du marché financier	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Septembre 2021
Performance du Tunindex	-0,9%	+8,9%	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%	+5,8%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	17,8	19,3	21,9	24,4	23,7	23,1	23,7
Capitalisation boursière en % PIB	21,1%	21,5%	22,7%	23,2%	20,8%	20,9%	19,6%
Nombre de sociétés cotées	78	79	81	82	81	80	79
Volumes de transaction (en millions de dinars)	2 108	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423	1 236
Participation étrangère	25,6%	24,5%	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%	-
Nombre d'OPCVM en activité	125	125	123	124	119	119	119
Actifs gérés des OPCVM en MDt	4 368	4 544	4 361	3 956	3 675	4 683	5 126



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

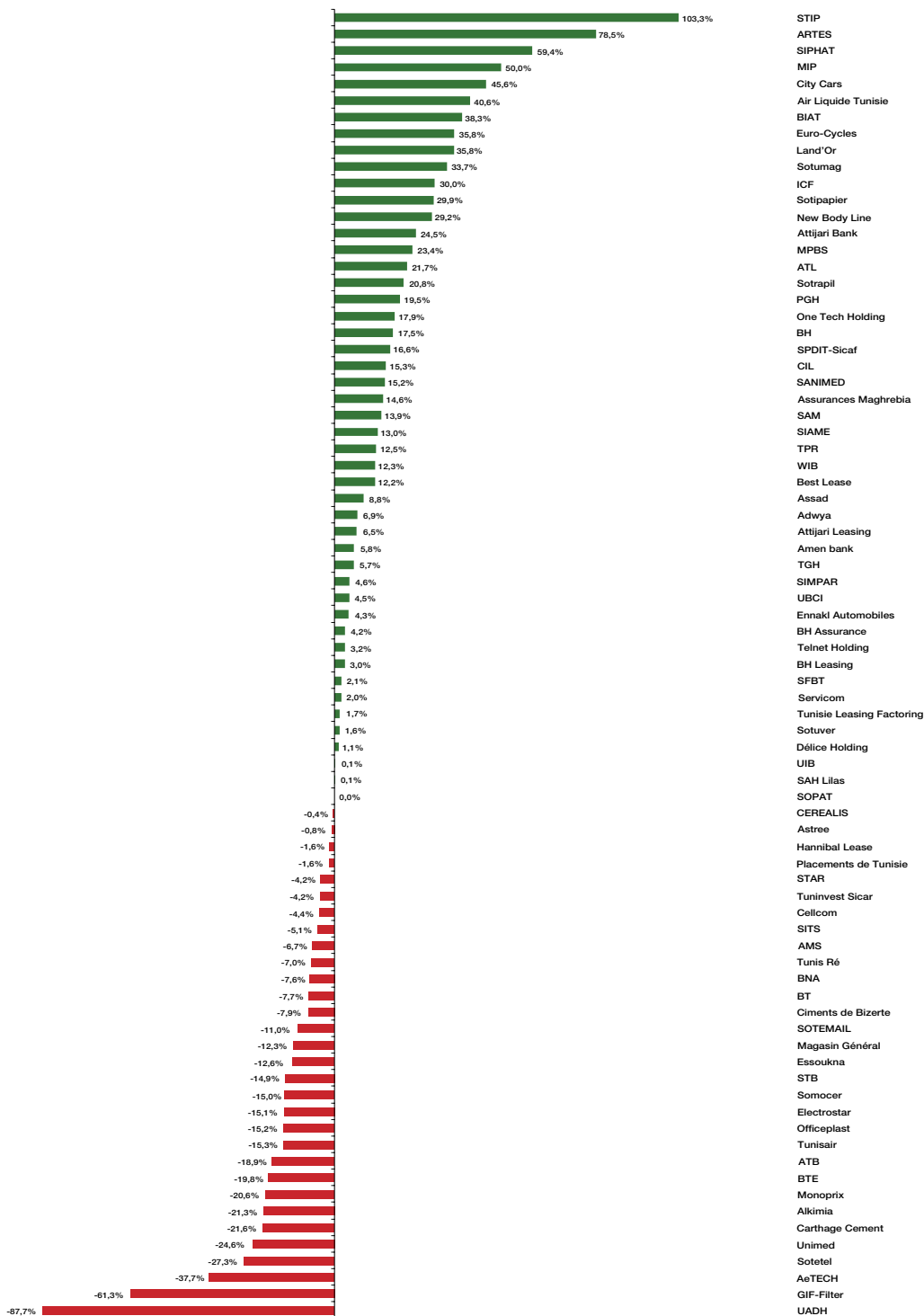
## Performances annuelles des sociétés cotées au 30 Septembre 2021

gagner en termes de commissions, les banques devraient afficher une amélioration de leur capacité bénéficiaire en raison de la non-récurrence des dons au fonds pour la lutte contre le coronavirus 1818 déboursés en 2020.

■ Il convient de souligner que le manque de visibilité entache davantage le coût du risque à accuser en 2021. Ce dernier devra continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-covid dégradée et d'une situation tendue au niveau de la trésorerie des entreprises. En tout état de cause, les réserves de solvabilité accumulées par les banques sur les deux dernières années, notamment en 2019, en raison des conditions de distribution de dividendes fixées par la BCT, en 2021, afin de maintenir un matelas de solvabilité, permettront aux banques d'absorber le choc de la crise.

■ 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 faiblement rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice de 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 en ce sens que nous continuons à recommander la **BIAT** et **Attijari Bank** à l'achat.

■ Les multiples actuels de ces Blue chips intègrent la baisse de l'activité en 2020 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques.







Rédigé le 30/09/2021

## Secteur bancaire

### ■ Une capacité de résilience prouvée

#### Points clés

- Une collecte dynamique, en 2020, impulsée par la politique monétaire non conventionnelle de la Banque Centrale, et ce malgré la morosité ambiante et les mesures fiscales prises par le Gouvernement, ciblant les dépôts à terme. Au même volet de l'activité d'intermédiation, nous notons une bonne orientation de l'activité du crédit, en 2020, soutenue par la bonne collecte, le relâchement de la politique de refinancement de la Banque Centrale, les mesures de relance de l'économie prises par le Gouvernement et l'assouplissement de la réglementation prudentielle, notamment, en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire.
- Une importante baisse de régime au niveau du PNB, en 2020, générée par le ralentissement de l'activité économique en relation avec la crise de la Covid-19 et les mesures mises en oeuvre par les pouvoirs publics et la Banque Centrale pour soulager les entreprises et les ménages.
- Une résistance au niveau de la qualité du portefeuille favorisée par le moratoire d'échéances décrété par la Banque Centrale en 2020 et une flambée du coût du risque en lien avec l'impact de l'entrée en vigueur de la circulaire n° 2021-01 relative aux provisions collectives, ainsi qu'une aggravation anticipée des impayés et des entrées en défaut impactée par la crise sanitaire de la Covid-19. La hausse substantielle du coût du risque a plombé la rentabilité des banques, en 2020.
- Une consolidation globale de la solvabilité, en 2020. Cette évolution a profité de la suspension de la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019, décidée par la Banque Centrale, en 2020, du niveau appréciable des provisions constituées, de la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées et des levées de dette mezzanine réalisées en 2020.
- Des réalisations contrastées qui s'annoncent pour 2021 avec: 1) une bonne tenue de la collecte impulsée par la poursuite de la politique monétaire non conventionnelle et les efforts soutenus par les banques pour capter des ressources, 2) un ralentissement au niveau de la production des crédits en raison de la résurgence des tensions sur la liquidité bancaire, depuis le mois de Juillet dernier, 3) l'occurrence d'une croissance de rattrapage au niveau du PNB en raison, notamment, de la récupération du manque à gagner en termes de commissions générés par la levée de la gratuité de certains services bancaires, depuis Juin 2020, et la reprise de l'activité économique et 4) un sursaut au niveau des bénéfices même sous l'hypothèse pessimiste d'un coût du risque aussi élevé qu'en 2020 en pourcentage du PNB.
- Une correction boursière exagérée depuis l'éclatement de la crise sanitaire en Tunisie (-11,1%) 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 une poursuite du rattrapage boursier d'ici la fin de l'année. Cette crise conjuguée aux chantiers de la transition vers les normes de Bâle III et de la migration vers les normes IFRS est susceptible de creuser davantage les disparités entre les banques, alimentant un mouvement de « *Flight to Quality* ».

#### Le secteur bancaire coté en chiffres<sup>(1)</sup>

- 12 banques cotées
- Une capitalisation boursière de 8,2 milliards de dinars soit 35% de la capitalisation du marché
- 72 milliards de dinars de dépôts
- 74 milliards de dinars d'encours de crédits
- 5,0 milliards de dinars de PNB
- 956 milliard de dinars de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de 32%
- 21% des échanges annuels du marché

#### Ratios boursiers<sup>(2)</sup>

- PER 2021e : 6,9x
- P/B ajusté 2021e<sup>(3)</sup> : 0,7x
- Yield 2021e : 6,2%
- ROE 2020 : 10,9%
- Performance 2021 : +8,4%

(1) Données au 31 Décembre 2020.

(2) Données au 30 Septembre 2021.

(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.

## I - Etat des lieux 2020 et perspectives 2021

### 1) Les dépôts

■ Malgré un contexte économique morose marqué par la crise de la Covid-19, l'activité de collecte a fait preuve de résilience. Les banques cotées ont cumulé sur l'année dernière une croissance des dépôts de 9,3% à 72,4 milliards de dinars ; un rythme légèrement supérieur à celui de l'année 2019. Les efforts de collecte ont été concentrés sur les dépôts à vue (+17,7% à 27,5 milliards de dinars) et sur les dépôts d'épargne +13,3% à 22,4 milliards de dinars). Force est de constater que le secteur coté a subi une décollecte sur les dépôts à terme (-2,5% à 22,5 milliards de dinars). Ce constat résulte de la politique de désengagement des ressources chères initiée par certaines banques et par les

mesures fiscales prises par le Gouvernement ciblant les dépôts à terme (plafonnement des rémunérations des dépôts à terme à TMM+1%, depuis Avril 2020, et hausse du taux de retenue à la source libératoire de 20% à 35% sur lesdits dépôts, depuis Juin 2020) qui ont incité la clientèle à migrer des placements à terme vers l'épargne. En 2020, le poids moyen des dépôts à terme dans la collecte du secteur coté a régressé de 3,8 points de pourcentage à 31,1%, égalisant presque la contribution des dépôts d'épargne (30,9%).

■ La double baisse du taux directeur par la BCT survenue en 2020 (abaissement de 100pb en Mars et de 50pb en Octobre) et la baisse de la proportion des dépôts à terme dans la collecte ont permis de soulager le coût des ressources des banques. Selon

nos estimations, le coût moyen apparent des ressources du secteur s'est déprécié de 60pb à 4,9% à fin 2020; une baisse moins prononcée que celle du TMM (une baisse moyenne de 88pb sur 2020).

■ Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leurs dépôts ce qui constitue une performance en soi dans ce contexte pandémique.

■ La meilleure performance de l'année est revenue à **Wifack International Bank**. L'unique banque islamique de la cote a vu son encours des dépôts s'envoler de 38,1% à seulement 487,1MDt. Malgré cette bonne performance, le management estime que le jeune âge de la banque (lancement effectif de l'activité en 2017) présente une difficulté de création de son noyau dur des dépôts (principalement les dépôts à vue et Tawfir du marché Retail) qui se construisent progressivement moyennent les petits dépôts, conjugué avec la complexité de pénétration du marché avec la concurrence acharnée sur les dépôts.

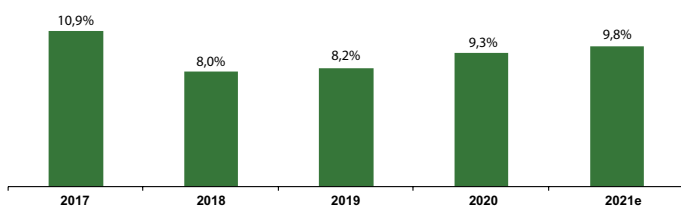
■ La **STB** avance à grands pas dans sa stratégie de relance commerciale. Les chiffres de 2020 ont nettement dépassé nos attentes : une croissance des dépôts de 14,5% à 8,4 milliards de dinars soit un dépassement de 17,5% par rapport aux projections du management. La collecte de la banque publique a surtout été tirée par les dépôts à vue (+34,9% à 2,4 milliards de dinars). A noter que la banque étatique dispose d'un matelas confortable de dépôts d'épargne (de 3,3 milliards de dinars à fin 2020), représentant 40% de son encours de dépôts, soit la proportion la plus élevée à l'échelle du secteur.

■ 2020 a été un bon cru pour l'**ATB**. L'arrivée d'une nouvelle équipe managériale en 2019 a sans doute insufflé une nouvelle dynamique commerciale à la banque. La filiale du Groupe Arab Bank a terminé l'année sur une croissance de ses dépôts de 13,9% à près de 6 milliards de dinars. Ce qui est le plus interpellant dans les chiffres de la banque, c'est la progression importante des dépôts à vue : +23,6% à 2,1 milliards de dinars. Ceci étant, la physionomie de la collecte de l'**ATB** reste dominée par les dépôts à terme (2,6 milliards de dinars, soit 43,5% de la collecte), pénalisant ainsi le coût des ressources (de 5,3%, en 2020, selon nos estimations).

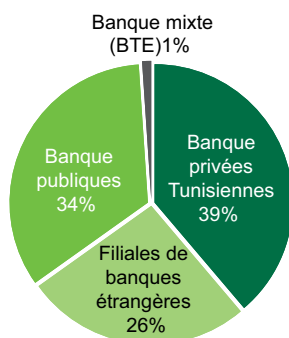
■ La **BIAT** conforte son leadership sur les dépôts en réalisant une progression de 13,8% de son encours de dépôts. En effleurant la barre symbolique de 15 milliards de dinars, la banque creuse davantage l'écart avec son principal concurrent la **BNA** (une part de marché de 20,4% pour la **BIAT** et de 12,1% pour la **BNA**). La banque doit cette position dominante à son réseau d'agences étendu (206 agences) et à sa base de clientèle la plus large du secteur (plus de 940 000 clients à fin 2020). Près de la moitié des ressources de la **BIAT** (49,5%) proviennent des dépôts à vue et lui permettent d'afficher le deuxième coût des ressources le plus faible de la place (un coût estimé de 3,4%, en 2020, contre une moyenne sectorielle de 4,9%).

■ La **BTE** accélère sa croissance au rayon de la collecte. Profitant de l'envolée des dépôts à vue (+45,4% à 306,9MDt), l'encours des dépôts de l'ex-banque de développement s'est apprécié de 13,7% à 767,2MDt. Malgré la baisse du TMM, la décollecte subie

Croissance annuelle des dépôts



Répartition des dépôts du secteur coté en 2020





sur les dépôts à terme (-11,6% à 322,2MDt) et l'augmentation significative des ressources faiblement rémunérées, le coût des ressources de la banque n'a que peu diminué (une baisse de 8pb à 5,7%, en 2020, selon nos estimations). Avec un réseau commercial peu développé, de 29 agences, et des parts de marché qui stagnent à près de 0,7%, l'influence de la **BTE** reste limitée sur le marché.

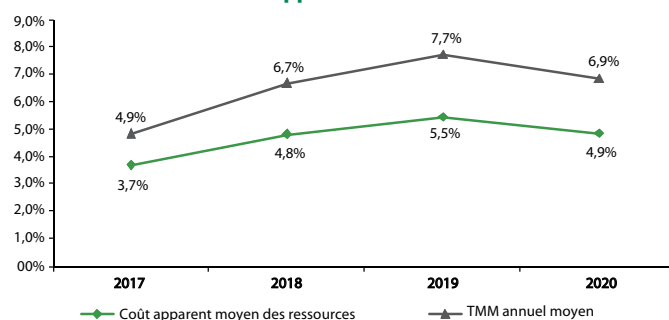
■ **Attijari Bank** a mis le pas sur l'accélérateur en matière de collecte. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a bouclé l'exercice 2020 sur une hausse de son encours des dépôts de 11,6% à près de 8 milliards de dinars. La force commerciale de la banque et l'étendue de son réseau d'agences (204 agences) lui valent d'afficher une proportion élevée de dépôts à vue (46,5% au 31 Décembre 2020) et de maîtriser le coût des

ressources (un coût apparent des ressources estimé à 3,8% en 2020, contre une moyenne de 5,0% pour la concurrence cotée).

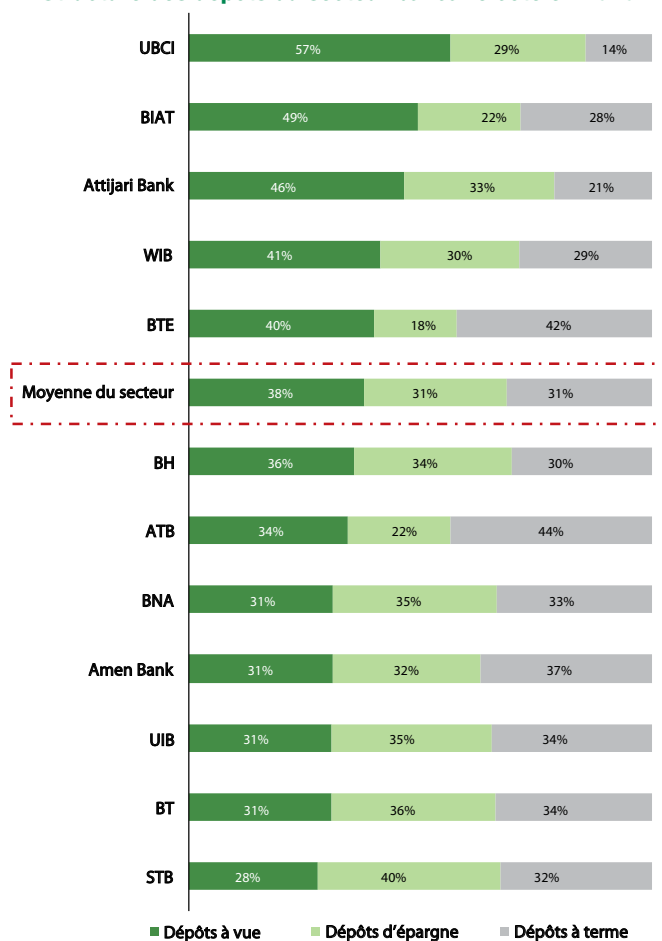
■ Les indicateurs d'activité du **premier semestre de l'année 2021** sont bien orientés du côté des dépôts: une progression de 3,2% depuis le début de l'année. L'évolution de la collecte s'annonce prometteuse sur l'année pleine. L'avancement de la campagne de vaccination, l'occurrence d'une croissance économique de rattrapage en 2021, la poursuite de la politique monétaire non conventionnelle menée par l'institut d'émission et les efforts soutenus par les banques pour capter des ressources devraient stimuler un retour de l'épargne dans le circuit bancaire. Nous tablons sur une croissance de l'encours de dépôts du secteur bancaire coté de 9,8% à 79,4 milliards de dinars, en 2021.

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2020	Variation 2019-2020	Part de marché 2020	Encours des dépôts 2021e	Variation 2020-2021e
BIAT	14 787	+13,8%	20,4%	17 005	+15,0%
BNA	8 778	+2,8%	12,1%	9 533	+8,6%
STB	8 442	+14,5%	11,7%	9 067	+7,4%
Attijari Bank	7 972	+11,6%	11,0%	8 849	+11,0%
BH	7 234	+5,2%	10,0%	7 939	+9,7%
ATB	5 970	+13,9%	8,2%	6 328	+6,0%
Amen Bank	5 861	+5,4%	8,1%	6 301	+7,5%
UIB	5 133	+3,2%	7,1%	5 266	+2,6%
BT	4 301	+6,8%	5,9%	4 709	+9,5%
UBCI	2 644	+8,2%	3,7%	2 974	+12,5%
BTE	767	+13,7%	1,1%	874	+13,9%
WIB	487	+38,1%	0,7%	593	+21,7%
<b>Secteur bancaire coté</b>	<b>72 376</b>	<b>+9,3%</b>		<b>79 437</b>	<b>+9,8%</b>
<i>Dont secteur public</i>	<i>24 455</i>	<i>+7,3%</i>	<i>33,8%</i>	<i>26 538</i>	<i>+8,5%</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>47 155</i>	<i>+10,3%</i>	<i>65,2%</i>	<i>52 025</i>	<i>+10,3%</i>

Evolution du TMM annuel moyen et du coût apparent des ressources



Structure des dépôts du secteur bancaire coté en 2020

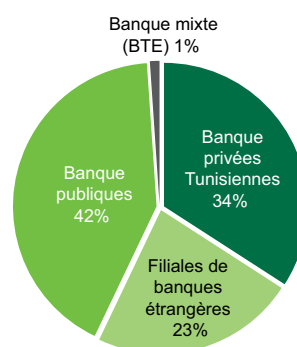


### 2) Les crédits

■ A l'image de la collecte, l'activité du crédit a repris du poil de la bête en 2020. La bonne collecte, le relâchement de la politique de refinancement de la BCT\*, les mesures de relance de l'économie prises\*\* par le Gouvernement et l'assouplissement de la réglementation prudentielle notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire\*\*\* ont dynamisé la production des banques cotées. Le secteur a terminé l'année sur une progression du volume de ses engagements de 7,7% à 73,7 milliards de dinars.

■ L'accélération de la distribution du crédit par les banques, en 2020, est un constat qui a été corroboré par la note de conjoncture de la BCT de Février 2020. En effet, selon l'institut d'émission, le rythme de progression des crédits à l'économie s'est affermi en 2020, pour atteindre +6,9% en G.A, après +3,7% en Décembre 2019. Cette évolution a été tirée par l'accélération des crédits aux particuliers (+5,9% en G.A contre +0,4% en Décembre 2019) qui a concerné, à la fois, les crédits au logement (+4,0%) et les crédits à la consommation (+7,6%). Les crédits aux professionnels ont, également, été dynamiques en

### Répartition des crédits du secteur coté en 2020



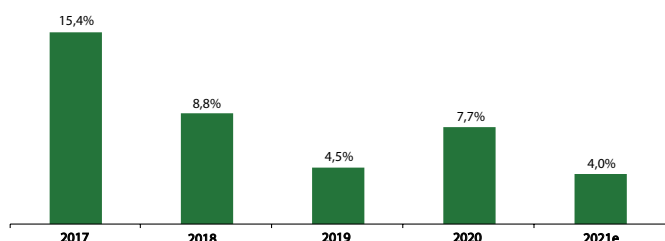
2020. Ces derniers ont évolué de +7,2% en G.A, contre +4,9% une année auparavant.

■ Force est de constater que ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur (+9,6% à 30,8 milliards de dinars) en 2020. Le secteur privé a, quant à lui, vu son encours des crédits augmenter de 6,4% à 42,1 milliards de dinars.

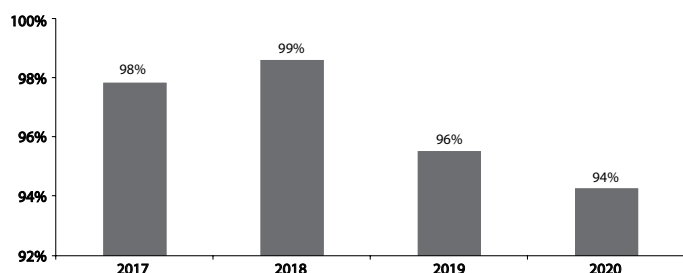
■ Toutes les banques de la cote ont enregistré des progressions au

niveau de leur encours des crédits, hormis l'**UBCI** dont le volume des engagements a baissé de 2,8% à 2,5 milliards de dinars. Au vu de la conjoncture difficile et de la raréfaction des bonnes signatures, la banque semble jouer la carte de la prudence pour préserver sa qualité du portefeuille. L'**UBCI** a changé de tour de table en Mars 2021 avec l'entrée du Groupe CARTE dans le capital à hauteur de 39%.

### Croissance annuelle des crédits



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



Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2020	Variation 2019-2020	Part de marché 2020	Encours des crédits 2021e	Variation 2020-2021e
BNA	11 925	+14,2%	16,2%	12 354	+3,6%
BIAT	11 341	+9,2%	15,4%	11 851	+4,5%
BH	9 832	+1,4%	13,3%	10 300	+4,8%
STB	9 080	+13,8%	12,3%	9 534	+5,0%
Amen Bank	6 003	+4,8%	8,1%	6 243	+4,0%
Attijari Bank	5 979	+4,8%	8,1%	6 159	+3,0%
UIB	5 833	+6,1%	7,9%	6 025	+3,3%
ATB	5 121	+6,2%	6,9%	5 203	+1,6%
BT	4 828	+8,4%	6,5%	4 987	+3,3%
UBCI	2 499	-2,8%	3,4%	2 471	-1,1%
BTE	796	+7,0%	1,1%	876	+10,0%
WIB	483	+20,2%	0,7%	660	+36,8%
<b>Secteur bancaire coté</b>	<b>73 720</b>	<b>+7,7%</b>		<b>76 665</b>	<b>+4,0%</b>
<i>Dont secteur public</i>	<i>30 837</i>	<i>+9,6%</i>	<i>41,8%</i>	<i>32 189</i>	<i>+4,4%</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>42 087</i>	<i>+6,4%</i>	<i>57,1%</i>	<i>43 600</i>	<i>+3,6%</i>

\* L'élargissement de l'éventail des actifs éligibles au refinancement selon la circulaire BCT n°2020-10.

\*\* 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.

\*\*\* La BCT autorise, désormais, les banques à déduire le cumul des tombées des crédits reportés pour les entreprises (circulaires BCT n°2020-6, n°2020-19 et n°2020-21) et les particuliers (circulaires BCT n°2020-7 et n°2020-8) ainsi que les financements exceptionnels prévus par la circulaire BCT n°2020-12 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.



Ratios de transformation	Ratio de transformation global			Ratio de transformation réglementaire (2020)
	31/12/19	31/12/20	Variation 2019-2020	
Attijari Bank	77,9%	73,8%	▼	88,0%
BIAT	78,6%	75,0%	▼	94,5%
ATB	87,1%	79,3%	▼	108,9%
Amen Bank	89,0%	87,9%	▼	104,1%
UBCI	95,1%	88,7%	▼	NC
WIB	103,0%	91,2%	▼	NC
BTE	96,0%	91,6%	▼	115,6%
BT	97,7%	101,2%	▲	108,9%
STB	103,8%	103,1%	▼	117,9%
UIB	101,8%	105,9%	▲	115,0%
BH	114,8%	109,6%	▼	120,7%
BNA	114,0%	126,4%	▲	NC
Secteur bancaire coté	95,5%	94,3%	▼	-
Dont secteur public	111,2%	113,3%	▲	-
Dont secteur privé	86,9%	84,0%	▼	-

■ Valorisant l'**UBCI** à 470MDt, la transaction de cession a été enregistrée à la bourse le 16 Mars 2021. Elle s'inscrit dans le prolongement d'une coopération plus que quarantenaire entre l'**UBCI** et les activités d'assurance de son nouvel actionnaire de référence. A l'issue de cette transaction, le Groupe français BNP Paribas conserve une participation minoritaire de 11% dans le capital de l'**UBCI**. L'assemblée générale ordinaire du 27 Avril 2021 de la banque a approuvé la nomination de nouveaux administrateurs. Il a été décidé par, ailleurs, de nommer M. Hassine DOGHRI au poste de Président du Conseil d'Administration et M. Mohamed KOUBAA en qualité de Directeur Général.

■ Avec une progression des dépôts et des ressources spéciales (+9,2%) supérieure à celle des crédits, le secteur a enregistré

une légère détente au niveau de son ratio de transformation global\*. Ce dernier a baissé de 1,3 points de pourcentage, en 2020, à 94,3%. Les banques publiques maintiennent, en moyenne, un ratio de transformation en hausse et supérieur à leur pairs privés (+2,1 points de pourcentage à 113,3% pour le secteur public, au 31 Décembre 2020, contre un ratio en baisse de 2,9 points de taux à 84% pour le secteur privé).

■ Favorisée par la levée de fonds propres opérée durant l'été 2019 (168MDt), l'activité du crédit continue à avoir le vent en poupe pour la **BNA** qui s'est offert la deuxième meilleure performance du secteur, en 2020, après **Wifak Bank**. Le volume des engagements de la banque étatique s'est engraisé de 14,2%, effleurant 12 milliards de dinars. Cette performance a valu à la **BNA** de se maintenir en tête des

pourvoyeurs de crédits en Tunisie avec une part de marché de 16,2% dans le secteur bancaire coté. Mais cette croissance a un prix: un ratio de transformation global en progression de 12,4 points de taux à 126,4%, soit le niveau le plus élevé à l'échelle du secteur coté.

■ L'activité de crédit confirme sa bonne tenue pour la cinquième année de suite pour la **STB**. La banque étatique a enregistré une des meilleures progressions du secteur : +13,8% à 9,1 milliards de dinars. Ce rythme de croissance lui a valu de se maintenir à la 4<sup>ème</sup> place dans le palmarès des crédits (avec une part de marché qui se consolide à 12,3%). La croissance relevée traduit l'effort de la banque en matière de soutien des acteurs économiques dont l'activité a fortement souffert des retombées de la crise liée à la pandémie Covid-19. Outre le report des échéances des crédits accordé au profit des particuliers et des professionnels, la banque a financé à hauteur de 438MDt, certains clients pour leur permettre de surmonter cette crise par la mise en place de crédits «Covid» à des conditions assez favorables.

■ La **BIAT**, deuxième pourvoyeur de crédits en Tunisie, a affiché un sursaut de 9,2% à 11,3 milliards de dinars au niveau de ses engagements, rompant ainsi avec la baisse affichée en 2019. En dépit du retour à la croissance au niveau des crédits, la banque a vu son ratio de transformation réglementaire reculer de 14,2 points de pourcentage à 94,5%, gardant ainsi une marge flexibilité de 25,5 points de pourcentage par rapport à la limite réglementaire de 120%. Partant de ce constat, la **BIAT** pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années.

■ A un rythme plus soutenu que la collecte, le volume des engagements de la **BT** a enregistré une progression de 8,4% à 4,8 milliards de dinars. Malgré la bonne orientation de l'activité du crédit, le ratio de transformation réglementaire a poursuivi son trend baissier, passant de 110,6%, à fin 2019, à 108,9%, au terme de l'exercice 2020. Au cours de l'exercice 2020, la **BT** a poursuivi son programme de réorganisation de ses fonctions et structures pour les rendre plus efficaces et se préparer à la réalisation des objectifs de développement envisagés au cours des prochains exercices. La **BT** a engagé une réflexion sur la stratégie de développement à adopter par la banque pour assurer sa croissance et atteindre une part de marché plus significative. Cette réflexion est en cours et la banque se fait assister par son actionnaire de référence (le Groupe CIC) et un cabinet d'expertise externe.

■ La production du secteur a nettement perdu de sa vigueur au cours de la première moitié de 2021. L'encours des crédits des banques cotées a affiché une reprise timide de 0,4% à 74 milliards de dinars. La résurgence des tensions sur la liquidité bancaire, depuis le mois de Juillet dernier, ne plaide pas en faveur d'une reprise de la distribution des crédits sur toute l'année 2021 aussi vigoureuse qu'en 2020. Le niveau global de refinancement peut en témoigner: il a atteint 10,5 milliards de dinar (30/9/2021) après avoir connu un apaisement au mois de Juin avec un total encours de près de 7 milliards de dinar. Nous estimons que le secteur bancaire coté devrait réaliser une croissance de son encours des crédits de 4,0% à 76,7 milliards de dinars, sur l'année pleine 2021.

\* Le ratio de transformation global nous sert de «benchmark» pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire. Faute d'informations suffisantes sur la composition des dépôts et des ressources spéciales au 31 Décembre 2020, notre ratio de transformation global inclut les dépôts en devises, les emprunts obligataires et les emprunts sur le marché monétaire. Ce faisant, le ratio de transformation réglementaire devrait être plus élevé pour le secteur coté.

### 3) Le produit net bancaire

L'année 2020 a été marquée par une importante baisse du régime au niveau du PNB. Nos banques cotées ont affiché une croissance timide de leurs revenus de 1,3% à près de 5 milliards de dinars, contre une augmentation moyenne de 16,6% sur la période 2016-2019. Cette performance a profité d'une croissance de rattrapage sur le quatrième trimestre (contre une baisse cumulée du PNB de 2,3% sur les neuf premiers mois de 2020).

Globalement, la crise de la Covid-19, le grippage de l'activité économique et les mesures mises en oeuvre par les pouvoirs publics et la BCT pour soulager les entreprises et les ménages\* ont pénalisé la génération de PNB.

C'est la marge d'intérêt (+1,3% à 2,8 milliards de dinars) et les commissions (+3,2% à 1,1 milliard de dinars) qui ont sauvé l'année. Quant aux autres revenus, ils ont affiché une évolution négative, en 2020, glissant de 0,1% à 1,2 milliard de dinars.

Récolant les fruits de leur programme de relance commerciale, les banques publiques ont affiché une meilleure vigueur comparativement à leurs consoeurs privées. Le secteur public a surperformé le secteur privé dans toutes les catégories de revenus (voir graphique ci-dessous).

**L'ATB** a enregistré une évolution vigoureuse de son PNB. L'orientation vers une politique commerciale plus réactive s'est nettement fait ressentir sur la

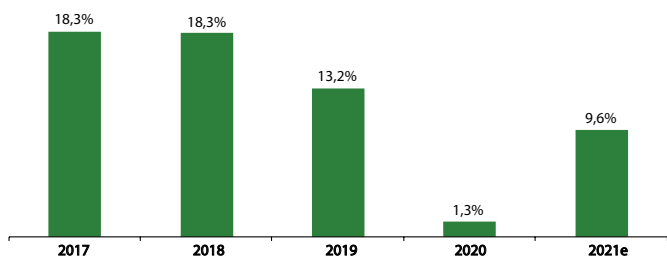
génération de revenus chez la banque. La filiale du Groupe Arab Bank a tiré profit de l'envolée de la marge d'intérêt (+29,4% à 114,8MDt) et d'une bonne croissance des commissions (+12,3% à 58,2MDt). L'effet prix de la baisse des taux survenue à deux reprises en 2020 a été contrebalancé par l'effet volume de l'augmentation des crédits. Par ailleurs, la banque a enregistré pour la troisième année de suite une baisse au niveau des autres revenus (-10% à 89MDt), confirmant sa volonté de réduire son exposition à l'activité de placement en bons du Trésor autrefois dominante dans le PNB.

La **BNA** s'est bien défendue en 2020 du côté de la génération du PNB. Ses revenus se sont accrus de 5,4% à 689,9MDt. Cette

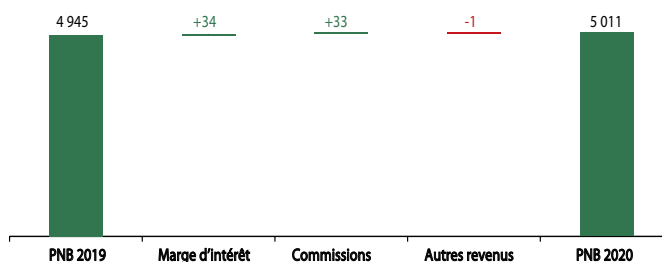
performance a été alimentée par les commissions (+15,0% à 141,9MDt) et dans une moindre mesure par la marge d'intérêt (+4,9% à 426,1MDt). Elle trouve son origine dans la bonne orientation des crédits qui a annihilé l'effet restrictif de la baisse des taux et dans un probable relèvement des tarifs, conformément au plan de restructuration de la banque. Avec une contribution de 61,8% dans le PNB, la marge d'intérêt demeure le principal centre de profit de la banque ce qui l'expose aux variations des taux d'intérêt.

Grâce à sa politique commerciale plus dynamique, la **STB** a enregistré une performance appréciable au niveau de son PNB. Les revenus de la banque étatique ont grimpé de 4,1% à 625,7MDt lui conférant, ainsi, de préserver

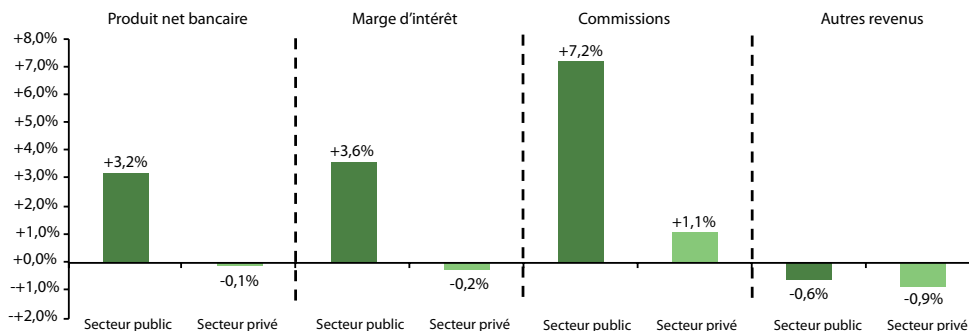
Evolution annuelle du produit net bancaire



Décomposition de la croissance du PNB en 2020 (en MDt)



Performances comparées du secteur public Vs secteur privé



\* Les deux baisses successives du taux directeur de 100pb en Mars et de 50pb en Octobre 2020, les mesures relatives à la tarification et la gratuité de certains services (circulaire BCT n°2020-05 qui a été abrogée par la circulaire BCT n°2020-15) et le moratoire d'échéances.



sa place sur le podium des banques les plus performantes. La banque a réussi à surperformer le secteur toutes catégories de revenus confondues. Mais, ce qui nous interpelle le plus, c'est la croissance spectaculaire des commissions (+11,9% à 113,2MDt). Cette catégorie de revenus a gagné du terrain dans le PNB de la **STB**, représentant, désormais, une part de 18,1%.

■ A l'image du secteur, la croissance du PNB a nettement ralenti la cadence, en 2020, pour la **BT**. Les revenus de la banque ont évolué de +3,4% à 373,4MDt, contre une progression de 10,2% au terme de l'exercice 2019. Ce sont les «autres revenus» (qui comprennent les revenus du portefeuille) qui ont tiré vers le haut la croissance du PNB. Cette catégorie de revenus s'est hissée

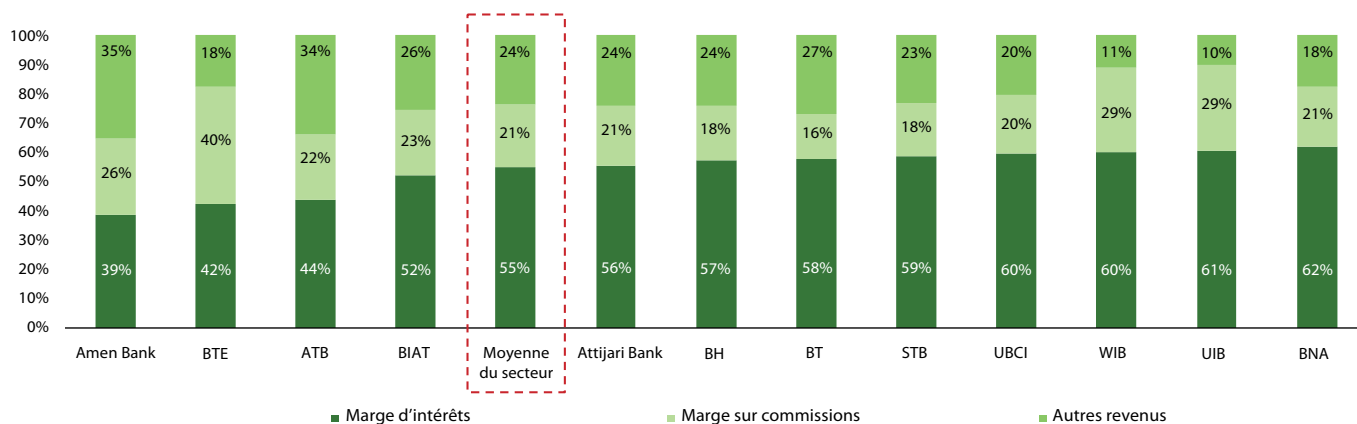
de 15,6% à 99,8MDt. Les autres sources de PNB ont quasiment marqué le pas sur l'année (une marge d'intérêt en baisse de 0,9% à 215,6MDt et des commissions en légère hausse de 1,4% à 58MDt). Signalons également la faible contribution des commissions aux revenus (15,5% dans le PNB à fin 2020). Cette source de PNB représente un levier de croissance potentiel pour la banque si elle

ambitionne de s'aligner sur ses consœurs cotées (une proportion moyenne de 21,9% pour la concurrence cotée).

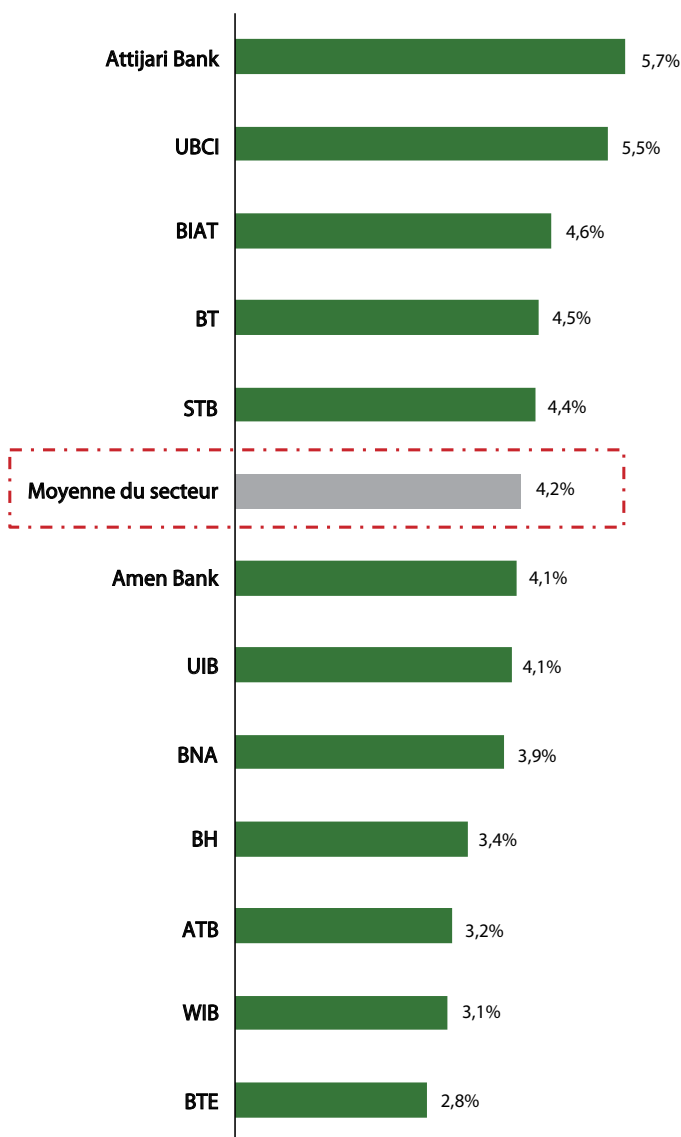
■ Le bilan de l'année 2020 a été globalement satisfaisant pour la **BH** sur le front du PNB, au vu de l'énormité des défis auxquels ont été confrontées les banques l'année dernière. Le leader des crédits logement a cumulé un

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2020	Variation 2019-2020	Commissions 2020	Variation 2019-2020	Autres revenus 2020	Variation 2019-2020	PNB 2020	Variation 2019-2020	Part de marché 2020	PNB 2021e	Variation 2020-2021e
BIAT	489	-9,1%	212	+6,6%	240	+8,9%	941	-1,7%	18,8%	1 012	+7,5%
BNA	426	+4,9%	142	+15,0%	122	-2,1%	690	+5,4%	13,8%	819	+18,7%
STB	368	+1,4%	113	+11,9%	145	+5,5%	626	+4,1%	12,5%	667	+6,5%
BH	290	+6,5%	94	-5,4%	123	+1,3%	507	+2,8%	10,1%	559	+10,2%
Attijari Bank	271	+7,7%	100	-9,7%	117	-3,9%	488	+0,8%	9,7%	514	+5,4%
UIB	244	-1,1%	116	-6,3%	42	-13,8%	402	-4,1%	8,0%	440	+9,3%
Amen Bank	155	+0,3%	104	+5,2%	142	-6,5%	400	-1,0%	8,0%	459	+14,6%
BT	216	-0,9%	58	+1,4%	100	+15,6%	373	+3,4%	7,5%	384	+2,9%
ATB	115	+29,4%	58	+12,3%	89	-10,0%	262	+9,4%	5,2%	262	+0,1%
UBCI	144	-0,9%	49	-5,0%	49	-16,5%	241	-5,3%	4,8%	256	+6,1%
BTE	21	-15,7%	19	+1,9%	9	-9,6%	49	-8,3%	1,0%	72	+47,6%
WIB	19	+35,2%	9	+56,4%	3	+45,4%	32	+41,8%	0,6%	48	+50,3%
Secteur bancaire coté	2 758	+1,3%	1 074	+3,2%	1 180	-0,1%	5 011	+1,3%		5 492	9,6%

Structure du PNB du secteur bancaire en 2020



## Spread d'intérêt apparent moyen par banque (2020)



PNB de 506,8MDt, en hausse de 2,8%, par rapport à 2019. N'eût été la mauvaise orientation des commissions (-5,4% à 93,6MDt), cette évolution aurait été bien plus prononcée. Dans le cadre de sa récente émission obligataire subordonnée (de Septembre dernier), la banque publique a dévoilé un nouveau business plan, tablant sur une croissance moyenne du PNB de 8,4% sur la période 2020-2025.

- Le premier semestre de l'année en cours a été porteur pour le secteur bancaire coté. Les revenus agrégés du secteur ont bondi de 12,1%, en glissement annuel, à 2,7 milliards de dinars. Cette performance est due à la récupération du manque à gagner en termes des commissions - suite à la levée des mesures relatives à la tarification instituées par la BCT pour soulager les entreprises et les ménages des effets de la crise de la Covid-19 (voir circulaire BCT n°2020- 05 qui a été abrogée par la circulaire BCT n°2020 -15) et à la bonne dynamique de l'activité de placement en bons du Trésor.

- Les commissions se sont, en effet, envolées de 22,8%, en glissement annuel, à 586,2MDt et les autres

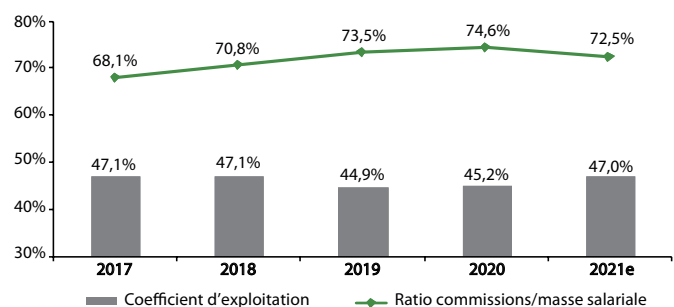
revenus ont bondi de 25%, en glissement annuel, à 743,3MDt, à fin Juin 2021. La marge d'intérêt a, quant à elle, légèrement augmenté de 2,3% à 1,3 milliards de dinars, malgré la léthargie observée sur l'activité du crédit. Ce constat laisse entrevoir une amélioration du spread de crédit pour la majorité des banques de la cote.

- Nous pensons que cette tendance devrait se prolonger sur l'année pleine 2021 et anticipons une progression moyenne du PNB agrégé du secteur de 9,6% à 5,5 milliards de dinars.

### 4) La productivité

- En 2020, la productivité a affiché deux tendances contrastées à l'échelle du secteur. Grâce à la maîtrise de la masse salariale (+1,7% à 1,4 milliard de dinars) et à la bonne tenue des commissions (+3,2% à 1,1 milliard de dinars), les banques ont affiché une amélioration du ratio de couverture des frais de personnel par les commissions (+1,1 point de taux à 74,6% à fin 2020). Cependant, le secteur a subi une légère dégradation de son coefficient d'exploitation (+0,3 point de pourcentage à 45,2%).

### Evolution des indicateurs de productivité du secteur coté







Et pour cause, une croissance des frais généraux (+1,9% à 2,3 milliards de dinars) supérieure à celle du PNB (+1,3% à 5 milliards de dinars).

■ 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 ci-contre).

■ **BT** (un coefficient d'exploitation de 30,4%, à fin 2020), **BH** (un coefficient d'exploitation de 38,5%) et **STB** (un coefficient d'exploitation de 39,6%) forment le trio de tête des banques les plus productives de la place en termes de coefficient d'exploitation. Les trois banques font preuve de rigueur, malgré: 1) l'environnement inflationniste 2) le climat social tendu, 3) une politique de

rémunération attractive pour la **BT** (adoption de la politique d'intéressement pour les salariés) et 4) les surcoûts de la relance commerciale et de l'extension du réseau sur les dernières années pour la **BH** (ouverture de sept agences, sur la période 2017-2020) et la **STB** (ouverture de neuf agences, sur la même période).

■ La majors privés du secteur: **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 43,4%, à fin 2020), **Amen Bank** (un coefficient d'exploitation de 41,5%, à fin 2020), **Attijari Bank** (un coefficient d'exploitation de 47,7%, à fin 2020) et **UIB** (un coefficient d'exploitation de 50,3% à fin 2020), ont subi une dégradation de leur coefficient d'exploitation, en 2020, mais maintiennent des ratios de couverture de la masse salariale par les commissions supérieurs à 60%.

■ A l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les banques les moins productives de la

place, **Wifak Bank**, **BTE**, **ATB** et **UBCI**. Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour la **WIB** du fait des investissements importants du démarrage, la sous-productivité est une carence de longue date pour la **BTE**, l'**ATB** et l'**UBCI**. Elle devrait être au centre des préoccupations du futur reprenneur de la **BTE**, du nouveau management de l'**ATB** et

du nouvel actionnaire de référence de l'**UBCI**.

■ Malgré la bonne tenue des commissions et du PNB, nous anticipons une dégradation des indicateurs de la productivité pour le secteur coté en 2021 en raison, principalement, de l'élargissement des frais du personnel.

Chiffres de 2020	Secteur public	Secteur privé
Coefficient d'exploitation	40,2%	47,4%
Commissions/salaires	71,8%	76,3%
PNB/agence (en MDt)*	4,3	3,0
Employés/agence	12,1	8,9

\* Excepté Wifak Bank (pour le secteur privé) dont le nombre d'agences et l'effectif sont inconnus au 31 Décembre 2020.

« La majorité des banques cotées a affiché une dégradation de son coefficient d'exploitation en 2020 »

Indicateurs de productivité	Coefficient d'exploitation				Commissions/masse salariale				Nombre d'agence (2020)	Effectif (2020)
	2019	2020	Variation	2021e	2019	2020	Variation	2021e		
BT	31,7%	30,4%	▼	32,7%	76,4%	79,0%	▲	77,6%	126	1 049
BH	41,4%	38,5%	▼	39,9%	74,0%	75,1%	▲	79,5%	147	1 688
STB	39,0%	39,6%	▲	43,5%	67,2%	72,1%	▲	76,4%	149	1 894
Amen Bank	39,3%	41,5%	▲	40,3%	89,8%	89,4%	▼	90,5%	160	1 170
BNA	44,3%	41,9%	▼	39,2%	58,0%	69,4%	▲	76,3%	184	2 203
BIAT	41,7%	43,4%	▲	43,7%	93,7%	97,5%	▲	95,5%	206	1 913
Attijari Bank	45,5%	47,7%	▲	57,0%	78,8%	65,1%	▼	59,9%	204	1 736
UIB	45,5%	50,3%	▲	58,1%	94,0%	81,1%	▼	72,1%	147	1 486
UBCI	61,8%	63,0%	▲	69,0%	49,6%	49,6%	≈	46,1%	103	1 122
ATB	74,0%	69,7%	▼	70,5%	51,2%	55,3%	▲	59,5%	136	1 393
BTE	76,8%	87,4%	▲	68,3%	70,1%	66,3%	▼	73,9%	29	NC
WIB	144,0%	96,2%	▼	79,8%	32,4%	50,0%	▲	61,9%	NC	NC
<b>Secteur bancaire coté</b>	<b>44,9%</b>	<b>45,2%</b>	<b>▲</b>	<b>47,0%</b>	<b>73,5%</b>	<b>74,6%</b>	<b>▲</b>	<b>72,5%</b>	<b>1 591</b>	<b>15 654</b>



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

Et pour cause, l'application de l'accord de la place, signé le 26 Juillet 2021, prévoyant l'augmentation salariale (+5,3% au titre de l'exercice 2020 et de 6,7% au titre de l'exercice 2021) et la modification de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite à 12 mois au lieu de 6 mois. Au vu des réalisations au 30 Juin 2021 du secteur bancaire coté, nous anticipons une progression de la masse salariale sectorielle de 16,2% à 1,7 milliards de dinars et une augmentation des frais généraux de 14,1% à 2,6 milliards de dinars. Par conséquent, sur l'année pleine 2021, nous prévoyons un coefficient d'exploitation sectoriel de 47% (en hausse de 1,9 points de pourcentage par rapport à 2020). Le ratio de couverture des frais de personnel par les commissions devrait, quant à lui, se situer à 72,5%, en retrait de 2 points de pourcentage par rapport à 2020.

## 5) La qualité du portefeuille

Le secteur bancaire coté a tant bien que mal sauvegardé sa qualité du portefeuille malgré le contexte économique morose qui a prévalu en 2020 et les dégâts de la crise de la Covid-19. Selon nos estimations, le taux des créances classées moyen s'est maintenu à 11,9%. Le taux de couverture moyen estimé s'est, quant à lui, légèrement amélioré pour se situer à 69,5%, s'approchant, ainsi, du seuil recommandé par la BCT (de 70%).

Au même volet des risques, le secteur a accusé une flambée de son coût net du risque. Les dotations aux provisions sur les créances constatées en 2020, se sont envolées de 62,3% à 1,1 milliards de dinars. Ce constat est en lien avec l'impact de l'entrée en vigueur de la circulaire n°2021-01 relative aux provisions collectives, ainsi qu'une aggravation anticipée des impayés et des entrées en défaut impactée par la crise sanitaire de la Covid-19.

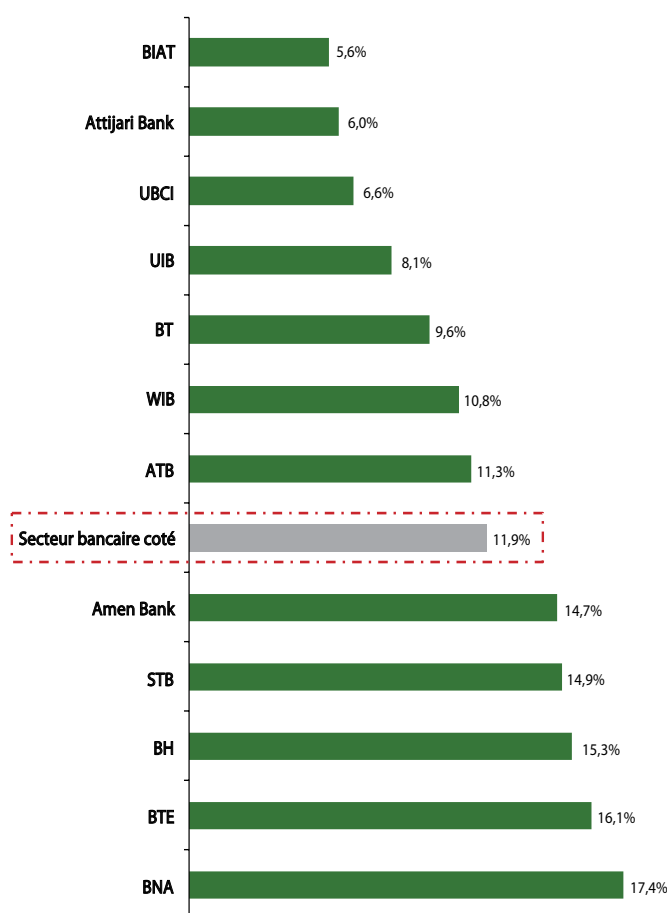
En 2020, le secteur coté a constaté des provisions collectives additionnelles de 274,5MDt pour couvrir les risques latents et les engagements courants et les engagements nécessitant un suivi particulier au sens de la circulaire de la BCT n°91-24.

L'instauration du moratoire d'échéances\* par la BCT qui masque les défauts de paiement des entreprises et des ménages, la bonne tenue de l'activité du crédit qui a exercé un effet dilutif sur le taux des créances classées et l'exigence supplémentaire de provisionnement au titre des provisions collectives expliquent la résistance manifestée par les banques cotées au niveau de leur qualité du portefeuille.

Les banques publiques se positionnent moins favorablement par rapport à leurs consœurs privées au rayon du taux des créances classées. Cependant, elles s'alignent au secteur privé du côté du taux de couverture (voir tableau ci-dessous).

UBCI et Attijari Bank 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.

Taux des créances classées par banque (en 2020)



Chiffres de 2020	Secteur public	Secteur privé
Taux de créances classées moyens estimés	15,9%	8,8%
Taux de couverture moyens estimés	69,8%	69,7%

\* Il s'agit du report tombées des crédits accordées aux professionnels, aux entreprises et aux ménages pour une durée allant de 3 mois à 19 mois jusqu'à Septembre 2021 et la révision de leur tableau d'amortissement, selon les circulaires BCT n°2020-06, n°2020-07, n°2020-08, n°2020-19 et n°2020-21.



■ La **BIAT** continue à récolter les fruits de sa politique de crédit rigoureuse. Le taux des créances classées est revenu à 5,6%, en 2020, contre 6,4% à fin 2019, et reste à la pointe du secteur. La banque a, également, affiché une amélioration de son ratio de couverture des créances classées, augmentant de 6,6 points de taux à 65,2%. Vu le niveau maîtrisé du taux des créances classées, les efforts de couverture supplémentaires à consentir par la banque pour renouer avec le taux de couverture recommandé par la BCT (de 70%) devraient être limités dans le temps. Selon nous, ils correspondent à une enveloppe de provisions additionnelle de 38,3MDt, toutes choses étant égales par ailleurs, soit 12,3% des bénéfices de 2020.

■ Les autres majors du secteur privé comme l'**Amen Bank** et la **BT** ont vu leur qualité des actifs quasiment stagné sur l'année 2020, malgré le ralentissement de l'activité économique et la dégradation de la qualité des créanciers. Les deux banques continuent, néanmoins, à afficher un taux de couverture des créances classées inférieur à la moyenne sectorielle. Elles devraient sacrifier une partie de leur bénéfice pour renouer avec le taux de couverture recommandé par la BCT.

■ 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 concilier des efforts de provisionnement supplémentaires pour couvrir convenablement ses créances classées, les deux autres banques publiques affichent doré et déjà des taux de couverture supérieurs à 70%, en 2020. Nous pensons que pour la **BNA**, toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 2,6 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins deux années de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de provisionnement de 70%. La banque se caractérise, également, par sa forte exposition aux entreprises publiques. Les engagements des entreprises étatiques envers la **BNA** totalisent, en effet, 4,3 milliards de dinars, à fin 2020 (soit 29% de l'encours des crédits de la banque). Ils sont constitués à hauteur de 77% des engagements de l'Office des Céréales et sont refinancés auprès de la BCT à hauteur de 1,5 milliards de dinars. Il est à noter que les garanties de l'Etat reçues par la banque en couverture des risques de contrepartie sur les engagements des entreprises publiques totalisent 2,7 milliards de dinars, à fin 2020.

■ Nos banques cotées ont accusé une hausse sensible du coût du risque sur la première moitié de 2021. Elles ont constaté des dotations aux provisions sur les créances de 479,5MDt, en augmentation de 20,3% par rapport au premier semestre de 2020.

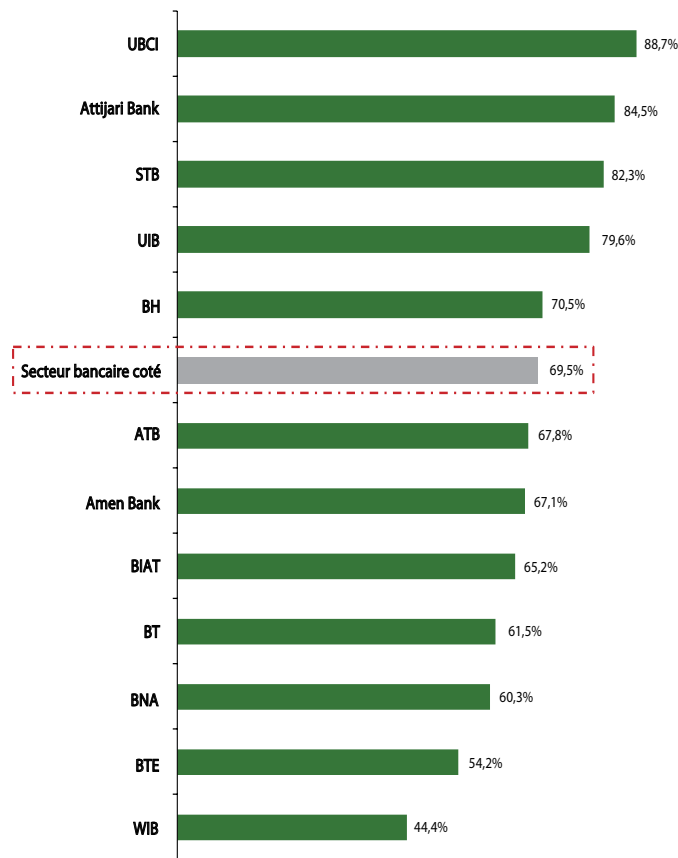
■ Sur l'année pleine 2021, nous nous attendons à une dégradation de la qualité du portefeuille des banques avec une poursuite de la flambée du coût du risque. Certes, nous n'avons pas de visibilité sur une possible reconduction de la

circulaire BCT n°2021-01 relative aux provisions collectives en 2021, mais la levée du moratoire d'échéances au profit des entreprises en Septembre 2021 (circulaire BCT n°2020-21) qui masquait les défauts de paiement des entreprises, devrait révéler la qualité du portefeuille réelle de chaque banque.

Celles qui sont exposées aux secteurs du tourisme, de l'immobilier, du BTP et des entreprises publiques seront les plus affectées par la dégradation de la qualité du portefeuille. En moyenne, nous anticipons un accroissement du coût du risque de 10,4% (soit +113,9MDt) à 1,2 milliards de dinars en 2021.

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

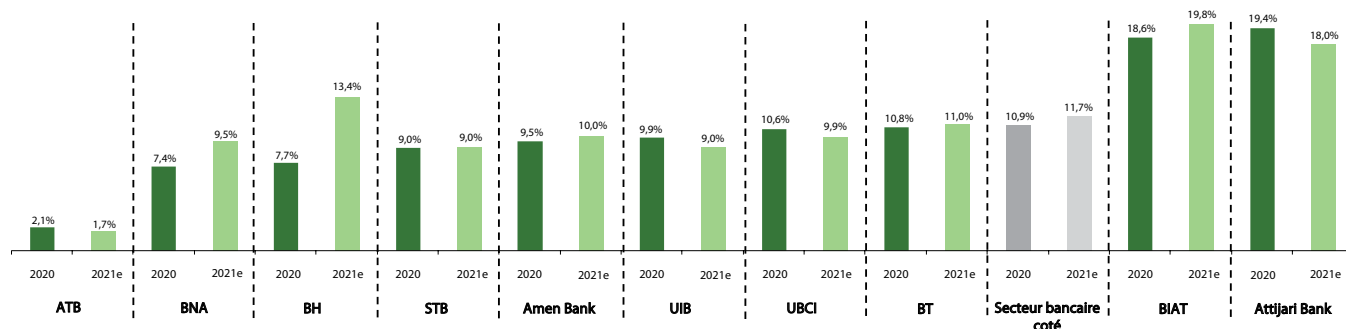
**Taux de couverture des créances classées par banque (en 2020)**



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

## ROE part du groupe par banque\* (2020 et 2021e)



\* Hormis BTE et WIB dont le ROE est négatif en 2020 et en 2021 (selon nos estimations).

### 6) La rentabilité

■ 2020 a été un exercice éprouvant au rayon de la rentabilité pour le secteur coté. Sur les douze banques cotées, une seule banque a réussi à réaliser une croissance bénéficiaire, en 2020. Il s'agit de l'**ATB**.

■ Les résultats nets des banques ont subi un effet ciseau entre le ralentissement sensible de la génération du PNB, la progression des frais généraux et la flambée du coût du risque. Les bénéfices

des banques ont, également, été plombés par les dons au fonds 1818 pour la lutte contre le Coronavirus.

■ Nos banques cotées ont dû verser des dons de 97,9MDt sur l'année écoulée. La masse bénéficiaire du secteur coté s'est rétractée de 30,7% à 951,8MDt. Au niveau consolidé, les réalisations du secteur ont été tout aussi décevantes.

■ Outre la mauvaise orientation des résultats nets des sociétés mères, les bénéfices nets part du groupe ont été tirés vers le bas par les contreperformances des filiales, se ressentant des effets de la crise de la Covid-19. Le résultat net part du groupe agrégé du secteur a diminué de 32,7% à 955,5MDt. En 2020, le ROE consolidé du secteur a diminué de 7,8 points de pourcentage, pour se situer à 10,9%; un niveau en ligne avec nos prévisions.

■ **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 des ROE respectifs de 19,4% et de 18,6%.

■ Les autres banques du secteur privé: **BT**, **UBCI**, **UIB** et **Amen Bank** ont vu leur rentabilité financière se dégrader en 2020, mais elles ont réussi à se maintenir

« **Attijari Bank et BIAT continuent à montrer l'exemple au niveau de la rentabilité des fonds propres** »

Chiffres en MDt	Résultat individuel					Résultat net part du groupe				
	2019	2020	Variation 2019-2020	2021e	Variation 2020-2021e	2019	2020	Variation 2019-2020	2021e	Variation 2020-2021e
Amen Bank	145,2	99,7	-31,3%	119,6	+20,0%	146,6	98,4	-32,8%	107,8	+9,5%
ATB	6,3	8,2	+30,1%	5,1	-37,8%	8,8	12,5	+41,3%	10,4	-16,5%
Attijari Bank	174,2	131,7	-24,4%	126,2	-4,2%	176,9	140,1	-20,8%	135,1	-3,5%
BH	141,6	72,9	-48,5%	132,8	+82,1%	138,8	73,1	-47,4%	133,6	+82,9%
BIAT	333,0	281,8	-15,4%	319,4	+13,3%	344,8	277,5	-19,5%	315,3	+13,6%
BNA	123,4	102,3	-17,1%	142,1	+39,0%	131,0	107,6	-17,9%	146,9	+36,5%
BT	135,3	102,3	-24,4%	105,4	+3,1%	139,7	94,4	-32,4%	98,1	+3,9%
BTE	5,9	-17,2	-	-6,4	-	4,3	-18,3	-	-7,5	-
STB	157,3	72,2	-54,1%	82,9	+14,8%	178,7	68,4	-61,7%	79,3	+16,0%
UBCI	57,5	42,1	-26,7%	41,6	-1,3%	57,4	42,5	-26,0%	42,0	-1,2%
UIB	117,1	61,6	-47,4%	59,4	-3,5%	116,3	65,2	-44,0%	63,2	-3,0%
WIB	-23,0	-5,9	-	-0,6	-	-22,9	-5,8	-	-0,5	-
Secteur bancaire coté	1 373,8	951,8	-30,7%	1 127,5	+18,5%	1 420,4	955,5	-32,7%	1 123,7	+17,6%
Secteur public	422,4	247,4	-41,4%	357,8	+44,6%	448,5	249,1	-44,5%	359,9	+44,5%
Secteur privé	945,5	721,6	-23,7%	776,1	+7,6%	967,6	724,7	-25,1%	771,3	+6,4%



au milieu du tableau du secteur bancaire coté.

- Les trois banques publiques de la cote (**STB**, **BH** et **BNA**) ont été à la traîne du secteur en 2020, en termes de ROE, en dépit des bienfaits des programmes de restructuration et de relance commerciale suivis sur les dernières années. En effet, elles ont subi une hausse importante du coût du risque (une augmentation des provisions sur les créances de 264,1MDt en une seule année), plombant leur rentabilité.

- L'évolution de la rentabilité s'annonce mitigée pour le secteur bancaire coté en 2021. D'une part, la profitabilité serait lésée par l'augmentation attendue du coût du risque et par la dégradation de la productivité et d'autre part, la rentabilité devrait bénéficier de la non-réurrence des dons au fonds 1818 pour la lutte contre le Coronavirus déboursés en 2020.

- Tenant compte des réalisations au 30 Juin 2021 (une croissance des bénéfices agrégés du secteur bancaire de 21,6% à 553,3MDt) et dans un scénario pessimiste d'un coût du risque en hausse de 10,4% à 1,2 milliards de dinars, en 2021, pour l'ensemble du secteur, nous tablons sur une croissance moyenne de la masse bénéficiaire des banques cotées de 18,5% à 1,1 milliards de dinars. Sous la même hypothèse d'un coût du risque élevé (23% du PNB du secteur, en 2021), nous anticipons la réalisation d'une croissance de 17,6% à 1,1 milliards de dinars au niveau du résultat net part du groupe agrégé du secteur. En corollaire, le ROE consolidé du secteur estimé en 2021 devrait augmenter de 0,8 point de pourcentage pour atteindre 11,7%.

## 7) La solvabilité

- Le secteur bancaire coté a affiché une résistance globale au niveau de sa solvabilité malgré l'absence d'augmentations de capital sur l'année et l'accélération de la cadence de la distribution du crédit affichée en 2020. En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables :

- Le renforcement de la capacité bénéficiaire et la suspension de la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019, conformément à la décision de la BCT du 1er Avril 2020 (note de la BCT n°2020-17) pour renforcer la capacité de résilience du système bancaire face au choc de la Covid-19,

- Le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées,

- Le renforcement des ressources stables du secteur en raison de la réalisation de sept émissions obligataires subordonnées pour une enveloppe globale de 558,2MDt (dont 508,2MDt émis sans appel public à l'épargne).

- 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 2020, une évolution positive pour le secteur (voir tableau dans la page suivante).

- La consolidation de la solvabilité affichée sur les dernières années a valu au secteur de renouer avec la distribution des dividendes au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT, accordée

Ratio de solvabilité globale	2019	2020	Variation 2019-2020
<b>BNA</b>	18,2%	19,8%	▲
<b>Amen Bank</b>	15,5%	16,4%	▲
<b>BT</b>	16,8%	15,8%	▼
<b>BIAT</b>	12,2%	13,3%	▲
<b>Attijari Bank</b>	14,2%	13,2%	▼
<b>UBCI</b>	11,8%	12,7%	▲
<b>UIB</b>	12,4%	12,6%	▲
<b>STB</b>	12,6%	12,5%	▼
<b>ATB</b>	10,5%	12,5%	▲
<b>BH</b>	11,1%	11,8%	▲
<b>BTE</b>	13,3%	11,5%	▼
<b>WIB</b>	NC	NC	-

aux banques et aux établissements financiers dans la note n°2021-08\*.

- En 2021, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe de dividendes de 528,9MDt, soit un payout moyen de 22,7%.

- En 2020, toutes les banques cotées (hormis la **WIB** dont le ratio de solvabilité global, au 31 Décembre 2020, n'est pas communiqué) affichent un ratio de solvabilité global supérieur à l'exigence réglementaire de 10%.

- L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 (pour un montant de 338MDt dont une levée de 168MDt) et le renforcement de la capacité bénéficiaire ont sensiblement consolidé la solvabilité de la **BNA** en 2020. Les ratios de solvabilité globale et Tier 1 ressortent respectivement à 19,8% et à 15,4%, soit des niveaux historiquement élevés pour la banque, qui correspondent approximativement au double de l'exigence réglementaire. La **BNA** dispose, ainsi, d'une bonne marge de manoeuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête des parts de marché dans les

prochaines années. Notons que la banque étatique a renoué en 2021 avec la distribution des dividendes après plusieurs années blanches pour ses actionnaires.

- Amen Bank** a atteint, depuis 2019, 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 à la stratégie de rationalisation de l'octroi des crédits suivie sur les dernières années a été bénéfique pour les ratios de solvabilité de la banque. Le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité globale se sont respectivement établis à 11,6% et à 16,4%, à fin 2020, contre des minima réglementaires de 7% et de 10%.

- L'ATB** affiche le niveau du levier financier le plus faible du secteur (un ratio de 7,5%, à fin 2020) ce qui atteste du potentiel de croissance latent que recèle la banque, notamment sur l'activité du crédit. Les niveaux de solvabilité inférieurs à la moyenne sectorielle de la banque ne lui ont pas permis de renouer avec la distribution



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

des dividendes en 2020. Afin de se donner les moyens de ses ambitions, regagner en solvabilité et redoubler en agressivité commerciale, la banque a décidé d'opérer une augmentation de son capital social de 70MDt, adoptée par l'Assemblée Générale Extraordinaire du 28 Avril 2021. Cette injection de fonds propres sera réalisée dans les trois prochaines années.

■ Nous nous attendons à ce que les banques maintiennent leur solvabilité à ses niveaux de 2020 malgré la levée de la suspension de la distribution des dividendes en 2021, et ce pour trois principales raisons:

- La solide croissance bénéficiaire escomptée en 2021,

- Le ralentissement attendu de la production des crédits,

- Le retour de l'épargne vers le marché obligataire et la reprise de la demande pour le papier frais sur le marché obligataire en matière d'émissions de dette mezzanine.

## II - Modèle de Scoring

■ Etant donné 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.

Chiffres individuels en MDt	Fonds propres avant affectation			Levier financier (Fonds propres/ total actifs)		
	2019	2020	Variation	2019	2020	Variation
Amen Bank	1 014,5	1 114,0	+9,8%	11,3%	12,1%	▲
ATB	545,8	554,0	+1,5%	7,6%	7,5%	▼
Attijari Bank	720,3	852,1	+18,3%	7,7%	8,8%	▲
BH	981,1	1 054,6	+7,5%	8,0%	8,6%	▲
BIAT	1 471,6	1 753,9	+19,2%	9,0%	9,8%	▲
BNA	1 522,9	1 626,2	+6,8%	11,7%	11,3%	▼
BT	918,4	1 020,7	+11,1%	15,2%	16,2%	▲
BTE	137,0	119,9	-12,5%	12,1%	10,0%	▼
STB	1 027,9	1 100,1	+7,0%	9,1%	9,0%	▼
UBCI	387,5	429,6	+10,9%	10,9%	12,4%	▲
UIB	623,5	685,2	+9,9%	9,9%	10,6%	▲
WIB	158,5	153,1	-3,4%	25,1%	18,5%	▼
<b>Secteur bancaire coté</b>	<b>9 508,9</b>	<b>10 463,3</b>	<b>+10,0%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,3%</b>	<b>▲</b>
<i>Dont secteur public</i>	<i>3 531,9</i>	<i>3 780,9</i>	<i>+7,0%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>≈</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>5 840,0</i>	<i>6 562,5</i>	<i>+12,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>▲</i>

■ Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

- La part de marché «dépôts» à fin Décembre 2020,

- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2018-2020,

- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2020.

### 2) Le Produit Net Bancaire (2020)

■ Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB les plus favorables à la hausse 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».

■ Nous préférons, également, les banques avec la plus forte

	Dividendes distribués, en 2021, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020		Payout moyen (2019-2020)
	En MDt	Dividende par action en Dt	
Amen Bank	56,9	2,150	23%
ATB	-	-	0%
Attijari Bank	110,0	2,700	36%
BH	28,6	0,600	13%
BIAT	178,5	5,000	29%
BNA	32,0	0,500	14%
BT	78,8	0,350	33%
BTE	-	-	0%
STB	-	-	0%
UBCI	20,0	1,000	20%
UIB	24,2	0,700	14%
WIB	-	-	0%
<b>Secteur bancaire coté</b>	<b>528,9</b>	<b>-</b>	<b>22,7%</b>
<i>Secteur public</i>	<i>60,6</i>	<i>-</i>	<i>9,0%</i>
<i>Secteur privé</i>	<i>468,4</i>	<i>-</i>	<i>28,1%</i>



exposition aux commissions, pour profiter pleinement de l'effet de rattrapage des commissions qui sera affichée en 2021 et qui est créé par la levée des mesures de tarification en vertu de la circulaire BCT n°2020-15.

### 3) La productivité (2020)

- 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 (2020)

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

### 5) La rentabilité des fonds propres (estimations de 2021)

- Elle est mesurée par le ROE net part du groupe pour chaque banque.

### 6) La solvabilité (2020)

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

### 7) Le ratio du levier (2020)

- Le ratio du levier représente une mesure non pondérée de la solvabilité bancaire. Bien qu'aucune exigence réglementaire n'ait été encore 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.

### 8) Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2021)

- Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividende. 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

## Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31 décembre 2020 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Arbitrage Activité du placement / Activité du crédit (Stock de bons de Trésor / Encours des crédits)	Produit Net Bancaire										
	Part de marché dépôts		Croissance moyenne des crédits sur la période 2018-2020		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		Capacité génératrice de commissions		
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang		Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur
1) Attijari Bank	11%	4	5%	5	88%	1	13%	9	56%	8	3,8%	3	5,7%	1	46%	3	21%	8
2) BIAT	20%	1	3%	10	95%	2	14%	10	52%	9	3,4%	2	4,6%	3	49%	2	23%	5
3) UIB	7%	8	5%	6	115%	6	3%	3	61%	2	4,6%	4	4,1%	7	31%	10	29%	2
4) BNA	12%	2	13%	1	NC	10	8%	4	62%	1	6,0%	12	3,9%	8	31%	8	21%	7
5) UBCI	4%	10	-5%	12	NC	10	0%	1	60%	4	3,2%	1	5,5%	2	57%	1	20%	9
6) BH	10%	5	4%	9	121%	9	13%	7	57%	7	5,6%	9	3,4%	9	36%	6	18%	10
7) Amen Bank	8%	7	1%	11	104%	3	19%	12	39%	12	5,7%	11	4,1%	6	31%	9	26%	4
9) STB	12%	3	13%	2	118%	8	13%	8	59%	5	4,8%	6	4,4%	5	28%	12	18%	11
8) BT	6%	9	4%	8	109%	4	12%	6	58%	6	4,8%	5	4,5%	4	31%	11	16%	12
10) ATB	8%	6	11%	3	109%	5	16%	11	44%	10	5,3%	8	3,2%	10	34%	7	22%	6
11) WIB	1%	12	10%	4	NC	10	0%	1	60%	3	5,3%	7	3,1%	11	41%	4	29%	3
12) BTE	1%	11	4%	7	116%	7	8%	5	42%	11	5,7%	10	2,8%	12	40%	5	40%	1
Moyenne sectorielle	-	-	6%	-	-	-	12%	-	55%	-	4,9%	-	4,2%	-	38%	-	21%	-

\* Données au 30 Septembre 2021.

### Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31 Décembre 2020 (sauf indication contraire)	Productivité				Qualité du portefeuille				ROE part du groupe 2021e		Ratio de solvabilité globale		Ratio du levier		Ratios de valorisation						Liquidité boursière: Taux de rotation moyen sur la période 2020-T3 2021		Score final
	Coefficient d'exploitation		Ratio commissions /masse salariale		Taux des créances classées		Taux de couverture								P/B ajusté 2021e*		P/E 2021e*		Yield 2021e*				
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	
1) ATTIJARI BANK	48%	7	65%	9	6,0%	2	84,5%	2	18%	2	13,2%	5	9%	3	1,3	10	9,3	8	6,9%	3	24%	3	164
2) BIAT	43%	6	98%	1	5,6%	1	65,2%	8	20%	1	13,3%	4	10%	5	1,2	9	6,9	5	8,0%	2	4%	11	163
3) UIB	50%	8	81%	3	8,1%	4	79,6%	4	9%	9	12,6%	7	11%	7	0,7	7	8,7	6	4,3%	7	23%	4	146
4) BNA	42%	5	69%	7	17,4%	12	60,3%	10	10%	7	19,8%	1	11%	8	0,3	2	3,2	1	14,3%	1	8%	8	142
5) UBCI	63%	9	50%	12	6,6%	3	88,7%	1	10%	6	12,7%	6	12%	10	0,8	8	9,3	7	5,0%	6	148%	1	138
6) BH	39%	2	75%	5	15,3%	10	70,5%	5	13%	3	11,8%	10	9%	2	0,4	4	3,4	2	5,9%	5	9%	6	135
7) AMEN BANK	41%	4	89%	2	14,7%	8	67,1%	7	10%	5	16,4%	2	12%	9	0,5	6	5,0	3	6,5%	4	20%	5	130
9) STB	40%	3	72%	6	14,9%	9	82,3%	3	9%	8	12,5%	8	9%	4	0,3	3	5,4	4	0,0%	10	7%	9	130
8) BT	30%	1	79%	4	9,6%	5	61,5%	9	11%	4	15,8%	3	16%	11	1,4	11	13,1	9	4,2%	8	4%	12	118
10) ATB	70%	10	55%	10	11,3%	7	67,8%	6	2%	10	12,5%	9	7%	1	0,5	5	22,0	10	3,0%	9	9%	7	110
11) WIB	96%	12	50%	11	10,8%	6	44,4%	12	Négatif	11	N.C	12	19%	12	1,6	12	N.S**	11	0,0%	10	90%	2	87
12) BTE	87%	11	66%	8	16,1%	11	54,2%	11	Négatif	12	11,5%	11	10%	6	0,2	1	N.S**	12	0,0%	10	6%	10	85
Moyenne sectorielle	45%	-	75%	-	11,9%	-	69,5%	-	12%	-	-	-	10%	-	-	6,9	-	6,2%	-	9%	-	-	129

\* Données au 30 Septembre 2021.

\*\* Non significatif.

incluent, de surcroît, la dotation de l'Etat à la **STB** (117MDt).

### 9) La liquidité boursière (sur la période 2020-Septembre 2021)

■ 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 flottant du capital social).

### III - Valorisation 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 aux retentissements de la crise de la Covid-19, à l'assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre réglementaire. Ces banques sont aussi les plus outillées pour la transition vers les normes de Bâle III et la migration vers les normes IFRS. Avec des fondamentaux qui se distinguent nettement de la concurrence, **Attijari Bank**, **BIAT** et **UIB** 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 **BNA**, l'**UBCI**, la **BH** et l'**Amen Bank**.

**3) Les valeurs sous-surveillance:** Nous suivrons de plus près les titres **STB**, **BT** 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 non atteinte attendue du seuil de rentabilité nous incitent à la prudence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs.



Valeur	Capitalisation (en MDJ)	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation	
<b>ATTIJARI BANK</b>	1 300	9,3	1,3	6,9%	+24%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité.</li> <li>- Une référence en matière de réactivité commerciale: une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place.</li> <li>- Une capacité de résilience prouvée: la banque la plus rentable et la plus liquide (selon le ratio de transformation réglementaire) du secteur coté.</li> <li>- 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 après l'UBCI.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un coefficient d'exploitation (47,7%, à fin 2020) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions (de 65,1% en 2020) qui se comparent défavorablement par rapport aux majors du secteur.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 3<sup>ème</sup> capitalisation du secteur derrière la BIAT et BT Attijari Bank a affiché, depuis le début de l'année, un joli parcours boursier. Le titre a salué l'autorisation conditionnée par la BCI aux banques pour distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 et l'annonce d'un dividende de 2,700Dt par action.</li> <li>- Malgré son évolution depuis le début de l'année, l'action traite à une valorisation attractive qui sous-estime les qualités fondamentales d'Attijari Bank et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés.</li> <li>- La liquidité élevée de la banque (un ratio de transformation réglementaire de 88%, à fin 2020, le plus faible du secteur coté) et sa bonne qualité du portefeuille lui donnent une marge de manoeuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires, la monnaie ambiante, et le durcissement du cadre réglementaire.</li> <li>- Prisé par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, Attijari Bank est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté. Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.</li> </ul>	Recommandation
<b>BIAT</b>	2 238	6,9	1,2	8,0%	+38%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une capacité inégalée 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.</li> <li>- 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.</li> <li>- Une bonne diversification du portefeuille de crédit avec une faible présence sur le secteur du tourisme (5% des engagements).</li> <li>- Le portefeuille de créances parmi les plus sains du secteur avec un taux de créances classées nettement inférieur à la concurrence.</li> <li>- Avec une marge de flexibilité de 25,5 points de pourcentage 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un taux de couverture des créances classées (de 65,2% à fin 2020) inférieur au seuil recommandé par la BCI.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le leadership de la banque sur les dépôts à vue, sa marge de manoeuvre confortable sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation réglementaire sont les armes de la BIAT face aux contraintes de la crise de la Covid-19 qui secouent la sphère économique et financière.</li> <li>- Deuxième plus grande capitalisation du marché actions après la SFBT la BIAT a connu un retournement de tendance favorable en bourse, applaudissant l'annonce d'un dividende alléchant à distribuer en 2021, au titre des exercices 2019 et 2020 et l'annonce du Split de l'action. Malgré son parcours, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation tentants qui intègrent les surcoûts de la crise et l'effort supplémentaire à déployer par le management pour rattraper le retard pris en matière de couverture des créances classées. Vu le niveau maîtrisé des créances classées, les efforts de couverture supplémentaires à consentir par la banque devraient être limités dans le temps.</li> <li>- La crise de la Covid-19, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement du chantier de la migration vers les normes IFRS, devraient générer un mouvement de «Flight To Quality» qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental comme la BIAT.</li> <li>- Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.</li> </ul>	Recommandation



Valeur	Capitalisation (en MDjt)	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation	
<b>UIB</b>	536	8,7	0,7	4,3%	+0,1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un actionariat stable.</li> <li>- Une dynamique commerciale confirmée et une forte capacité génératrice de commissions avec la 2<sup>ème</sup> plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur.</li> <li>- Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur ; meilleure posture pour profiter du contexte de taux haussiers.</li> <li>- Une diversification saine du portefeuille de crédits: le tourisme et l'apromotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours de crédits de la banque (2% des engagements, en 2020).</li> <li>- Une bonne qualité des actifs et une productivité en ligne avec le secteur privé.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une banque de taille moyenne (8<sup>ème</sup> position en termes de dépôts et 7<sup>ème</sup> position en termes de crédits).</li> <li>- Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements).</li> <li>- Un ratio de transformation réglementaire à améliorer.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La banque a déçu pour la troisième année de suite par ses performances boursières.</li> <li>- Sur le papier et en tenant compte des multiples 2021 estimés, la valorisation de l'UIB est historiquement basse. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, l'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise actuelle. Le «taux pas» de 2020 nous semble digéré par le marché. Nous révisons à la hausse notre recommandation sur le titre à «Acheter».</li> </ul>	Recommandation
<b>BNA</b>	491	3,2	0,3	14,3%	-8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2020 un bilan mitigé. Alors que l'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance, la rentabilité a subi les contrecoups de la crise de la Covid-19 en raison de la flambée du coût du risque.</li> <li>- La consolidation de la capacité bénéficiaire sur les années passées grâce notamment au programme de cession d'actifs (des plus values de 331,7MDjt dégagées sur la période 2015-2019) et la recapitalisation réussie de l'année 2019 (une levée de 168MDjt) ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. La BNA jouit aujourd'hui de niveaux de solvabilité presque négatifs sur le marché qui correspondent quasiment au double des minima réglementaires.</li> <li>- 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 inférieure à 15%, en 2020, dans l'encours des engagements).</li> <li>- Une physiologie du PNB dominée par la marge d'intérêt favorable en période de taux haussiers.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Avec un taux de créances classées de 17,4% et un taux de couverture de 60,3%, la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sans produits sur les dernières années (2,7 milliards de dinars distribués sur la période 2018-2020) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deça des attentes. Il découle de ce qui précède, que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture. Toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 2,6 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins deux années de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de provisionnement de 70%.</li> <li>- Une exposition élevée aux entreprises publiques dont des entreprises en difficulté (les entreprises publiques représentent 29% de l'encours des crédits de la banque, en 2020).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le titre BNA a connu depuis le début de l'année un parcours boursier difficile. Le changement managérial qu'a affiché la banque avec le départ à la retraite de l'ancien Directeur Général (départ à la retraite de M. Habib BELHALI GOUIDER en Octobre 2020 et son remplacement par M. Mondher LAKHAL), le retard dans la publication des états financiers de 2020 et la dégradation de la rentabilité sur fond de crise sanitaire ont jeté un froid sur le comportement du titre en bourse. La BNA affiche une valorisation basse compte non tenu des plus values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées (d'une valeur aux livres nette de 184,7MDjt à fin 2020). Nous mettons le titre sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications. Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives.</li> </ul>	Recommandation

\* Données au 30 Septembre 2021.

Valeur	Capitalisation (en MDj)	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités		Points faibles/Menaces		Recommandation
<b>UBCI</b>	400	9,3	0,8	5,0%	+4%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La banque a réussi à imposer sa rigueur comme exemple: un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux de créances classées de 6,6% et «zéro» exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 88,7%).</li> <li>- Une structure des dépôts avantageuse: 56,5% des ressources sont constituées par des dépôts faiblement rémunérés et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur coté (5,5% contre une moyenne sectorielle de 4,2%).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 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.</li> <li>- Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis sur les dernières années, l'UBCI reste la banque la moins productive du secteur privé après la WIB et l'ATB : un coefficient d'exploitation de 63,0% contre une moyenne de 46,1% pour la concurrence privée.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le titre s'est légèrement ressaisi après le flop boursier de 2020. La banque a changé de tour de table en Mars 2021 avec l'entrée du Groupe CARTE dans le capital à hauteur de 39%. Cette opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe de 183,3MDt, valorisant l'UBCI à 470MDt. L'AGO du 27 Avril dernier a décidé de la nomination d'un nouveau Conseil d'Administration, d'un nouveau Président du Conseil d'Administration et d'un nouveau Directeur Général. Nous sommes convaincus que l'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités: 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau et 3) un portefeuille de crédit sain qui permet d'associer une politique commerciale plus dynamique. Attendons de voir les contours de la nouvelle stratégie que le nouveau management compte mettre en oeuvre... 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 : «Conserver avec perspectives positives».</li> </ul>		
<b>BH</b>	486	3,4	0,4	5,9%	+18%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement des ressources humaines).</li> <li>- Une courbe ascendante des résultats (ne tenant pas compte de l'accident de parcours de 2020) qui confirme la capacité de la banque à concilier les objectifs de croissance et de rigueur prudentielle.</li> <li>- Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La banque semble subir les effets «secondaires» de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015: un ratio de transformation réglementaire non conforme à la limite réglementaire et parmi les plus élevés du secteur, et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence.</li> <li>- Une exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP (qui sont respectivement de 15% et de 5%, en 2020) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée de la période post-Covid. Notons, également, que la banque a subi une dégradation de sa qualité des actifs en 2020.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le titre a affiché un réveil boursier en 2021 mettant fin à trois années baissières de suite. Les anticipations d'une reprise de la rentabilité en 2021 et le nouveau business plan publié en marge de l'émission d'un emprunt obligataire subordonné, en Septembre 2021, ont stimulé l'appétit des investisseurs pour le titre. La valorisation de la BH est attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le «Flight to Quality» qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux (exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP, une liquidité encore sous pression et une dégradation récente de la qualité du portefeuille), il y a encore du chemin. Notre recommandation est : «Conserver avec perspectives positives».</li> </ul>		

\* Données au 30 Septembre 2021.





# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

Valeur	Capitalisation (en MDjt)	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation	
<b>Amen Bank</b>	551	5,0	0,5	6,5%	+6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 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 de crédits et désengagement des ressources chères.</li> <li>- La banque jouit d'une structure du PNB parmi les plus équilibrées du secteur.</li> <li>- La productivité reste l'atout majeur d'Amen Bank. La banque affiche un coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (41%, à fin 2020).</li> <li>- Avec un ratio de solvabilité confortable (un ratio de solvabilité globale de 16,4%), Amen Bank est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur.</li> <li>- Un ratio de transformation confortable qui affiche une marge de flexibilité de 15,9 points de pourcentage par rapport à la norme réglementaire.</li> <li>- L'appartenance de la banque au Groupe Amen, un groupe solide et diversifié, lui permet d'alimenter sa croissance.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La qualité du portefeuille demeure le talon d'Achille de la banque. Etant encore exposée aux secteurs de la promotion immobilière et du tourisme (ces deux secteurs représentent, respectivement, une proportion de 9,5% et de 7,5% de l'encours des crédits de la banque, en 2020), la banque pâtit des effets de la crise sur son portefeuille de créances (un taux de créances classées de 14,7%).</li> <li>- Bien qu'en amélioration sur les dernières années, le taux de couverture des créances classées reste inférieur au niveau recommandé par la BCT.</li> <li>- Des concessions sont nécessaires sur les futurs bénéfices pour couvrir convenablement les risques.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sur les deux dernières années, Amen Bank a connu un parcours boursier volatil, en ligne avec le secteur. Après avoir subi le choc de la Covid-19 en 2020 (une contreperformance de -25,7%), le cours du titre a réagi favorablement à l'autorisation conditionnée de la BCT de distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 et à l'annonce d'un dividende alléchant de 2,150DI par action. Les niveaux de valorisation sont facieusement attractifs. Cependant, nous estimons que les multiples de la banque reflètent convenablement ses fondamentaux actuels.</li> <li>- Bien que mitigé, le bilan de l'exercice 2020 nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la crise actuelle. Récolant les fruits de sa stratégie de rééquilibrage du bilan, Amen Bank affiche une meilleure maîtrise du risque de transformation et une courbe décroissante des expositions aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit Amen Bank sera l'atout majeur de la banque en cette passe difficile. Il lui permettrait d'absorber le «choc» de la crise et de réparer rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique. Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives.</li> </ul>	Recommandation
<b>STB</b>	443	5,4	0,3	0%	-15%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La STB continue à récolter les fruits de son programme de restructuration et à rompre progressivement avec son image contre-productive héritée du passé. Elle affiche, désormais, une productivité appréciable et une meilleure maîtrise de ses ratios prudentiels.</li> <li>- Troisième banque de la place en termes de dépôts, la STB profite d'un bon positionnement sur les dépôts d'épargne et affiche la plus grande contribution de cette catégorie de ressources dans la collecte, à l'échelle du secteur, ce qui lui permet de soulager son coût de ressources, d'autoalimenter sa croissance et de se protéger contre la surenchère tarifaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise de la Covid-19:             <ol style="list-style-type: none"> <li>1) une surexposition au secteur du tourisme,</li> <li>2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur: un taux de créances classées de 14,9% couvertes à hauteur de 82,3%.</li> <li>3) une situation critique de certaines filiales comme la BFT et la TFB qui continuent à cumuler les déficits.</li> </ol> </li> <li>- Un ratio de transformation réglementaire tendu et parmi les plus élevés du secteur.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La STB peine à remonter la pente en bourse pour la deuxième année de suite. Sur le papier, la valorisation est intéressante. Cependant, l'exposition élevée au secteur du tourisme constitue un point de vigilance particulier pour nous à l'aune de la crise de la Covid-19. Les retombées de cette crise devraient retarder le chantier de la restructuration. Elles constituent une menace pour l'élan de la banque et pour les priorités de son nouveau management (nomination de M. Mohamed CHOUJKA en tant que nouveau Directeur Général en remplacement de Mme Nejia GHARBI, qui a eu un court passage en tant qu'administrateur délégué après le départ de M. Lotfi DEBBABI en Septembre 2020) nommé en Mars dernier (décollage commercial et assainissement du portefeuille). Notre recommandation est «Conserver».</li> </ul>	Recommandation

\* Données au 30 Septembre 2021.

Valeur	Capitalisation (en MDj)	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités		Points faibles/Menaces		Recommandation
<b>BT</b>	1 334	13,1	1,4	4,2%	-8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 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 des principaux indicateurs d'activité</li> <li>- Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché (adoption de la politique d'intéressement), la BT demeure une véritable référence en terme de productivité.</li> <li>- Une exposition élevée à la marge d'intérêt favorable en périodes de taux haussiers.</li> <li>- Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité globale de 15,8%).</li> <li>- La BT a engagé une réflexion sur la stratégie de développement à adopter par la banque pour assurer sa croissance et atteindre une part de marché plus significative. Cette réflexion est en cours et la banque se fait assister par son actionnaire de référence (le Groupe CIC) et un cabinet d'expertise externe. L'aboutissement de cette réflexion devrait se faire ressentir sur le positionnement commercial de la banque et ses parts de marché sur le moyen terme.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 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 deuxième plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur après Amen Bank.</li> <li>- Une augmentation de capital, portant sur une levée de 70MDT, sera réalisée sur les trois prochaines années. Elle devrait permettre à la banque de financer son programme de restructuration organisationnelle et commerciale, de renforcer sa solvabilité, de restaurer ses ratios prudentiels et de redoubler en agressivité commerciale.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une banque de taille moyenne, classées 9<sup>ème</sup> dans le palmarès des dépôts et des crédits.</li> <li>- Une dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années qui affectera les bénéfices futurs</li> <li>- Un réseau nettement développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 147 pour l'UIB et 160 pour Amen Bank).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les investisseurs ont été confortés par la clôture, au début de l'année 2020, à hauteur de 77% de l'augmentation de capital de Carthage Cement, cimenterie publique en difficulté pour laquelle la BT constitue la principale banque créancière. Malgré la revalorisation de l'activité de la cimenterie, l'amélioration de sa situation financière, la signature d'un accord de réchelolement de ses crédits avec le système bancaire et l'autorisation conditionnée accordée par la BCT aux banques pour distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020, le cours de l'action BT peine à décoller.</li> <li>- Le titre traite à des multiples supérieurs à la moyenne sectorielle. Cependant, cette valorisation intègre les avantages comparatifs de la banque et sa perception en tant que référence en matière de productivité et de rigueur par les investisseurs. Nous recommandons de conserver le titre.</li> </ul>	
<b>ATB</b>	232	22,0	0,5	3,0%	-19%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 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 deuxième plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur après Amen Bank.</li> <li>- Une augmentation de capital, portant sur une levée de 70MDT, sera réalisée sur les trois prochaines années. Elle devrait permettre à la banque de financer son programme de restructuration organisationnelle et commerciale, de renforcer sa solvabilité, de restaurer ses ratios prudentiels et de redoubler en agressivité commerciale.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une banque positionnée en milieu de tableau (6<sup>ème</sup> de position en terme de dépôts et 8<sup>ème</sup> rang en terme de crédits).</li> <li>- Une rentabilité des fonds propres et une productivité en deçà des standards du secteur privé.</li> <li>- Une dégradation de la qualité du portefeuille depuis 2014.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'ATB a connu sur les dernières années un parcours boursier versatile. Le rallement boursier insufflé par le changement managérial intervenu courant l'année 2019 (une performance de 13%) a été de courte durée pour l'ATB. Les pressions vendeuses suivant l'éclatement de la crise de la Covid-19 en 2020 ont malmené l'action (une contreperformance de -30% en 2020). N'ayant pas encore recouvert sa capacité à distribuer des dividendes, l'ATB n'a pas profité de l'effet d'entraînement suscité par la levée de l'interdiction des banques de distribuer des dividendes par la BCT en 2020 et au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020. Théoriquement, la valorisation mérite le détour, mais elle reflète convenablement les fondamentaux actuels de la banque en termes de productivité, de qualité du portefeuille et de coût des ressources. La réussite de la prochaine recapitalisation enverra un signal fort au marché sur l'appétit des investisseurs pour le titre. Valeur à suivre donc. <b>Notre recommandation est: «Conserver».</b></li> </ul>		



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES/NOVEMBRE 2021

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation	
<b>WIB</b>	219	n.s**	1,6	0%	+12%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté.</li> <li>- 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.</li> <li>- L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier du crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance.</li> <li>- 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le lancement de l'activité coïncide avec un contexte contraignant marqué en berne.</li> <li>- La rareté des financements islamiques potentielle des banques conventionnelles autorisées par la nouvelle loi bancaire de 2016 à créer des fenêtres islamiques.</li> <li>- Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité.</li> <li>- 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le titre a changé de trajectoire en bourse cette année, virant au vert. Avec une capitalisation de 219MDt, la valorisation est chère comparativement à la moyenne sectorielle.</li> <li>- 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.</li> <li>- 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. <b>Notre recommandation est: «Alléger»</b></li> </ul>	<b>Hold</b>
<b>BTE (ADP)</b>	6	n.s**	0,2	0%	-20%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence.</li> <li>- La BTE affiche la plus forte contribution de commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (39,9% pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 21,4% en 2020).</li> <li>- Un niveau de solvabilité «correct» (1,5% en 2020) qui constitue un frein pour une stratégie de croissance plus dynamique.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché en termes de dépôts d'à peine 1,1%.</li> <li>- Une taille réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 119,9MDt).</li> <li>- Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation de 87,4%).</li> <li>- La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 16,1% couvertes à hauteur de 54,2% en 2020). Le coût du risque (23,2MDt, soit 47,5% du PNB en 2020), absorbe une majeure partie de la rentabilité.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Devenue action ordinaire (depuis 2016) après deux exercices successifs de non distribution de dividendes, la BTE poursuit sa déroute en bourse. Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs et qui entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation bradée mais le déficit qui s'annonce en 2021 ne rassure pas le marché. <b>Nous recommandons d'alléger l'exposition au titre.</b></li> </ul>	<b>Sell</b>
<b>Secteur bancaire coté</b>	8 236	6,9	0,7	6,2%	+8%				

\*\* Non significatif  
\* Données au 30 Septembre 2021.

## Secteur de la concession automobile

### Solide, mais accablé par le régime des quotas

#### Points clés

- Boudés par les investisseurs, les titres des concessionnaires automobiles cotés ont été peu échangés en 2020 (excepté UADH). La pandémie Covid-19, entraînant un arrêt de l'activité pour 2 mois et impactant les ventes des concessionnaires courant le premier semestre, ne pourrait expliquer qu'en partie le désintérêt des investisseurs. En effet, le secteur souffre, d'ores et déjà, de plusieurs maux. Face à la détérioration de la conjoncture économique du pays post-révolution, le secteur a dû subir, de plein fouet, l'affaissement de la monnaie locale, la dégradation du pouvoir d'achat du Tunisien, ainsi qu'un cadre réglementaire et fiscal restrictif prônant la limitation volontaire des quotas, la hausse des taxes à la consommation et de l'impôt sur les sociétés du secteur.
- Afin d'évaluer «la résilience relative» des concessionnaires cotés face à la crise et de mieux appréhender l'impact de la Covid-19 sur leurs assises financières et décisions stratégiques (à savoir l'investissement, l'endettement et la rémunération des actionnaires), nous avons établi un modèle de stock picking qui repose sur six critères clés: la résilience du business model, la volatilité de la profitabilité, la solidité bilantielle, la génération de cash, la liquidité sur le marché et le rendement des actions.
- Même si l'activité de certains concessionnaires a, clairement, souffert de la conjoncture économique détériorée et de la crise sanitaire, la majorité a su sauvegarder ses fondamentaux, affichant une structure bilantielle saine et une solide génération de cash. Même si accablés par le régime des quotas, les opérateurs du secteur de la concession automobile manquent d'opportunités de croissance, mais ils ont su tirer leur épingle du jeu et afficher une rentabilité en nette amélioration en 2020.
- La stratégie de stock picking, détaillée dans la présente étude nous permet d'évaluer le risque global inhérent à chaque société dans un but ultime qui consiste à identifier les bonnes opportunités d'investissement dans ce contexte délicat.

#### I- Le secteur de la concession automobile en Tunisie en 2020: un contexte plus dur que jamais

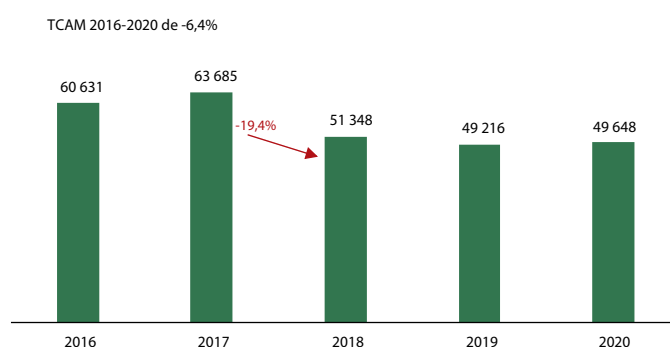
■ Intimement liée à la réalité économique du pays et notamment à la situation de la balance courante et au niveau des réserves en devises, l'importation de véhicules, souvent perçue comme consommatrice de devises, a toujours été fortement réglementée et assujettie à un régime des quotas.

■ Au vu du contexte économique délicat, le Gouvernement a adopté une politique de restriction sur l'importation des véhicules. En effet, au fil des cinq dernières années, le marché des premières immatriculations s'est rétréci à un taux annuel moyen de -6,4%. A fin 2020, les premières immatriculations se sont élevées à 49 648 véhicules, en légère hausse de 1% par rapport à 2019.

■ Outre la limitation volontaire de l'importation de voitures, les concessionnaires font face à une concurrence déloyale de la part du marché parallèle qui fournit plus du tiers des besoins du marché. Par ailleurs, les marques asiatiques (KIA, HYUNDAI, SUZUKI, GREAT WALL, HAVAL, SSANGYONG et MAHINDRA) prennent de plus en plus du terrain par rapport aux marques européennes, accaparant 57% du marché des premières immatriculations en 2020.

■ Les opérateurs du secteur font également face à un cadre fiscal restrictif marqué par la révision à la hausse des taxes à la consommation et de l'impôt sur les sociétés.

#### Evolution des premières immatriculations



Sources: ATTT

## II- Modèle de Scoring: une résilience mitigée face à la crise

### 1) Présentation du modèle de Scoring

■ Afin d'évaluer «la résilience relative» des concessionnaires cotés face à la crise sanitaire et de mieux appréhender l'impact de la Covid-19 sur leurs assises financières et décisions stratégiques à savoir l'investissement, l'endettement et la rémunération des actionnaires, nous avons établi un modèle de stock picking qui repose sur six critères clés. Le modèle nous permet d'évaluer le risque global inhérent à chaque société dans un but ultime qui consiste à identifier les bonnes opportunités d'investissement dans ce contexte délicat. Les critères du modèle sont les suivants :

**1/ La résilience du business model :** Il s'agit d'évaluer la récurrence des revenus des sociétés cotées et de détecter leurs dépendances envers certains produits et services. La résilience sera mieux estimée en comparaison avec le secteur.

**2/ La volatilité de la profitabilité :** Il s'agit d'attribuer un score quant à la stabilité des ratios de profitabilité (marge brute,

marge d'EBITDA, marge nette et ROE), en comparaison avec les ratios du secteur.

**3/ La solidité bilantielle :** Essentiellement estimée par le ratio de solvabilité (Capitaux propres/ Total Actifs), le ratio d'endettement et le besoin en fond de roulement.

**4/ La génération de cash-flow :** Afin d'évaluer la récurrence et la solidité de la génération de cash (FCF) de chaque société, nous avons utilisé le ratio de conversion de l'EBITDA en cash flow opérationnel (CFO). Les sociétés ayant un ratio de cash-conversion (CFO/EBITDA) élevé font preuve d'une capacité à convertir leurs résultats en cash-flow opérationnel. Ces sociétés sont en mesure de réduire leur endettement et de défendre leur effort d'investissement nécessaire à la soutenabilité de leur croissance organique.

**5/ Le rendement des titres :** Mesuré par le P/E, le P/B et le dividend yield estimés pour 2021.

**6/ La liquidité des titres :** 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).

■ Pour chacun des six critères nous attribuons l'une des cinq

classifications possibles pour différencier nos entreprises en fonction de leurs caractéristiques. La plage définie varie de 0 à 4 : (très bon : 4 points), (bon : 3 points), (neutre : 2 points), (négalif : 1 point) et (très négatif : 0 point). En additionnant les 6 sous-notes, nous obtenons un score de «qualité» pour chaque société couverte (allant de 0 à 24). Ce score est utilisé pour évaluer le risque global inhérent à chaque société.

### 2) Résilience du business model

■ Sur la période (2016-2019), malgré la baisse marquée des immatriculations des concessionnaires cotés (une baisse moyenne de -14,9%),

leur chiffre d'affaires agrégé a affiché une résilience appréciable (+1,5%), tirant profit, notamment, en 2019, d'un effet prix favorable. En 2020, suite aux retombées de la crise sanitaire, le chiffre d'affaires du secteur coté s'est plié de -11%, malgré une légère baisse de 3% de leurs immatriculations, ce qui s'explique, également, par un effet prix défavorable.

■ En 2020, en dépit de la crise sanitaire, avec 4 866 immatriculations, City Cars, a été l'unique concessionnaire à avoir affiché une croissance à deux chiffres au niveau des ses immatriculations (+12,6%) et de son chiffre d'affaires (+10%).

	Résilience du Business model : Chiffre d'affaires							
	2016	2017	2018	2019	2020	TCAM 2016-2019	Var 2020	SCORE
ARTES	222,6	262,4	235,4	244,3	212,3	3,2%	-13,1%	1
ENNAKL	394,9	422,6	404,1	463,7	448,4	5,5%	-3,3%	2
City Cars	162,7	167,2	152,5	212,7	236,6	9,3%	11,2%	4
UADH	354,8	419,5	368,0	267,6	159,8	-9,0%	-40,3%	0
<b>C.A agrégé</b>	<b>1134,9</b>	<b>1271,7</b>	<b>1160,0</b>	<b>1188,3</b>	<b>1057,1</b>	<b>1,5%</b>	<b>-11,0%</b>	

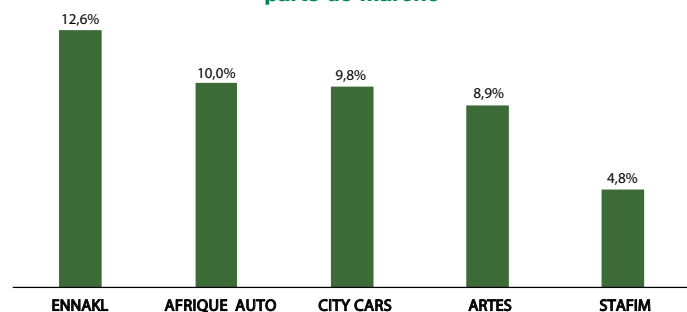
Le concessionnaire de la marque sud-coréenne a pu se maintenir à la tête du classement des Véhicules Particuliers (VP) pour la 2<sup>ème</sup> année consécutive.

■ En 2020, ENNAKL, s'est montré plutôt résilient face à la crise, affichant une baisse modérée de 3,3% de son chiffre d'affaires. Toutes marques confondues, sur les segments des Véhicules Particuliers et Utilitaires, le concessionnaire a réussi à maintenir sa position de leader du secteur avec une part de marché de 12,6%, soit 6 243 unités immatriculées.

■ Plutôt lésé par la crise, le Groupe ARTES a clôturé l'année 2020 sur une baisse de -13,1% de son chiffre d'affaires. Le Groupe s'est retrouvé sur la troisième manche du podium, derrière ENNAKL et City Cars avec 8,9% de part de marché sur les segments des Véhicules Particuliers et Utilitaires.

■ L'importation de véhicules, assujettie au système des quotas, assure une certaine récurrence des revenus pour les concessionnaires. Le principe repose sur un quota d'importation général variable chaque année en fonction des besoins du

### Top 5 des concessionnaires automobiles en 2020 en termes de parts de marché







marché, qui se décline en quota par concessionnaire établi en fonction de sa logistique (quotas historiques), de sa compétitivité et de sa coopération industrielle (valeur de ses achats en pièces de rechange). Après la Révolution, la nouvelle formule consistait en l'octroi à chaque concessionnaire d'un certain nombre de véhicules à importer, calculé selon son historique et ses performances sur les quatre dernières années.

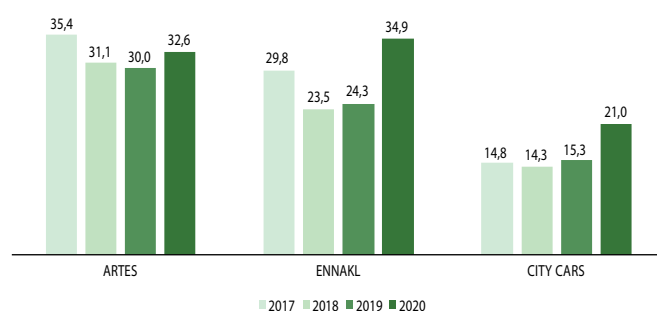
### 3) La volatilité de la rentabilité

Nous avons choisi délibérément d'exclure UADH de notre analyse, au vu de l'existence d'une situation d'un conflit contractuel entre AURES AUTO (filiale de UADH) et PEUGEOT CITROEN DS, entraînant l'arrêt d'importation des voitures. De même, en l'absence de divulgation de l'information réglementaire par la société depuis l'exercice 2017, nous ne sommes pas en mesure de s'assurer de la situation financière du Groupe.

Comme à l'accoutumée, **ARTES affiche le niveau de rentabilité le plus élevé**. La marge brute du concessionnaire s'est établie à 23,6%, nettement supérieure à la médiane du secteur (18,5%) et aux réalisations passées du Groupe, et ce grâce à une meilleure gestion du stock. Le Groupe affiche une marge d'EBITDA en amélioration de 1,4 point de pourcentage à 14,8%. La marge nette du Groupe est passée de 12,4% à 15,6% soutenue principalement par une baisse des impôts dus.

Même si en amélioration, **ENNAKL affiche le niveau de rentabilité le moins élevé du secteur coté**. Grâce à l'amélioration du prix de vente moyen, le concessionnaire a redressé la barre, se rapprochant des niveaux de marge de 2017. La marge brute s'est inscrite en hausse de 1,3 points de pourcentage à 19,7%, un niveau attrayant, supérieur à la médiane du secteur.

### Evolution du résultat net part du groupe par concessionnaire

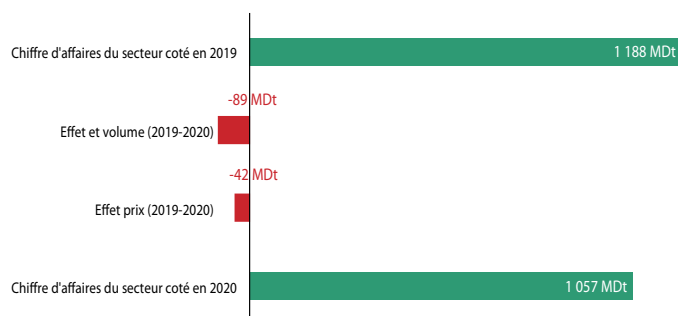


Même si en amélioration, la marge d'EBITDA et la marge nette d'ENNAKL, demeurent les plus faibles du secteur. Des efforts de réduction des coûts, notamment des charges de personnel, doivent être engagés. En 2020, la marge nette s'est hissée de 2,6 points de pourcentage à 7,8%, alimentée par une plus value de cession sur des titres de participation d'une valeur de 12,75MDt.

A l'instar de ses pairs, **City Cars**, qui a réussi à consolider sa position de leader sur le segment des Véhicules Particuliers, a **affiché une notable amélioration de sa rentabilité**. La marge brute du concessionnaire est passée de 14,8% à 17,3%. La marge d'EBITDA s'est engraisée de 2,5 points de pourcentage pour s'établir à 14,1%. La marge nette s'est établie à 8,9% contre 7,2% une année auparavant.

	Volatilité de la rentabilité												Score
	Marge brute				Marge d'EBITDA				Marge nette				
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	
ARTES	19,1%	18,4%	19,6%	23,6%	14,6%	14,9%	13,4%	14,8%	13,6%	13,3%	12,4%	15,6%	4
ENNAKL	16,0%	18,1%	18,4%	19,7%	-5,9%	11,8%	8,9%	9,5%	7,0%	5,8%	5,2%	7,8%	2
City Cars	15,3%	16,3%	14,8%	17,3%	11,5%	11,8%	11,6%	14,1%	8,9%	9,4%	7,2%	8,9%	3
Médiane du secteur	16,6%	17,2%	17,0%	18,5%	10,5%	11,8%	10,2%	11,8%	8,0%	7,6%	6,2%	8,3%	

### Effet volume-prix dans l'évolution du chiffre d'affaires



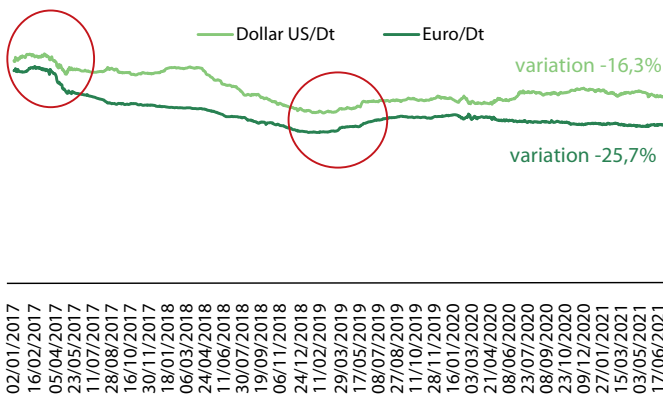
### Evolution des immatriculations par concessionnaire

	2016	2017	2018	2019	2020	Evolution 2020-2019	TCAM 2016-2019
ENNAKL	9 182	8 162	6 310	6 868	6 243	-9,1%	-9,2%
ARTES	7 816	8 499	5 027	5 226	5 143	-1,6%	-12,6%
City Cars	5 367	4 375	3 470	4 309	4 866	12,9%	-7,1%
UADH	7 472	7 495	5 680	3 478	2 143	-38,4%	-22,5%
Total	29 837	28 531	20 487	19 881	18 395	-3,0%	-14,9%

## Evolution du ROE par concessionnaire

	ROE			
	2017	2018	2019	2020
ARTES	27,8%	22,3%	20,0%	19,3%
ENNAKL	25,0%	18,2%	17,9%	23,0%
City Cars	50,7%	45,2%	46,3%	55,8%
Médiane du secteur	27,8%	22,3%	20,0%	23,0%

## Evolution du dinar face au dollar et à l'Euro



### 4) La solidité bilantielle : un secteur avec de bons fondamentaux

■ **Connus pour leur solide assise financière, les concessionnaires automobiles objet de notre recherche ont présenté tous en 2020 des structures bilantielles solides et atypiques marquées par un BFR négatif, une trésorerie excédentaire et une dette nette négative.**

■ Toujours la plus solide, **ARTES** a affiché, à fin 2020, une dette nette négative de - 142MDt, correspondant à un gearing négatif de -68,5%. Le concessionnaire possède le meilleur ratio de solvabilité (CP/T. Actifs) ( 67,5%). En 2020, le BFR/CA a grimpé à 24% contre 14% une année auparavant, un niveau encore très raisonnable.

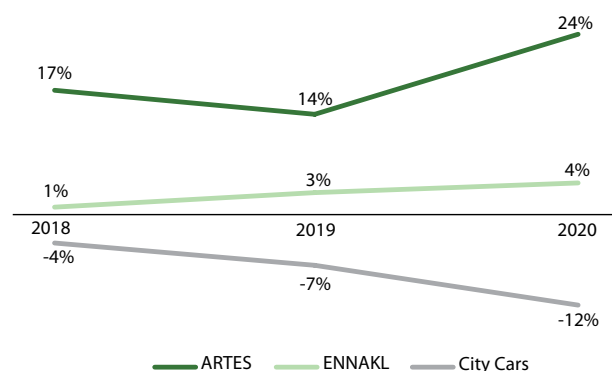
	Solidité bilantielle en 2020			Score
	CP/T. Actifs	Gearing	BFR/CA	
ARTES	67,5%	-68,5%	24,4%	4
ENNAKL	45,1%	-7,4%	4,3%	3
City cars	38,0%	-99,5%	-12,2%	3

■ **ENNAKL** a dépassé les légères difficultés inédites, de 2018 et 2019, au niveau de son cycle d'exploitation, impactant sa trésorerie et le contraignant à recourir légèrement à l'endettement. Le concessionnaire a affiché, en 2020, une dette nette négative de l'ordre de -12,4MDt, soit un gearing de -7%. Le besoin en fond de roulement du concessionnaire a représenté 4%

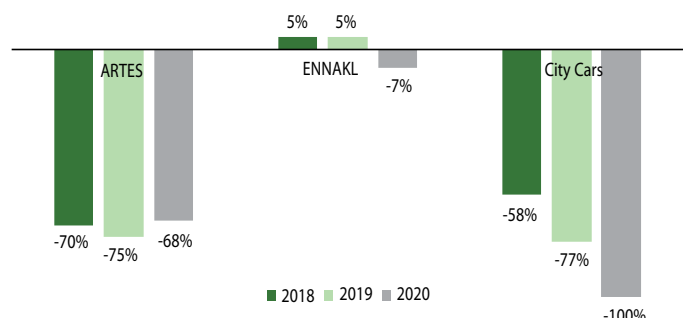
du chiffre d'affaires, à fin 2020. Le ratio de solvabilité (CP/T. Actifs) a été de 45,1% à fin 2020.

■ A fin 2020, **City Cars** a affiché un endettement négatif de -58MDt, correspondant à un gearing de -100%. À l'instar de ses pairs, le concessionnaire affiche un BFR négatif. Son ratio de solvabilité, s'est établi à 38%.

## Evolution du BFR/CA par concessionnaire



## Evolution du gearing par concessionnaire





### 5) La génération de cash : un bilan mitigé

■ Afin d'évaluer la récurrence et la solidité de la génération de cash (FCF) de notre échantillon de sociétés, nous avons utilisé le ratio de conversion de l'EBITDA en cash flow opérationnel (CFO). Les sociétés ayant un ratio de cash-conversion (CFO/ EBITDA) élevé font preuve d'une capacité à convertir leurs résultats en cash-

flow opérationnel. Ces sociétés sont en mesure de défendre leur effort d'investissement nécessaire à la soutenabilité de leur croissance organique et de réduire leur endettement.

■ En 2020, tous les concessionnaires ont affiché des niveaux de trésorerie moins confortables qu'auparavant, comme le témoigne le tableau de la génération de cash.

#### Evolution de la génération de cash par concessionnaire

	CF0/EBITDA 2018	CF0/EBITDA 2019	CF0/EBITDA 2020	Score
ARTES	1,0	1,0	0,4	2
ENNAKL	0,8	0,6	0,5	2
City cars	0,9	1,3	1,1	4
Médiane	0,9	1,3	1,1	

■ En raison d'un besoin en fond de roulement qui s'est fait sentir d'avantage en 2020, **ARTES** a été le concessionnaire le plus touché avec un ratio CFO/ EBITDA passant de 1,04x en 2019 à 0,4x en 2020. Le ratio de cash conversion

d'**ENNAKL** a été en dessous de 1x, s'établissant à 0,5x contre 0,6x une année auparavant. **City Cars** a été la mieux positionnée en terme de génération de cash, avec un ratio supérieur à 1x.

#### Tableau des multiples de valorisation

Multiples boursier*	Pays	VE/CA 2021e	VE/EBITDA 2021e	P/E 2020	P/E 2021e	Yield 2021e	Score
ARTES	Tunisie	0,5	2,4	7,3	7,4	12,8%	4
ENNAKL	Tunisie	0,7	6,9	10,5	11,1	5,3%	2
City Cars	Tunisie	0,5	3,5	9,8	8,9	7,4%	3
Auto Hall SA	Maroc	1,0	10,3	24,6	26,3	3,6%	
GB Auto	Egypte	0,7	7,4	3,9	3,6	NC	
M.M Group for Industry & International trade	Egypte	0,7	9,9	16,5	16,7	4,0%	
Motus Holdings limited	Afrique du Sud	0,3	4,4	8,5	8,2	5,0%	
Médiane		0,7	6,9	9,8	8,9	5,2%	
Médiane du secteur coté		0,5	3,5	9,8	8,9	7,4%	

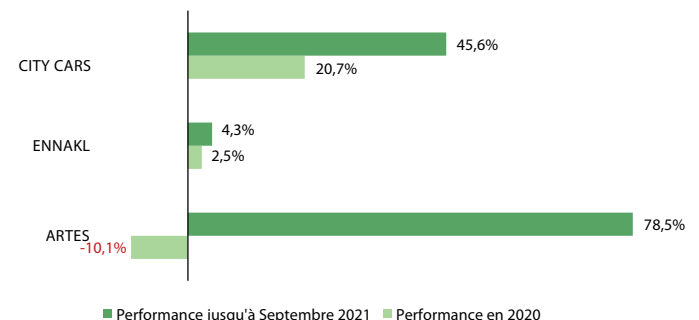
\* Sources : Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs

### La liquidité des titres des concessionnaires en 2020

	Les titres échangés (2017 - Septembre 2021)* / Nombre de titres	Score
ARTES	8,3%	1
ENNAKL	1,3%	0
City cars	4,5%	0

\* Le nombre de titres échangés est ajusté des transactions de bloc

### Performance boursière annuelle du secteur en 2020 et en 2021



### 6) Le rendement des actions : des niveaux de valorisation attrayants

■ Comme le témoigne le tableau des multiples de valorisation, tous les concessionnaires affichent des niveaux de valorisation attrayants, notamment **ARTES** (un multiple VE/EBITDA 2021e de 2,4x et un PE 2021e de 7,3x) et **City Cars** (un multiple VE/ EBITDA 2021e de 3,5x et un PE 2021e de 8,9x). Ces niveaux de valorisation fort intéressants couplés à des yields attractifs (yield 2021e de 12,8% pour **ARTES** et de 7,4% pour City Cars) traduisent une rémunération généreuse des actionnaires.

### 7) La liquidité des titres

■ Très peu échangés sur la cote de la bourse de Tunis, à l'exception d'**UADH**, qui a fait l'objet de plusieurs pourparlers, les titres des autres concessionnaires automobiles de la place ont été boudés par les investisseurs en 2020, qui anticipaient des répercussions plus graves de la Covid-19, que celles qui ont eu lieu. Le secteur souffre, malheureusement, d'ores et déjà, d'une image ternie en raison notamment de la limitation volontaire des quotas et de la hausse des taxes à la consommation et de l'impôt sur les sociétés du secteur.

# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

	Résilience du Business model	Volatilité de la profitabilité	Solidité bilantielle	Génération de cash	Rémunération des actionnaires	Liquidité des titres	Score global	Capi. boursière (MDt)	Perf 2020	Perf annuelle au 30/09/2021
ARTES	1	4	4	2	4	1	16	249,39	-10,1%	+78,5%
ENNAKL	2	2	4	2	2	0	12	365,4	+2,5%	+4,3%
City Cars	4	3	4	4	3	0	18	201,24	+20,7%	+45,6%

### III- Scoring & Opinion de Tunisie Valeurs

#### Notre Best-Pick : City Cars

■ **City Cars** : Avec un score de 18, City Cars est incontestablement un titre de qualité. Il s'agit de notre Best Pick. La marque sud-coréenne, s'est distinguée par rapport à la concurrence par la résilience de son business model face à la crise sanitaire. Il s'agit de l'unique concessionnaire qui a affiché une croissance à deux chiffres de ses revenus en dépit de la crise, et ce grâce à l'attractivité de sa gamme de véhicules tout en préservant sa position de leader sur le segment des Véhicules Particuliers. Le concessionnaire s'est, également, distingué par une solide génération de cash bénéficiant du meilleur ratio de cash conversion. City Cars affiche un ROE exceptionnel (55,8% en 2020) ainsi qu'un rendement en dividende encore attrayant (7,4% yield estimé en 2021 contre un yield de 7,1% en 2020). La société a réussi à l'instar de ses pairs à améliorer sa profitabilité. Toutefois elle demeure devancée par ARTES. Compte tenu du niveau de valorisation attractif du concessionnaire, nous recommandons le titre à l'**Achat**, particulièrement approprié pour un CEA du fait de la rémunération attractive du titre.

■ **ARTES** : Avec un score de 16, ARTES est certainement un titre de qualité. Le concessionnaire de la marque au losange est venu en deuxième position selon notre modèle, puisqu'il a été le groupe le plus lésé par la crise sanitaire en termes d'activité. Pourtant, comme à l'accoutumée, le Groupe s'affirme par la plus grande résistance en termes de rentabilité, comparativement à ses pairs. Il se distingue également par les meilleures marges et le plus important matelas de trésorerie, ce qui lui permet de palier à la volatilité de l'exploitation. A ce jour, le Groupe affiche une trésorerie de plus de 123MDt. Cette assise financière solide soutient, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes, revue à la hausse en dépit de la crise (12,8% yield estimé en 2021, au même niveau qu'en 2020). Au regard des niveaux attrayants de la valorisation actuelle, nous recommandons le titre à l'**Achat**, particulièrement approprié pour un CEA du fait de la rémunération alléchante du titre.

■ **ENNAKL** : Avec un score de 12, les fondamentaux du concessionnaire sont globalement moins bons que ceux de la concurrence. Au vu de la valorisation relativement chère du titre comparée à la moyenne du secteur, nous recommandons de **Conserver** le titre.

● **City Cars** est notre Best Pick. La marque sud-coréenne s'est distinguée par rapport à la concurrence par la résilience de son business model face à la crise sanitaire, sa solide génération de cash-flow et le meilleur ROE du secteur.

● **ARTES** est également un titre de qualité qui se distingue par la plus grande résistance en termes de rentabilité, les meilleures marges et le plus important matelas de trésorerie.

● Les fondamentaux d'**ENNAKL** sont globalement moins bons que ceux de la concurrence.

● Toutefois, la pénurie de semi-conducteurs qui fait tanguer l'industrie automobile depuis maintenant plusieurs mois, pourrait avoir un impact négatif sur l'offre et donc sur les revenus des concessionnaires automobiles.



Rédigé le 30/09/2021

# SFBT

## La force tranquille

### Compte de résultat

Chiffres consolidés en M Dt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>913,8</b>	<b>996,9</b>	<b>1 131,4</b>	<b>1 202,9</b>	<b>1 202,9</b>	<b>1 238,9</b>
<i>Progression</i>	-	9,1%	13,5%	6,3%	0,0%	3,0%
<b>Marge brute</b>	<b>443,2</b>	<b>477,9</b>	<b>509,3</b>	<b>556,2</b>	<b>613,6</b>	<b>581,1</b>
<i>Progression</i>	-	7,8%	6,6%	9,2%	10,3%	-5,3%
<b>Taux de marge brute</b>	<b>48,5%</b>	<b>47,9%</b>	<b>45,0%</b>	<b>46,2%</b>	<b>51,0%</b>	<b>46,9%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>257,0</b>	<b>288,2</b>	<b>304,5</b>	<b>343,9</b>	<b>396,3</b>	<b>348,7</b>
<i>Progression</i>	-	12,1%	5,7%	12,9%	15,2%	-12,0%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>28,1%</b>	<b>28,9%</b>	<b>26,9%</b>	<b>28,6%</b>	<b>32,9%</b>	<b>28,1%</b>
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>136,9</b>	<b>172,1</b>	<b>177,3</b>	<b>210,9</b>	<b>210,6</b>	<b>202,3</b>
<i>Progression</i>	-	25,7%	3,0%	19,0%	-0,1%	-3,9%
<b>Marge nette</b>	<b>15,0%</b>	<b>17,3%</b>	<b>15,7%</b>	<b>17,5%</b>	<b>17,5%</b>	<b>16,3%</b>

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

- L'année 2020 s'est inscrite sous le signe de la stagnation pour la SFBT. Le Groupe n°1 des boissons en Tunisie a subi un manque à gagner au niveau de ses revenus et de sa rentabilité sur fond de crise de la Covid-19. Malgré le ralentissement de la croissance occasionné par la crise, SFBT a affiché une amélioration de sa rentabilité d'exploitation.
- L'année 2021 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique qui a été compliquée et 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, en 2020. La brasserie a figuré 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 4,6 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 : 18,690 Dt**

**Acheter (+)  
Actionnariat**

Groupe CASTEL:	61,5%
Groupe Poulina:	9,4%
STAR:	5,0%
Flottant:	24.1%

**Capitalisation boursière: 4 626 MDt**

**Ratios boursiers\* :**

PER 2020e:	22,9x
Yield 2020e:	3,8%
EV/EBITDA 2020e:	12,9x
ROE 2020:	26,8%
Performance 2020:	+2,1%

\* Données au 30 Septembre 2021.

### Positionnement concurrentiel du Groupe SFBT (2020)

- **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 **88%**
- **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 **25%**

## I- Présentation du Groupe SFBT

■ Fondé en 1925 sous le protectorat français, 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 nouveaux packagings).

■ Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté sur les dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence de la saison 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 devenue la locomotive du Groupe et son premier centre de profit depuis 2017 (une contribution de 46% aux revenus en 2020).

### 2) Activité boissons gazeuses

■ Le Groupe est leader sur ce segment avec 88% 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 31%, fin 2020), 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 de l'outil de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du Groupe. A ces problèmes se sont greffés les taxes anormalement élevées pour les boissons gazeuses en Tunisie\*\*, la suppression des subventions sur le sucre et l'instabilité du marché libyen sur les dernières années.

### 3) Activité eau

■ L'intérêt pour cette activité a commencé depuis les années 2000, avec le rachat des sociétés Marwa et SOSTEM qui exploitent les marques (Marwa, Safia, Garci et Oktor) et l'introduction des 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%, devançant 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 aux résultats du Groupe, après la bière.

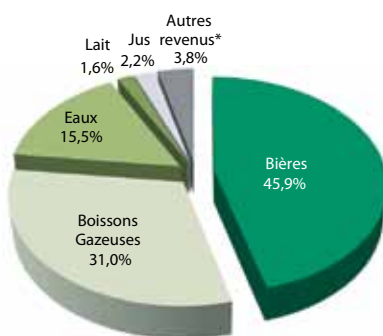
■ Les perspectives de croissance de cette filière restent solides avec le changement des habitudes de consommation, la dégradation de l'eau du robinet en Tunisie et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau).

### 4) Activité jus

■ L'activité jus affiche une faible contribution aux 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.

\*\* Les boissons gazeuses sont soumises, en Tunisie, à une TVA et un droit de consommation atteignant 48,75% du chiffre d'affaires.

## Structure des revenus du Groupe par pôle d'activité (2020)



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



### 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 conservateurs conditionnés dans des bouteilles en plastique aseptique. Sur l'activité jus, la SFBT est challenger avec une part de marché de 25%.

#### II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

L'exercice 2020 s'est inscrit sous le signe de la stagnation pour le Groupe SFBT. Les ventes ont marqué le pas à 1,2 milliards de dinars après avoir affiché une progression de 6,3%, au terme de l'exercice 2019.

2020 a dérogé à la croissance pour tous les pôles d'activité du Groupe hormis les pôles bières et jus. Ces derniers ont enregistré des progressions respectives de 11% à 551,7MDt et de 11,7% à 26,8MDt. Outre l'érosion du pouvoir d'achat des ménages au fil des années, la performance des

autres pôles d'activité du Groupe a été sévèrement touchée par l'avènement de la pandémie de la Covid-19 et les mesures décrétées par les pouvoirs publics pour endiguer la propagation du virus (confinement et couvre-feu).

L'amélioration de la rentabilité d'exploitation est le principal fait à l'honneur de l'exercice 2020. Malgré la stagnation des ventes, le Groupe est parvenu à améliorer ses marges.

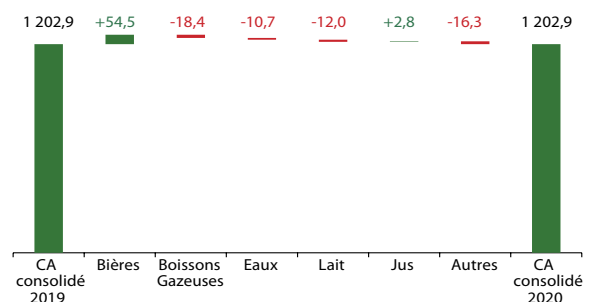
Profitant d'une gestion optimisée des approvisionnements et de la révision à la hausse des prix de la bière (+6% à partir de Novembre 2019), la marge brute a augmenté de 4,8 points de pourcentage à 51%.

Les efforts de maîtrise des charges d'exploitation notamment de la masse salariale (+1,1% à 134,8MDt) ont été payants au niveau de la rentabilité opérationnelle. La marge

d'EBITDA a progressé de 4,4 points de pourcentage à 32,9%; un niveau historiquement élevé pour

le Groupe. L'EBITDA s'est, quant à lui, accru de 15,2% à 396,3MDt.

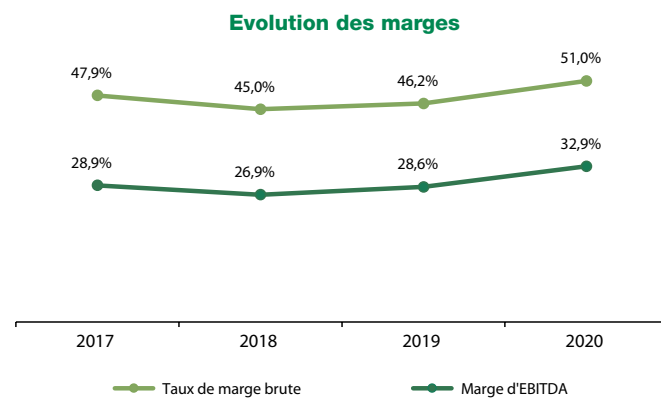
#### Décomposition de la croissance des revenus en 2020 (en MDt)



La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du Groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe d'investissements de 429,8MDt sur la période 2017-2020), SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -14,4% , à fin 2020). Fort de cash flows stables et d'une trésorerie abondante, le Groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers qui bonifie la rentabilité. En 2020, la SFBT a engrangé des produits de placements nets (solde entre les produits de placement et les charges de placement) de 4,4MDt (contre des charges de placement nets de 0,4MDt en 2019).

Côté rentabilité nette, l'année 2020 s'est bouclée avec un résultat net part du groupe de 210,6MDt, en légère régression de 0,1% par rapport à 2019. Avec un ROE de 26,8%, 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. La renonciation aux attributions gratuites en 2021, a été compensée par une augmentation de l'enveloppe des dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2020. En effet, l'AGO du 27 Mai 2021 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,715Dt par action au titre de l'exercice 2020, en hausse de 10% par rapport à l'exercice 2019, soit un payout de 88%. La mise en paiement des dividendes s'est faite à partir du 3 Juin 2021.



**« 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 »**

En MDt	2017	2018	2019	2020
Cash Flow d'exploitation	180,4	230,4	276,5	361,7
Investissements	90,2	130,6	114,4	94,6
Free Cash Flow	90,1	99,8	162,1	267,2
Dette Nette	-34,8	-23,8	-55,6	-157,1
Gearing	-4%	-3%	-5%	-14%
ROE	28%	26%	29%	27%
ROCE	24%	22%	25%	25%

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

2021 s'annonce sous le signe de la consolidation pour le Groupe. Malgré la persistance de la crise de la Covid-19 qui génère un manque à gagner au niveau des revenus (fermeture des frontières, couvre-feu, modeste saison touristique et fermeture des cafés et des restaurants), la SFBT devrait être en mesure d'afficher des niveaux de rentabilité soutenus.

Selon le management, les prochaines années devraient être marquées par une baisse des efforts d'investissement, après une période capitalistique sur les

derniers exercices, ce qui devra conforter la capacité de génération de cash flow de la SFBT.

L'équipe de direction s'est attardée, durant l'AGO du 27 Mai dernier, sur le récent achat du terrain de la société STUMETAL situé dans la banlieue sud. Elle a expliqué que cette décision est motivée par l'emplacement stratégique dudit terrain et par la volonté d'en faire un centre logistique pour le Groupe, permettant de désenclaver l'usine de Bab Saadoun. Doté d'une surface de 9 hectares, ce terrain devrait abriter de nouveaux entrepôts pour le Groupe.

Le management est, également, revenu sur la baisse du chiffre d'affaires subie sur les premiers mois de l'année en cours, signalant son caractère circonstanciel. Cette baisse est due à l'effet de stockage des bières et des vins qui a ponctué la fin de l'année 2020 par anticipation du relèvement du droit à la consommation sur les boissons alcoolisées de 1,800Dt à 2,400Dt par litre, en vertu de la Loi de Finances de 2021. Notons que jusqu'au mois de Mai, le Groupe a accusé une baisse cumulée de son chiffre d'affaires sur les bières de -10% et de -3% sur les boissons gazeuses.

Le désengagement de l'activité lait a été l'annonce majeure de l'assemblée du 27 Mai dernier. Vu les difficultés de la filière du lait en Tunisie (des marges sous pression, difficultés de collecte du lait et prix administré du lait demi-écrémé), le management a préféré se retirer de ce segment du marché et céder ses actifs.

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 Février 2020) et le passage de la tri génération à la quadri génération dans l'usine de la filiale SGBIA (récupération du CO<sup>2</sup> émis et sa transformation en CO<sup>2</sup> alimentaire).

Dans le cadre de l'amélioration de la qualité des eaux de la station de traitement des rejets de l'usine de Bab Saadoun, la SFBT a démarré un projet de récupération et de séchage de la levure.





- En outre, le management est en train d'étudier avec la Municipalité de Tunis la possibilité de lui faire récupérer les eaux de rejets de la SFBT qui, après traitement pour les rendre aux normes de l'irrigation, permettraient d'alimenter en eau le Parc du Belvédère ainsi que certains espaces verts de la ville de Tunis.

- Côté prévisions, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 3% à 1,2 milliard de dinars et sur une légère baisse du résultat net part du groupe de 3,9% à 202,3MDt.

#### 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 23% en 2020). 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 22,9x ses bénéfices et à 12,9x son EBITDA estimés pour 2021. Sur le papier, ces niveaux de valorisation peuvent paraître élevés par rapport au benchmark régional. Cependant, le différentiel de rentabilité de la SFBT et les qualités fondamentales du titre justifient amplement cette prime par rapport au benchmark. SFBT jouit, en effet, de:

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

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

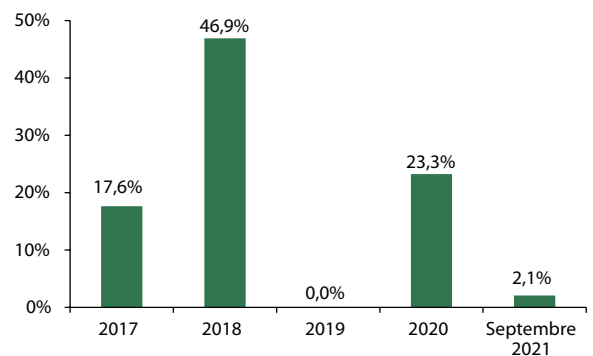
- d'un outil d'exploitation substantiellement amorti constituant une barrière à l'entrée de la concurrence et lui permettant de préserver ses marges,

- 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 actions, la valeur défensive par excellence dans une conjoncture malmenée par la pandémie, où l'incertitude règne en maître.

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

#### Performances boursières annuelles du titre SFBT



#### Echantillon de comparables régionaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2020	Marge nette 2020	P/E 2021e	VE/EBITDA 2021e
Société des Boissons du Maroc	Maroc	24,4%	9,7%	24,1	12,4
East African Breweries Limited Kenya	Kenya	25,5%	5,1%	19,3	6,1
Delta Corp. Ltd.	Zimbabwe	28,4%	22,6%	NC	NC
Tanzania Breweries Limited	Tanzanie	38,3%	11,3%	26,4	NC
Nigerian Breweries PLC	Nigéria	22,4%	2,2%	25,0	5,4
International Breweries PLC	Nigéria	17,6%	-9,0%	NC	7,4
Guinness Nigeria PLC	Nigéria	11,5%	0,8%	9,9	1,9
Nestlé Nigeria Plc	Nigéria	29,1%	13,7%	24,5	13,3
Distell Group Holdings Ltd	Afrique du Sud	12,9%	6,9%	17,7	9,7
<b>SFBT</b>	<b>Tunisie</b>	<b>32,9%</b>	<b>17,5%</b>	<b>22,9</b>	<b>12,9</b>
<b>Médiane</b>		<b>24,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>24,1</b>	<b>7,4</b>

Source: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.

Rédigé le 30/09/2021

## Délice Holding

### L'heure est à l'écrouissage

#### Compte de résultat

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>746,9</b>	<b>794,5</b>	<b>844,5</b>	<b>965,4</b>	<b>1 046,7</b>	<b>1 161,9</b>
<i>Progression</i>	-	6,4%	6,3%	14,3%	8,4%	11,0%
<b>Marge brute</b>	<b>197,2</b>	<b>203,3</b>	<b>205,9</b>	<b>251,2</b>	<b>294,2</b>	<b>314,9</b>
<i>Progression</i>	-	3,1%	1,3%	22,0%	17,1%	7,0%
<b>Taux de marge brute</b>	<b>26,4%</b>	<b>25,6%</b>	<b>24,4%</b>	<b>26,0%</b>	<b>28,1%</b>	<b>27,1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>89,8</b>	<b>91,1</b>	<b>84,5</b>	<b>106,7</b>	<b>134,9</b>	<b>143,2</b>
<i>Progression</i>	-	1,5%	-7,3%	26,3%	26,4%	6,2%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,5%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,1%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,3%</b>
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>36,9</b>	<b>38,6</b>	<b>30,9</b>	<b>46,5</b>	<b>57,8</b>	<b>63,5</b>
<i>Progression</i>	-	4,6%	-20,0%	50,6%	24,3%	9,8%
<b>Marge nette</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

**Prix : 14,700 Dt**

**Acheter (+)**

**Actionnariat**

Société MEDDEB Consulting*	85,0%
Société Agricole El Hadayek :	6,5%
Flottant :	8,5%

**Capitalisation boursière: 807 MDt**

**Ratios boursiers\*\* :**

PER 2021e :	12,7x
Yield 2021e :	2,5%
EV/EBITDA 2021e :	6,4x
ROE 2020 :	33,2%
Performance 2021 :	+1,1%

\* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB dans le capital.  
\*\* Données au 30 Septembre 2021.

- Tous les clignotants sont au vert pour le Groupe Délice Holding. Le champion national de l'industrie laitière a affiché une gestion salubre de la crise de la Covid-19, figurant ainsi parmi les rares Groupes de la cote à pouvoir allier croissance du top line et amélioration significative de la rentabilité, malgré le contexte pandémique délicat qu'a connu la Tunisie en 2020 et la dégradation du pouvoir d'achat des consommateurs.
- Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme de produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2020 devrait inaugurer une nouvelle phase de croissance prometteuse pour le fleuron de l'industrie laitière en Tunisie avec une progression à deux chiffres au niveau des résultats et l'amorce d'un processus de désendettement.
- Les projets entrepris sur les dernières années devraient permettre au Groupe de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, de consolider son positionnement sur le segment des produits laitiers frais, locomotive de rentabilité pour le Groupe, et de monter en puissance sur les « boissons » en prenant notamment le virage de l'eau minérale.
- La valorisation actuelle de Délice Holding offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des jus, en pleine phase de consolidation/diversification et aux fondamentaux solides. La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour l'action. **Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.**

#### Positionnement concurrentiel du Groupe Délice (2020)

- Leader** sur le marché du lait avec une part de marché de **65%**
- Leader** sur le marché des produits laitiers frais avec une part de marché de **67%**
- Leader** sur le marché des jus avec une part de marché de **29%**
- Challenger** sur le marché du fromage avec une part de marché de **24%**



## I- Présentation du Groupe Délice

■ Fondé en 1978 par M. Mohamed MEDDEB, le Groupe Délice est spécialisé dans la fabrication et la vente de lait et de produits dérivés (yaourt, beurre, fromage et jus), d'eau minérale et d'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<sup>er</sup> sur le marché du lait avec 65% de part de marché (Vitalait est 2<sup>ème</sup> avec une part de marché de 26%),
- 1<sup>er</sup> sur le marché du yaourt avec 67% de part de marché (Vitalait est

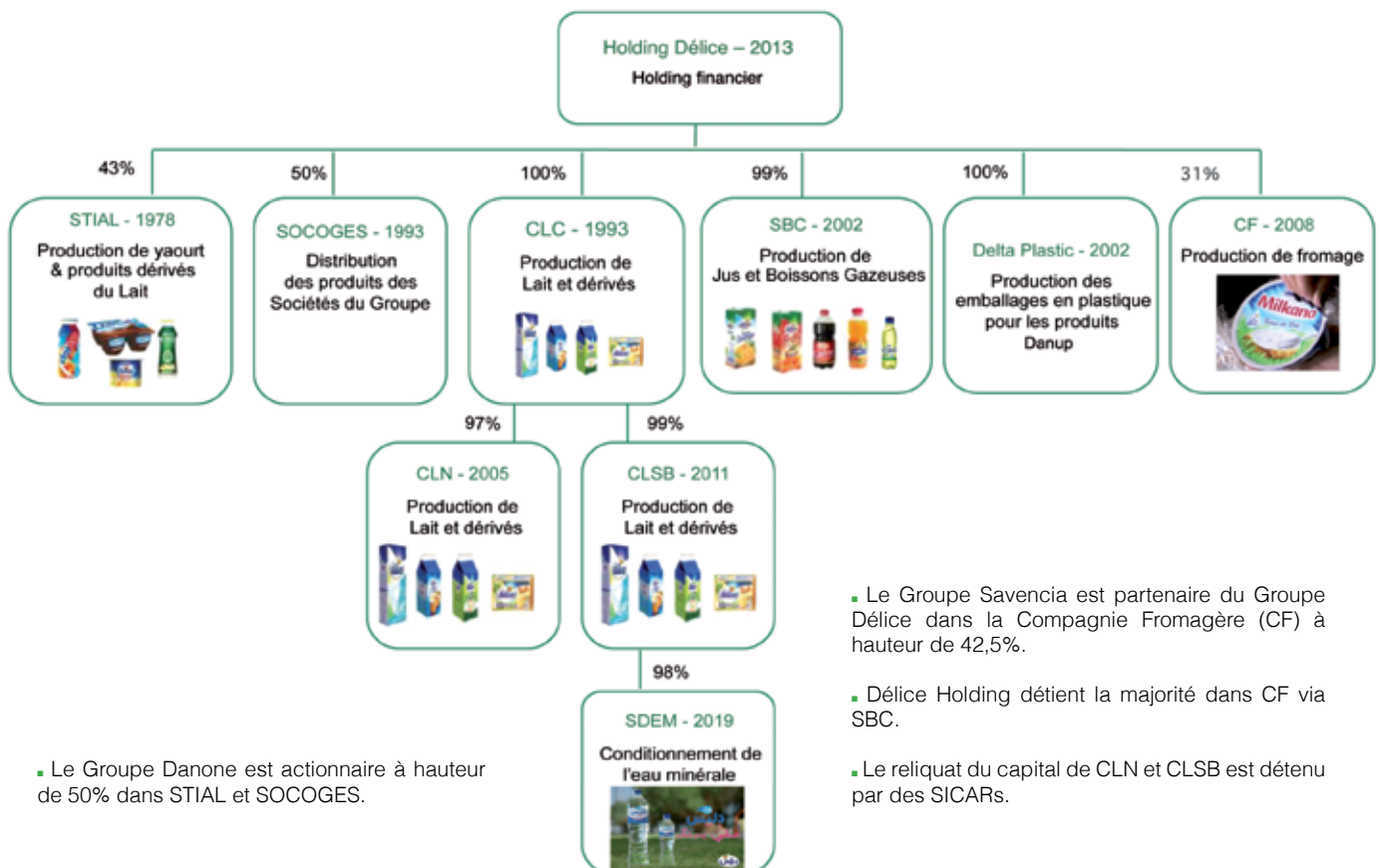
2<sup>ème</sup> avec une part de marché de 22%),

- 1<sup>er</sup> sur le marché des boissons (jus et autres boissons) avec une part de marché de 29%,

- 2<sup>ème</sup> sur le marché du fromage avec 24% de part de marché (IAT du Groupe MABROUK est leader avec environ 50% 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 (2020)



■ Le Groupe Danone est actionnaire à hauteur de 50% dans STIAL et SOCOGES.

■ Le Groupe Savencia est partenaire du Groupe Délice dans la Compagnie Fromagère (CF) à hauteur de 42,5%.

■ Délice Holding détient la majorité dans CF via SBC.

■ Le reliquat du capital de CLN et CLSB est détenu par des SICARS.

« 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 un champion national de l'industrie laitière en Tunisie »

## II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

■ 2020 a été un excellent cru pour le Groupe Délice Holding. L'activité a opposé la meilleure résistance au contexte pandémique et la rentabilité a affiché une amélioration remarquable. Le Groupe continue à récolter les fruits des efforts d'investissement constants déployés sur les dernières années.

■ Délice Holding a affiché une gestion salubre de la crise sanitaire grâce à ses importantes capacités logistiques et de stockage mais aussi grâce à la flexibilité de ses process. Le Groupe n'a enregistré aucune journée d'interruption de travail, en 2020, et a assuré la continuité de la production, et ce sur les différents sites de production.

■ Les revenus consolidés du Groupe ont enregistré une croissance de 8,4%, dépassant la barre symbolique de 1 milliard de dinars. Cette performance est le résultat de la bonne tenue de la quasi-totalité des pôles métiers du Groupe, hormis le pôle des produits laitiers frais, et de la bonne orientation des ventes à l'export (+12,2% à 32,6MDt pour les ventes à l'export).

### 1) Activité «Lait»

■ Le pôle «Lait» a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 742,4MDt, soit une progression de 15,7%, par rapport à 2019. Cette performance est due essentiellement aux niveaux records de réception de lait cru, qui ont atteint 418,6 millions de litres, contre 400 millions de litres une année auparavant, soit une évolution de 4,6%. La crise sanitaire a provoqué la rétraction du marché informel et l'augmentation de la réception industrielle de lait.

### 2) Activité «Produits Frais»

■ Le pôle «Produits Frais», a vu son chiffre d'affaires baisser légèrement, passant de 469,9MDt, en 2019, à 468,1MDt, en 2020, soit une diminution de 0,4%. Ce pôle s'est bien défendu face au contexte économique difficile et à la concurrence accrue.

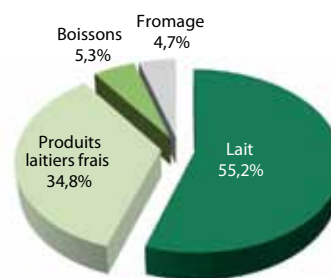
### 3) Activité «Boissons»

■ Le pôle «Boissons» a réalisé la performance de l'année, en devenant leader du marché des jus avec environ 29% de part de marché, et un chiffre d'affaires consolidé de 71,6MDt, soit une hausse de 18,2%, par rapport à 2019. Cette performance est due essentiellement aux bonnes réalisations des activités boissons gazeuses et jus petit format, dont les ventes ont progressé de 45% et 11% respectivement.

### 4) Activité «Fromage»

■ Nonobstant les effets bouleversants de la pandémie, le pôle «Fromage» a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 63,1MDt, soit une augmentation de 25,2%, par rapport à 2019. Ce pôle détient désormais 24% de part de marché, soit une progression de 2 points

## Structure du chiffre d'affaires agrégé (2020)



« En 2020, le Groupe Délice n'a enregistré aucune journée d'interruption de travail, et a assuré la continuité de la production, et ce sur les différents sites de production »

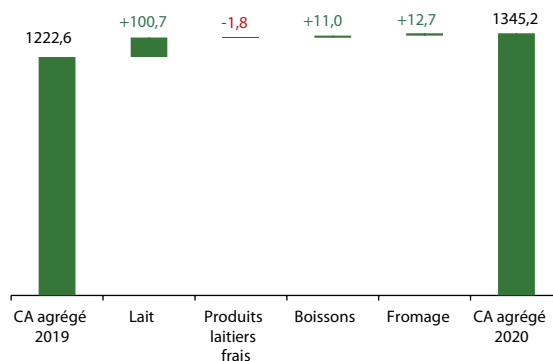
de pourcentage par rapport à l'exercice précédent. L'implication croissante du partenaire Savencia a valu à ce pôle de stabiliser la qualité de ses produits et d'introduire de nouveaux produits comme le produit «Tartare» lancé en 2020.

■ 2020 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 des filiales STIAL et CLC) ont permis d'améliorer la rentabilité du Groupe et de résister aux pressions inflationnistes.

■ La marge brute a cru à un rythme plus rapide que les revenus (+17,1% à 294,2MDt). Le taux de marge brute a progressé de 1,6 point de taux à 27,3%. Il en va de même pour la rentabilité d'exploitation qui a pu absorber la hausse des frais généraux (+10,3% à 159,3MDt pour la masse salariale majorée des autres charges opératoires). L'EBITDA s'est apprécié de 26,4% à 134,9MDt et la marge d'EBITDA s'est établie à 12,5%, à fin 2020, soit un gain de 1,6 point de pourcentage par rapport à l'année 2019.

## Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires agrégé (en MDt) en 2020





■ En 2020, le management a opté pour une maîtrise des investissements notamment après des niveaux records de «Capex» enregistrés en 2018 et 2019. Les investissements ont été orientés essentiellement vers l'achèvement de la construction de la nouvelle unité de conditionnement d'eau minérale, l'augmentation de la capacité, l'acquisition de matériel de transport pour le pôle distribution et les projets de productivité. Les investissements de l'année 2020 ont totalisé un montant global de 62,1MDt.

■ Parallèlement à la rationalisation des investissements, le Groupe a oeuvré à la mise en place de solutions de financement intragroupe et d'une gestion de trésorerie centralisée qui se sont traduites par une plus faible mobilisation du levier financier sur 2020, comparativement aux dernières années. Il semble que le Groupe ait démarré une phase de désendettement avec un gearing passant de 84,9%, en 2019, à 60,8%, en 2020.

■ Le recours moindre à l'endettement, en 2020, s'est matérialisé par une baisse des charges d'intérêt subies par le

Groupe (repli de 7% à 16MDt). Il est à noter que Délice profite de conditions d'emprunts avantageuses grâce à sa bonne signature auprès du système bancaire. N'eussent été les retards fréquents sur le paiement de la subvention d'exploitation de l'Etat relative au lait UHT, les frais financiers auraient été bien plus bas. Au final, le Groupe a bouclé l'année dernière avec un résultat net part du groupe de 57,9MDt, soit une croissance de 45,4% par rapport à 2019\*. Avec un ROE de 33,2%, Délice figure parmi les groupes tunisiens les plus profitables de la cote.

■ Le Groupe veille toujours à mettre sa responsabilité sociétale, au coeur de ses priorités. L'objectif ultime étant de construire un business model pérenne, tout en collaborant positivement avec les parties prenantes. La création de valeur, passe par une meilleure appréhension du développement durable, et c'est pour cette raison que le Groupe Délice a choisi la RSE, comme un axe stratégique à part entière.

■ Courant l'exercice 2020, deux sociétés filiales du Groupe Délice, se sont engagées dans une

En MDt	2017	2018	2019	2020
Cash flow d'exploitation	68,0	39,1	44,6	76,0
Investissements	54,0	69,8	86,6	62,1
Free Cash Flow	14,0	-30,7	-42,0	13,9
Dette nette	68,0	108,5	179,1	152,3
Gearing	41,4%	59,5%	84,9%	60,8%
ROE	31,8%	22,5%	31,9%	33,2%
ROCE	23,5%	17,2%	16,8%	17,7%

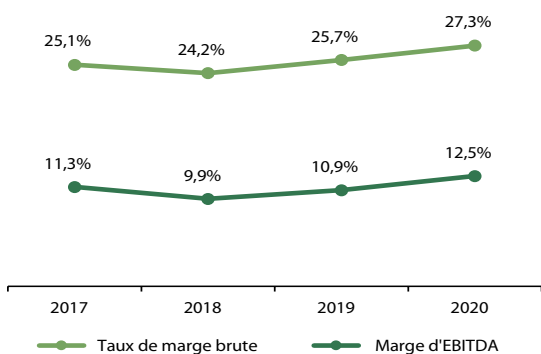
coopération, et ce dans le cadre du projet APEET «Appui à la Promotion de l'Efficacité Energétique en Tunisie», mis en oeuvre par l'Agence Nationale pour la Maitrise de l'Energie (ANME ), avec l'appui de l'Agence de Coopération Internationale Allemande (GIZ). En effet, la Centrale Laitière du Cap Bon a signé un contrat de coopération pour bénéficier d'un accompagnement, pour la mise en place d'un système de management de l'énergie selon les exigences de la norme ISO 50001, en plus d'un coaching et une formation des équipes. D'autre part, la Société des Boissons du Cap Bon a signé une convention de coopération pour réaliser un projet pilote de stockage du froid. Ce projet est une partie intégrante du programme de promotion de la technologie du stockage du froid en Tunisie, qui a pour objectifs, l'optimisation de la production et de la distribution du froid et la réduction de la consommation électrique pendant les heures de pointe.

pour le développement et la mise en oeuvre d'une démarche spécifique pour la quantification de l'empreinte carbone, selon la norme internationale ISO 14067-V2018, via un projet de démonstration et d'accompagnement de 5 entreprises industrielles. La Centrale Laitière de Sidi Bouzid et la Société des Boissons du Cap Bon, deux sociétés filiales du Groupe Délice, ont été sélectionnées comme entreprises pilotes pour le déploiement de ce projet. Cette coopération est en adéquation avec l'objectif ultime du Groupe, de réduire l'empreinte environnementale de son activité. Ce partenariat permettra de soutenir les entreprises, pour l'élaboration d'un plan d'action en vue de réduire les gaz à effet de serre et la mise en place d'un processus de déclaration de l'empreinte carbone. Cette démarche sera par la suite dupliquée au niveau de tous les sites de production du Groupe.

■ Dans le cadre de sa politique qui s'articule sur l'utilisation de l'énergie propre, le Groupe a initié un projet de cogénération en 2019, ayant pour objectif la réduction du coût énergétique global, et, par conséquent, réduire son empreinte CO2. L'exploitation de l'unité de cogénération à la Centrale Laitière du Cap Bon a bouclé sa première

■ Soucieux de l'importance de la quantification de l'empreinte carbone de ses sociétés, le Groupe Délice a signé un partenariat, dans le cadre du programme pilote lancé, par le Centre International des Technologies de l'Environnement de Tunis (CITET),

Evolution des marges



\* Nous retraitons la plus value de cession sur la participation dans Zitouna Bank réalisée en 2019 pour 6,4MDt et les autres éléments exceptionnels.



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

année, avec une réussite totale, et a permis d'économiser 1500 TEP (Tonne Equivalent Pétrole) en énergie primaire. De plus, cette installation a permis d'éviter l'émission de 4 000 tonnes de CO<sub>2</sub>, et de réduire de 30% la facture énergétique de la société. Ce projet a permis également une autonomie de 97%, en matière de consommation d'électricité, courant l'année 2020.

■ Dans l'objectif de réduire l'empreinte emballage du Groupe, Délice Holding a créé une alliance écologique avec les acteurs clés de la chaîne de valeur, en l'occurrence TETRAPAK, AFREC, et la société SOTIPAPIER. Ce partenariat a permis la valorisation mensuelle de plus de 20 Tonnes d'emballages multicouches par les sites du Groupe, un déchet qui était auparavant enfoui dans les décharges publiques, et qui devient aujourd'hui 100% recyclable.

■ Il est à noter que, le Groupe Délice est aussi un acteur majeur au niveau des groupes de travail dans le cadre des réflexions en cours, pour la mise en place d'une filière de gestion des emballages multicouches en Tunisie.

■ En 2020, le Groupe a lancé l'enquête «Délice Survey». Cette enquête a permis de mesurer les taux de satisfaction des collaborateurs, et de recueillir leurs feedbacks sur l'expérience collaborateur au sein du Groupe. Les résultats de ce «Survey» vont permettre à la Direction des Ressources Humaines d'intégrer les attentes des collaborateurs dans sa politique RH, tout en ajustant son plan d'action. La Centrale Laitière du Nord a été la première société filiale à adopter ce projet, qui sera généralisé sur

toutes les sociétés du Groupe.

■ Toujours côté RSE, le Groupe a mis les moyens, pour venir à la rescousse de la communauté pendant les temps difficiles de la crise sanitaire. Plus de 2MDt, ont été déboursés durant l'exercice 2020, pour subvenir aux besoins des parties prenantes impliquées dans la lutte contre la pandémie Covid-19, notamment les hôpitaux régionaux. Outre les dons en numéraire, le Groupe a procédé à l'acquisition de deux ambulances pour l'hôpital régional de Jendouba, afin de renforcer la logistique nécessaire pour lutter contre la propagation de cette pandémie. D'autres dons en nature (lait, yaourt et jus) ont été, par ailleurs, offerts, aux différents hôpitaux, dans plusieurs régions du pays (Sfax, Nabeul, Béja et Sidi Bouzid).

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Sur les dernières années, le Groupe a maintenu 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 connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2021 pour un chiffre d'affaires prévisionnel de l'activité de l'eau minérale avoisinant les 50MDt,

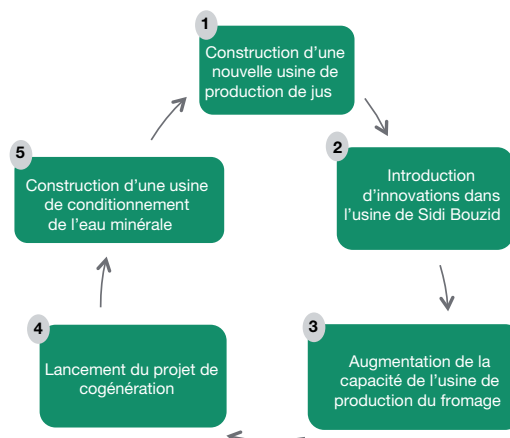
**3)** une orientation vers la rationalisation des «Capex» pour digérer les investissements importants entrepris sur les

dernières années. Cette tendance devrait se traduire par une amélioration de la capacité de génération de cash flow pour le Groupe et un désendettement progressif du bilan,

**4)** et à une structure des coûts plus optimisée grâce aux investissements de productivité entrepris.

■ 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 et renforcer l'image de marque «Délice». Les changements des

### Les investissements du Groupe sur les dernières années





habitudes de consommation, notamment durant et après la pandémie Covid-19, confirment l'importance de la recherche et développement et de l'innovation dans les orientations stratégiques du Groupe.

- Bien que l'année 2020 soit marquée par la pandémie qui a eu des impacts négatifs sur tous les secteurs d'activité, le Groupe a montré la résilience de son business model et a pu améliorer tous ses indicateurs d'activité.

- La croissance sera également au rendez-vous en 2021. C'est ce que confirme le premier semestre de l'année en cours. Le Groupe y a pu garder le cap sur la croissance avec des revenus en hausse de 10,6% à 587,9MDt, malgré l'effet de surstockage du lait qui a marqué le premier trimestre de 2020 par anticipation à l'avènement de la crise sanitaire.

- Sur l'année pleine 2021, nous tablons sur une hausse du chiffre d'affaires de 11% à 1,2 milliards de dinars et sur une augmentation du résultat net part du groupe de 9,8% à 63,5MDt.

#### IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- En 2020, le titre Délice Holding a largement rattrapé ses contreperformances sur les années passées. Malgré les pressions vendeuses auxquelles a succombé le marché depuis l'avènement de la crise de la Covid-19 en Tunisie, Délice

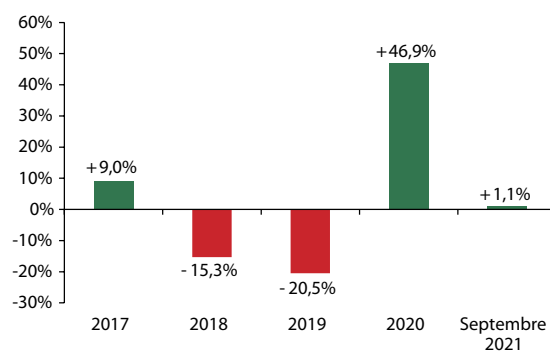
Holding a grimpé de 47%. Le parcours du titre a été favorisé par le comportement de «*Flight to Quality*» des investisseurs et par la ruée vers les valeurs défensives.

- Délice Holding traite actuellement à des multiples de 12,7x ses bénéfices et 6,4x son EBITDA estimés en 2021; 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. Nous recommandons un positionnement sur Délice Holding.

- **A noter que l'AGO du 25 Juin 2021 a approuvé le distribution d'un dividende de 0,370Dt par action (contre 0,333Dt au titre de l'exercice 2019), et ce à partir du 13 Juillet 2021.**

#### Performances boursières annuelles du titre Délice Holding



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

#### Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2021e	VE/EBITDA 2021e
Juhayna Food Industries	Egypte	10,5	3,7
Arabian Food Industries Co.	Egypte	9,6	4,6
Almarai Co., Ltd.	Arabie Saoudite	27,7	13,2
Saudia Dairy & Foodstuff Co.	Arabie Saoudite	20,1	10,3
Nestle Nigeria Plc	Nigeria	24,5	13,3
Danone SA	France	16,7	11,7
Savencia SA	France	7,4	3,9
Nestle S.A.	Suisse	25,4	18,6
Saputo Inc.	Canada	20,2	9,8
The Kraft Heinz Co.	Etats-Unis	13,7	11,2
Megmilk Snow Brand Co, Ltd	Japon	11,6	5,8
Vietnam Dairy Products Corp.	Vietnam	18,8	11,5
Bright Dairy & Food Co	Chine	24,6	8,2
<b>Médiane internationale</b>		<b>18,8</b>	<b>10,3</b>
<b>Délice Holding</b>	<b>Tunisie</b>	<b>12,7</b>	<b>6,4</b>

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.



Rédigé le 30/09/2021

## One Tech Holding

### Le retour en grâce à portée de main

#### Compte de résultat

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>573,6</b>	<b>698,7</b>	<b>838,6</b>	<b>898,1</b>	<b>718,6</b>	<b>831,2</b>
<i>Progression</i>	-	21,8%	20,0%	7,1%	-20,0%	15,7%
<b>Marge brute</b>	<b>145,2</b>	<b>178,2</b>	<b>210,4</b>	<b>212,5</b>	<b>182,8</b>	<b>216,9</b>
<b>Taux de marge brute</b>	<b>25,3%</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,1%</b>	<b>23,7%</b>	<b>25,4%</b>	<b>26,1%</b>
<i>Progression</i>	-	22,8%	18,0%	1,0%	-14,0%	18,7%
<b>EBITDA</b>	<b>59,3</b>	<b>71,4</b>	<b>91,0</b>	<b>77,5</b>	<b>56,3</b>	<b>90,5</b>
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,9%</b>	<b>8,6%</b>	<b>7,8%</b>	<b>10,9%</b>
<i>Progression</i>	-	20,4%	27,5%	-14,8%	-27,5%	60,9%
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>26,9</b>	<b>42,0</b>	<b>57,3</b>	<b>22,7</b>	<b>19,8</b>	<b>40,2</b>
<i>Progression</i>	-	56,3%	36,4%	-60,3%	-13,1%	103,6%
<b>Marge nette</b>	<b>4,7%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,8%</b>

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

- L'année 2020 a été un accident de parcours pour One Tech Holding. Sur fond de crise de la Covid-19, le Groupe a accusé une importante baisse de régime malgré le rattrapage affiché sur le deuxième semestre de l'année. La conjoncture internationale tumultueuse créée par la propagation accélérée de la pandémie de par le monde a généré un arrêt de la production chez les principaux donneurs d'ordre, des perturbations dans le carnet de commandes, une sous-activité et des difficultés de supply chain pour One Tech. Les revenus ont décroché de 20% et le résultat net part du groupe a baissé de 13%.
- Au-delà de 2020, les perspectives de One Tech restent prometteuses. Ses ventes devraient rebondir de plus belle à partir de 2021. Le management espère renouer avec le niveau d'activité et d'EBITDA de 2018 et note une reprise de la demande sur le marché international sur les produits mécatroniques ainsi que les câbles, depuis le début de l'année.
- L'offensive mécatronique et l'innovation resteront les lignes de conduite du management, dans la période post-Covid pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile. One Tech commence, également, à tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre et d'une reconfiguration des chaînes de valeur mondiales au profit de la Tunisie.
- La valorisation actuelle du titre intègre la baisse de régime affichée en 2020. Mais, elle ne capte pas convenablement les perspectives de croissance de l'après 2020. OTH est une valeur de fonds de portefeuille avec une importante manne financière, un tour de table institutionnalisé et un management de qualité. Nous restons à l'«Achat» sur le titre dans une optique à moyen et long terme.

**Prix : 13,900 Dt**

**Acheter (+)**

**Actionnariat**

Famille SELLAMI:	45,4%
MPEF III et AfricInvest Fund III <sup>(1)</sup> :	17,0%
Ekuity Capital <sup>(2)</sup> :	5,4%
Flottant:	32,2%

**Capitalisation boursière: 745MDt**

**Ratios boursiers <sup>(3)</sup>:**

PER 2021e:	18,5x
Yield 2021e:	3,2%
VE/EBITDA 2021e:	8,4x
ROE 2020:	6,1%
Performance 2021:	+17,9%

<sup>(1)</sup> Fonds d'investissement gérés par AfricInvest.

<sup>(2)</sup> Ex CTDK.

<sup>(3)</sup> Données au 30 Septembre 2021.

**« En 2020, c'est la conjoncture internationale tumultueuse entachée par la crise de la Covid-19, qui a pris le relais des pertes de change subies en 2019, générant des perturbations dans l'activité et un manque à gagner au niveau de la rentabilité pour OTH »**





## I- Présentation du Groupe One Tech Holding

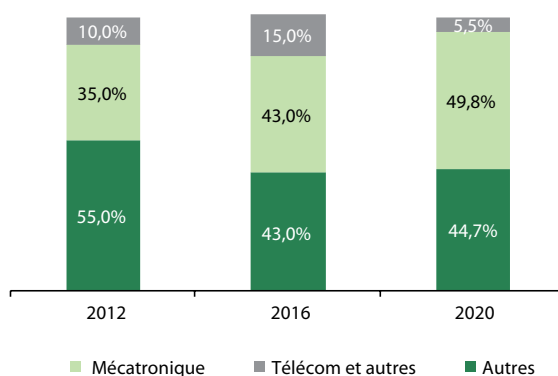
■ One Tech - comme son nom l'indique - se distingue par deux spécificités : (1) le concept *One Stop Shop*, qui consiste à être un prestataire «guichet unique» offrant au client une gamme de produits complémentaires et (2) la technologie, en offrant des produits à forte valeur ajoutée. Une 3<sup>ème</sup> spécificité caractérise le groupe OTH : sa forte présence à l'international puisque 82% de son chiffre d'affaires est réalisé à l'export, et principalement en Europe.

■ OTH opère dans trois lignes de métier :

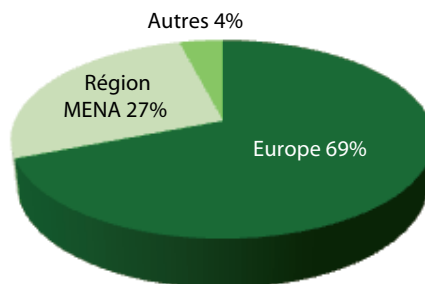
**1) La câblerie :** métier historique qui continue à jouer le rôle de «vache à lait» pour le groupe. Ses débouchés sont les secteurs de l'énergie, des Télécoms et de l'automobile et ses marchés sont situés pour la majorité en Europe. Activité mature, le poids de la câblerie a décliné au fil des années pour laisser la place à de «nouveaux métiers» plus rentables et à plus forte croissance,

**2) La mécatronique :** un nom hybride pour désigner l'activité de conception et d'assemblage de composants électromécaniques destinés exclusivement à l'export et principalement aux secteurs de l'automobile (80% du chiffre d'affaires) mais également à l'industrie aéronautique, électroménagère, médicale.... Sur les dernières années, les efforts de développement d'OTH se sont concentrés sur ce métier dont les marges et les perspectives sont plus importantes que la câblerie. Depuis 2016, le chiffre d'affaires mécatronique a rattrapé celui de la câblerie. Il est également devenu

## Evolution de la structure des revenus consolidés



## Répartition géographique des ventes consolidées (2020)



« Le concept du One Stop Shop est le concept structurant autour duquel s'est construit le Groupe One Tech Holding »

le principal relais de rentabilité du groupe.

**3) Les Télécoms :** Il s'agit d'une activité benjamine au niveau du Groupe. Ce segment n'a pas progressé au rythme souhaité et il affiche un bénéfice net à peine positif.

■ La diversification du Groupe OTH s'est faite progressivement au fil des années, dans un

double objectif de développer des activités plus rentables et d'exploiter des convergences entre les métiers où des synergies, commerciales et opérationnelles, peuvent s'opérer.

■ En somme, OTH est un Groupe 'internationalisé' qui allie des activités aux différents profils : d'un côté, une activité de câblerie «vache à lait» qui continue à sécuriser la rentabilité et les cash

flows du Groupe mais confrontée à une maturité de ses marchés. De l'autre, une activité «vedette» de la mécatronique dont le marché affiche de belles perspectives et où OTH a encore du potentiel. L'activité Télécom est, quant à elle, encore convalescente et son intérêt est de moins en moins stratégique pour le Groupe.

« Le management visionnaire de One Tech a su naviguer au travers les évolutions technologiques au fil des années. Le Groupe jouit de nos jours d'un business model à deux manettes, parfaitement complémentaires : la câblerie et la mécatronique »

## II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

■ La crise de la Covid-19 est passée par là. One Tech Holding a connu une année 2020 éprouvante qui a été marquée par une baisse de l'activité et de la rentabilité.

■ En réalité, le Groupe a vécu une année 2020 en deux temps:

1) Un premier semestre particulièrement difficile, fortement impacté par la crise de la Covid-19, au terme duquel les revenus ont chuté de 33,4% à 316MDt et le résultat net part du groupe a fondu de 91,3% à 2MDt,

2) Un deuxième semestre placé sous le signe du rattrapage qui a profité d'une reprise accélérée de l'activité, d'une réouverture des capacités de production des principaux donneurs d'ordre, alimentant un rebond pour la demande mondiale. Sur le deuxième semestre, les ventes ont repris du poil de la bête, affichant une croissance de 27,4% par

# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

rapport à la première moitié de l'année. C'est sur le deuxième semestre, également, que One Tech a réalisé l'essentiel de ses bénéfices annuels (des bénéfices de 17,8MDt, soit 90,1% de la capacité bénéficiaire annuelle de 2020).

■ Globalement, les revenus du Groupe ont chuté de 20% à 718,6MDt en comparaison avec 2019. La conjoncture internationale tumultueuse créée par la propagation accélérée de la pandémie de la Covid-19 de par le monde a généré un arrêt de la production chez les principaux donneurs d'ordre, des perturbations dans le carnet de commandes, une sous-activité et des difficultés de supply chain pour One Tech. Le Groupe a essuyé une chute de son activité pour environ deux mois et demi de chiffre d'affaires.

■ Il est à signaler que vu le désengagement du holding de la société One Tech Mobile opéré en 2020 (qui contribuait, une année auparavant, au chiffre d'affaires du Groupe à concurrence de 14,5MDt) et à périmètre constant, la baisse des revenus n'a été de que 16,9%.

■ Bien que directement impacté par la baisse de la demande mondiale, One Tech a su s'adapter rapidement aux impacts immédiats de la pandémie. L'engagement du Groupe s'est porté en premier lieu sur la sauvegarde de l'activité et le soutien des clients en répondant positivement à des demandes autant volatiles que complexes.

■ Par ailleurs, pour réduire l'impact de la pandémie, One Tech a engagé des actions commerciales lui permettant de tirer profit des perturbations qui ont touché

la supply chain mondiale et du phénomène de retour vers de plus proches sources d'approvisionnement.

■ Les ventes à l'export se sont montrées plus résilientes, affichant une régression de 17% à 592,2MDt, comparativement à une baisse des ventes sur le marché local de 31,9% à 126,4MDt. Le Groupe confirme son profil totalement exportateur avec une contribution des exportations dans le chiffre d'affaires global de 82,3%. L'Europe continue à être le principal marché cible pour One Tech avec une part de 69% dans le chiffre d'affaires consolidé, à fin 2020. Notons qu'en perspective d'une diversification des marchés, le Groupe est parvenu, en 2020, à pénétrer le marché des Etats-Unis.

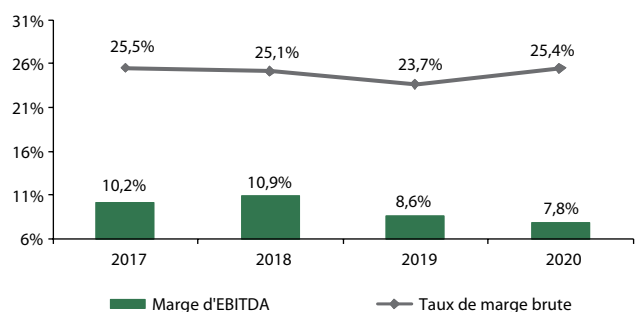
■ La décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires par pôle d'activité montre que c'est l'activité mécatronique qui a été la plus touchée par la crise. Ce pôle a vu son chiffre d'affaires baisser de 21,6% à 321,1MDt. Malgré un marché mondial fortement baissier pour l'automobile (contraction de la production des voitures particulières en Europe de 22,3%, en 2020, à 14,1 millions d'unités) et que plusieurs projets ont été reportés depuis le deuxième semestre 2019, la baisse a été fortement limitée grâce à la mise à profit des perturbations qui ont touché la supply chain mondiale. À périmètre constant le pôle Télécom, a pu maintenir une croissance significative (+25%) malgré un marché en forte concurrence, et ce grâce à la consolidation de l'activité intégration et au développement de l'activité service à l'exportation.

■ Le bilan de l'année 2020 a été mitigé au rayon des marges pour One Tech. Profitant de la baisse des prix des matières premières, la marge brute a progressé de 1,8 point de pourcentage à 25,4%. Cependant, l'effort consenti au niveau de la maîtrise des frais généraux (-5,8% à 128,9MDt) s'est avéré insuffisant pour préserver la marge d'EBITDA. Cette dernière s'est rétractée de 0,8 point de pourcentage à 7,8%. L'EBITDA

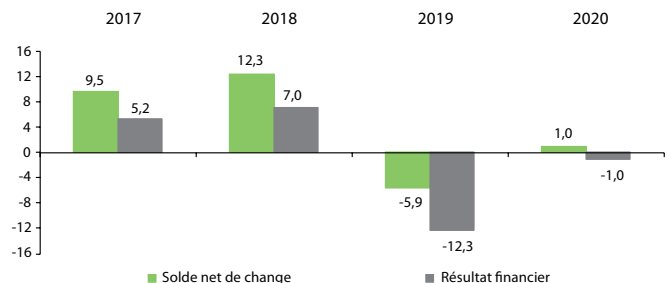
s'est, quant à lui, plié de 27,5% à 56,3MDt.

■ Le contexte de change plus clément en 2020 a été avantageux pour One Tech. Le résultat financier (solde des produits financiers et des charges financières) du Groupe en a bénéficié. Cet agrégat est passé de -12,3MDt, en 2019, à -1MDt, en 2020, grâce à des gains de change de 11,1MDt.

## Evolution du taux de marge brute et de la marge d'EBITDA



## Evolution du solde net de change et du résultat financier (en MDt)





■ Malgré la bonne maîtrise des charges financières qui a permis quelque peu d'absorber la dégradation de la rentabilité d'exploitation et de soulager la rentabilité nette, One Tech a accusé une baisse de son résultat net part du groupe. Ce dernier a diminué de 13,1% à 19,8MDt.

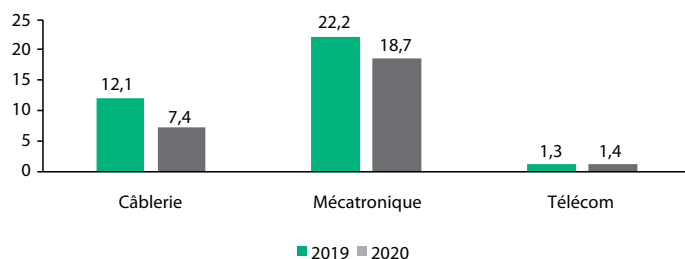
■ Il est à noter que tous les pôles d'activité du Groupe affichent des résultats nets positifs. Le pôle Télécom, qui tirait, autrefois, la rentabilité consolidée vers le bas, a profité de l'opération de restructuration menée sur les dernières années. Il affiche, désormais, un résultat net positif de 1,4MDt.

■ Outre son cachet international, OTH conserve une spécificité d'autant plus recherchée dans la conjoncture actuelle difficile: son bilan sain. La crise de la Covid-19 n'a pas altéré les fondamentaux financiers du Groupe qui poursuit sa gestion rigoureuse du BFR et de l'endettement. L'activité d'exploitation continue à dégager des cash flows confortables qui autofinancent les investissements. Très peu de dettes donc pour OTH (une dette nette de 30,5MDt, en baisse de 7,2% par rapport à 2019, et représentant 8% des fonds propres, en 2020) qui a toujours privilégié la prudence dans ses financements. Un bilan solide qui permet au Groupe de

En MDt	2017	2018	2019	2020
Cash Flow d'exploitation	28,7	18,9	61,0	29,6
Investissements	37,4	40,8	30,3	32,4
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-8,7</b>	<b>-21,9</b>	<b>30,8</b>	<b>-2,9</b>
Dette nette	40,1	56,4	32,9	30,5
Gearing	12,5%	15,2%	8,7%	8,0%

« La force de One Tech réside dans son bilan sain. Un atout de taille dans cette conjoncture difficile qui lui permet d'avoir un matelas de sécurité en temps de crise »

Résultat net par pôle d'activité (en MDt)



disposer d'une force de frappe importante pour résister aux cycles économiques baissiers, poursuivre la croissance organique et saisir des opportunités de croissance externe. La dernière opération de croissance externe a été - à juste titre - réalisée en 2019: acquisition de 51% du capital de la société Sofia Technologies.

■ D'ailleurs, c'est cette manne financière qui a valu à OTH de garder une politique généreuse de dividende, **le maintenant à 0,250Ddt par action au titre de l'exercice 2020, soit un payout de 51%. La date de mise en paiement de ce dividende a été fixée pour le 18 Mai 2021.**

■ Le management de l'environnement, de la santé et la sécurité au travail sont au coeur de la politique de développement du Groupe One tech. En effet, toutes les filiales mécatroniques sont déjà certifiées:

**1) ISO 14001:** Système de management environnemental qui permet de gérer les responsabilités environnementales d'une manière systématique afin de contribuer au pilier environnemental du développement durable.

**2) ISO 45001/ OHSAS 18001:** Santé et sécurité au travail qui permet d'améliorer la sécurité des employés, de réduire les risques

sur le lieu de travail et de créer des conditions de travail meilleures et plus sûres.

■ A noter que la filiale Tunisie Câbles travaille, actuellement, sur ces certifications et devrait les obtenir en 2021.

**III- Perspectives d'avenir & prévisions**

■ 2020 a été l'année de tous les défis pour le Groupe One Tech. La propagation de la pandémie et les mesures de confinement prises à l'échelle mondiale ont provoqué des perturbations dans l'activité et eu raison de la rentabilité. Le coût de la crise de la Covid-19 sur les chiffres de One Tech oscille entre 20 et 24MDt en 2020, estime le management.

■ Parmi les projets sur lesquels l'équipe de direction devrait s'atteler, en 2021, nous citons:

**1) Le projet de l'efficacité énergétique:** Pour réduire la facture énergétique du Groupe, One tech compte installer des panneaux photovoltaïques pour l'ensemble de ses filiales,

**2) La refonte du système d'information:** One Tech compte procéder à la refonte de son système d'information pour: /i

optimiser et standardiser les process, ii/ mettre en place un outil de gestion de la relation client capable de produire les KPI pour mieux piloter l'activité commerciale et iii/ mettre en place un outil de gestion des fournisseurs. L'objectif ultime de la refonte du système d'information est de se rapprocher des standards de l'industrie 4.0 dans les prochaines années.

**3) Le projet de la migration vers les normes IFRS:** Le management a annoncé, durant l'AGO du 5 Mai dernier, que le projet de la migration vers les normes IFRS va bon train et qu'il devrait aboutir à la production des états financiers conformes aux normes internationales à partir de 2021. **L'équipe de direction a précisé que le passage vers les normes IFRS devrait se traduire par un impact positif sur les fonds propres consolidés d'environ 30MDt.**

**4) Le projet de l'optimisation des ressources humaines:** Ce projet vise à instaurer une nouvelle gouvernance des ressources humaines en vue de définir et de piloter la stratégie RH de manière structurée, avec des méthodes uniformes, des processus et des outils RH optimisés. Dans ce projet, le management compte lancer une

plateforme de recrutement pour le Groupe, un cursus de formation en Soft Skills inter-filiales et poursuivre la mise en place des procédures RH.

■ Sur le long terme, les perspectives du Groupe One Tech s'annoncent bonnes. Fleuron national de l'industrie électromécanique, OTH devrait continuer à tirer profit de l'offensive mécatronique, d'une politique d'optimisation des charges et des efforts d'investissement dans l'innovation, dans la productivité et dans la qualité. Adossé à un bilan solide, le Groupe s'arme pour devancer ses concurrents. Il poursuit sa montée en compétence technologique et s'organise pour maximiser les synergies entre ses métiers et ses filiales.

■ **La finalité stratégique du management est d'industrialiser les activités du Groupe pour passer du statut de sous-traitant pour les secteurs automobiles, industriels et aéronautique au rang de fournisseur direct de modules complets et intelligents, avec des logiciels embarqués pour les grands donneurs d'ordre dans tous les secteurs** (y compris dans le secteur de la santé, de l'électroménager et dans le domaine des solutions de comptage intelligent).

■ L'industrie mondiale de l'automobile devrait afficher deux tendances lourdes sur le long terme:

**1) Une poursuite de la croissance:** L'urbanisation croissante dans les pays émergents et sous-développés, l'augmentation du revenu par habitant et la prolifération du marché secondaire des composants devraient davantage

stimuler l'industrie automobile sur le prochain quinquennat (un taux de croissance annuel moyen de 7%, selon le management d'OTH).

**2) Un marché assoiffé d'innovations:** L'industrie automobile est actuellement en pleine mutation avec «l'afflux» d'innovations de rupture qui impliquent une pénétration croissante de l'électronique dans le processus de production: la voiture autonome, la voiture connectée, les périphériques intelligents et la Data Intelligence.

■ Les principaux constructeurs automobiles du monde investissent massivement dans des activités de recherche et développement pour répondre à la demande croissante de véhicules technologiquement avancés. Par ailleurs, les experts prévoient que le nombre de voitures électriques dans le monde devrait être multiplié par 13x d'ici 2040 (correspondant à une progression de 13% par an d'ici là !).

**« La finalité stratégique du management est d'industrialiser les activités de One Tech pour passer du statut de sous-traitant au rang de fournisseur direct de modules complets et intelligents pour les grands donneurs d'ordre »**

■ La présence industrielle du Groupe au Maroc est un atout supplémentaire ; le Maroc est devenu – et on le voit – depuis quelques années une véritable plateforme pour les constructeurs automobiles européens.

■ La récente prise de contrôle de la société Sofia Technologies s'inscrit dans une optique de montée en compétence technologique. Elle permettra à One Tech d'exploiter d'importantes synergies dans le design mécatronique et le software embarqué. Ceci est autant vrai pour le secteur automobile que pour l'industrie et les secteurs: médical et agricole.

■ Rappelons que l'équipe de direction a annoncé, depuis l'année dernière, l'amorce d'une stratégie de croissance externe plus dynamique et ciblée dans les prochaines années. **L'objectif est d'accélérer l'intégration industrielle du Groupe, diversifier davantage ses produits (réduire la dépendance à l'industrie automobile qui concentre, actuellement 40% des revenus du Groupe) et ses marchés (cibler plus les marchés asiatiques et le marché américain sur le moyen terme et réduire davantage l'exposition au marché local).** C'est dans ce cadre que s'inscrit l'accord de financement (portant sur 23 millions d'euros) signé avec la SFI en Juillet 2020.

■ Durant l'AGO du 5 Mai dernier, le management s'est montré confiant quant à la capacité du Groupe à remonter la pente et à renouer avec les niveaux de rentabilité passés. Selon ses dires, l'année 2021 sera l'année de la reprise pour One Tech. Malgré les

problèmes d'approvisionnement (pénurie des matières premières) et les difficultés logistiques qui marquent cette année, le Groupe y espère retrouver les niveaux de chiffre d'affaires et d'EBITDA de 2018.

■ En 2021, sans tenir compte de l'effet change, l'équipe de direction table sur une croissance du chiffre d'affaires de 15,7% à 831,2MDt, sur un bond de l'EBITDA de 60,9% à 90,5MDt et sur une reprise notable du résultat net part du groupe de 90,7% à 37,7MDt. Il va sans dire que toute dépréciation du dinar, en 2021, est susceptible de rehausser les perspectives de rentabilité du Groupe.

■ Les performances opérationnelles du premier semestre de l'année en cours ont été excellentes (une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 41,6% à 447,5MDt et un bénéfice net qui frôle 18MDt), et compte tenu du carnet de commande actuel, la même tendance est prévue de se poursuivre au courant du deuxième semestre de 2021. Cela démontre clairement que, malgré la crise de la pénurie de la matière première (semiconducteur, cuivre, résine, ...) et les fortes perturbations dans le transport international (réseau saturé et congestionné engendrant hausse des délais et des coûts), One Tech a la capacité et le potentiel de contenir l'ensemble de ces risques.

■ A la lumière des réalisations du premier semestre de l'année en cours, nous tablons sur une croissance des revenus consolidés de 15,7% à 831,2MDt et sur un doublement du résultat net part du groupe à 40,2MDt, sur l'année pleine 2021.



#### IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

La période 2019-2020 a dérogé à la croissance, en bourse, pour l'exportateur national après un parcours sans faute depuis sa mise sur le marché. Les faux pas des exercices 2019 et 2020 ont jeté un froid sur le cours boursier. En 2021, le titre a changé de trajectoire (une performance annuelle de 17,9% à fin Septembre 2021) favorisé par les anticipations de rebond de l'activité et l'annonce d'une attribution d'actions gratuites à raison d'une action nouvelle pour deux anciennes. Introduit, en 2013 à une capitalisation de 348MDt, le Groupe est, actuellement, valorisé à 745MDt.

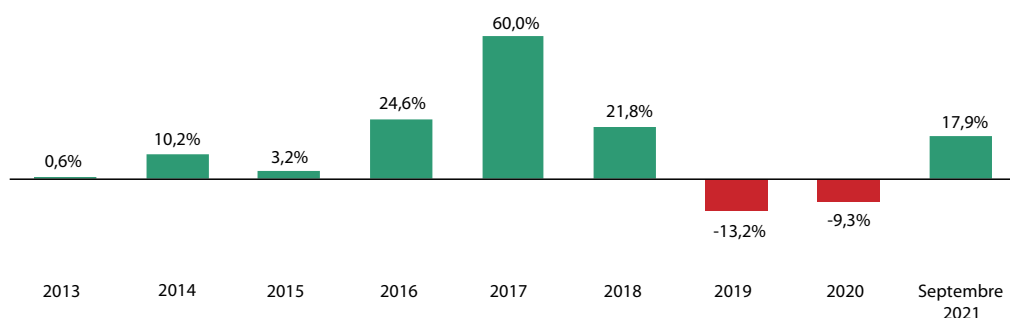
Aujourd'hui, OTH traite à 8,4x son EBITDA estimé pour 2021; un niveau de valorisation intéressant comparativement au benchmark. Nous pensons que le retour en grâce boursier reste à la portée de main de One Tech dans les prochaines années.

**Nous continuons à recommander un positionnement sur le titre sur un horizon de placement d'au moins trois ans pour capter les prémices de la reprise post-Covid.**

**Le cachet international d'OTH, la solidité de ses fondamentaux et son double profil: croissance (activité mécatronique)/ vache à lait (activité câblerie) resteront les avantages comparatifs du Groupe dans une conjoncture boursière où le «Flight To Quality» prévaut.**

**Bien géré et résolument tourné vers l'international et les nouvelles technologies, OTH demeure parmi les valeurs vedettes de notre marché actions.**

#### Parcours boursier du titre OTH depuis son introduction en bourse



**« Bien géré et résolument tourné vers l'international et les nouvelles technologies, OTH demeure parmi les valeurs vedettes de notre marché actions »**

#### Echantillon de comparables internationaux d'OTH

	Société	Pays	VE/EBITDA 2021e	PER 2021e
Câblerie	Belden Cdt	Etat-Unis	10,5	13,4
	Nexans SA	France	8,5	22,1
	LEONI AG	Allemagne	5,6	21,1
	Finolex Cables Limited	Inde	15,1	19,7
	Prysmian	Italie	11,1	23,3
	Bizlink Holding Inc.	Taiwan	8,3	17,7
	KEI Industries Limited	Inde	15,0	23,8
	<b>Médiane</b>		<b>10,5</b>	<b>21,1</b>
Mécatronique	Ibiden Co., Ltd.	Japon	7,8	22,9
	Rogers Corp.	Etats-Unis	14,9	26,3
	TTM Technologies Inc.	Etats-Unis	6,3	10,3
	KCE Electronics PCL	Thaïlande	27,4	39,4
	CTS Corp.	Etat-Unis	10,5	18,5
	Plexus Corp	Etats-Unis	10,6	19,1
	<b>Médiane</b>		<b>10,6</b>	<b>22,9</b>
Télécom	Cisco Systems Inc.	Etats-Unis	12,1	17,5
	Verizon Communications Inc.	Etats-Unis	7,2	10,1
	<b>Médiane</b>		<b>9,6</b>	<b>13,8</b>
	<b>Médiane (benchmark international)</b>		<b>10,5</b>	<b>21,1</b>
	<b>One Tech Holding</b>	<b>Tunisie</b>	<b>18,0</b>	<b>8,4</b>

Rédigé le 30/09/2021

## Euro-Cycles

### Le vélo à l'honneur !

#### Compte de résultat

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p
<b>Chiffre d'affaires consolidé</b>	<b>80,3</b>	<b>83,8</b>	<b>67,7</b>	<b>87,6</b>	<b>119,8</b>	<b>152,3</b>	<b>178,0</b>
<i>Progression</i>	-	4,3%	-19,2%	29,5%	36,8%	27,1%	16,9%
<b>Marge brute</b>	<b>27,9</b>	<b>28,7</b>	<b>19,3</b>	<b>23,7</b>	<b>35,9</b>	<b>47,5</b>	<b>55,5</b>
<i>Progression</i>	-	2,8%	-32,7%	22,6%	51,7%	32,3%	16,9%
<b>Taux de marge brute</b>	<b>34,8%</b>	<b>34,3%</b>	<b>28,5%</b>	<b>27,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>31,2%</b>	<b>31,2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>16,1</b>	<b>16,9</b>	<b>10,0</b>	<b>12,9</b>	<b>21,0</b>	<b>29,2</b>	<b>34,4</b>
<i>Progression</i>	-	4,5%	-40,6%	28,6%	63,1%	38,8%	18,1%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>20,1%</b>	<b>20,1%</b>	<b>14,8%</b>	<b>14,7%</b>	<b>17,5%</b>	<b>19,1%</b>	<b>19,3%</b>
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>14,3</b>	<b>15,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>16,6</b>	<b>23,5</b>	<b>27,6</b>
<i>Progression</i>	-	8,6%	-46,0%	4,1%	90,1%	41,4%	17,7%
<b>Marge nette</b>	<b>17,8%</b>	<b>18,6%</b>	<b>12,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>13,9%</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,5%</b>

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

- Plus qu'honorable, ainsi peut-on qualifier le bilan de l'exercice 2020 pour Euro-Cycles. Le Groupe a profité de la pénurie de vélos à l'échelle mondiale et de la forte demande pour ce produit, à mesure que la pandémie de la Covid-19 se répand dans le monde. Cette forte demande pour le vélo a été alimentée par sa double perception en tant que moyen de transport écologique et « covid-safe ». Les revenus du Groupe ont enregistré une accélération de la croissance et de nouveaux paliers de rentabilité ont été atteints.
- Le management est serein sur les perspectives d'avenir du Groupe affirmant que l'engouement pour le vélo pendant la crise de la Covid-19 n'est pas un phénomène circonstanciel. Il s'agit d'une tendance lourde qui devrait s'inscrire dans la durée, grâce aux politiques environnementales mises en place par les gouvernements dans les pays développés pour encourager l'utilisation du vélo. Le vélo comme mode de déplacement est un véritable « game changer » dans la révolution des mobilités que vivent la plupart des villes dans le monde. La feuille de route tracée par l'équipe de direction dans les prochaines années comprend: 1) une poursuite des efforts d'investissement, 2) une intensification des prospections, 3) une orientation volontariste vers le vélo électrique, 4) le lancement de nouveaux créneaux et 5) la création d'un écosystème pour le vélo en Tunisie.
- Malgré son joli parcours sur les dernières années, nous pensons que la valeur affiche encore des multiples intéressants, comparativement à la moyenne internationale. La société est sur un bon trend de croissance. Elle offre une visibilité appréciable. Elle jouit de profil totalement exportateur et affiche une assise financière solide. Autant de facteurs qui plaident en faveur d'un positionnement sur Euro-Cycles.

**Prix : 33,260 Dt**

**Acheter (+)**

**Actionnariat**

M. Habib ESSEYAH:	33,6%
M. Mohamed REKIK:	10,5%
M. Mourad GHAZI:	7,9%
Société MG INVEST:	7,0%
M. Michèle BERAUDO:	5,5%
Flottant:	35,5%

**Capitalisation boursière: 296MDt**

**Ratios boursiers \*:**

PER 2021e:	12,6x
Yield 2021e:	5,1%
VE/EBITDA 2021e:	10,6x
ROE 2020:	56,1%
Performance 2021:	+35,8%

\* Données au 30 Septembre 2021.

**« Malgré son joli parcours boursier affiché sur les trois dernière années, Euro-Cycles recèle encore un important potentiel de revalorisation »**



## I- Présentation du Groupe Euro-Cycles

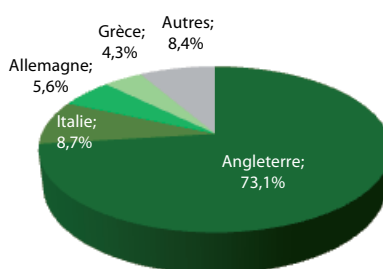
■ Figurant parmi les principaux producteurs de vélos en Tunisie, Euro-Cycles est devenu en quelques années un opérateur industriel intégré. Grâce à l'internalisation de la production des selles, des jantes et des cadres, le Groupe jouit d'un taux d'intégration de 60%.

■ Le marché anglais représente le principal client d'Euro-Cycles, contribuant à hauteur de 73% dans ses ventes. Conscient de sa dépendance commerciale, le Groupe s'est engagé, depuis 2017, dans une démarche de diversification de ses marchés (Allemagne, Europe du Nord et de l'Est, Afrique du Nord et dernièrement les États-Unis).

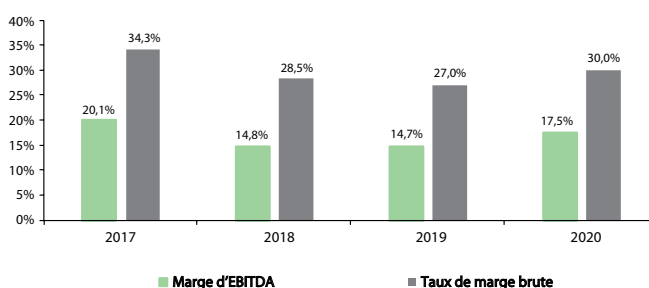
■ Euro-Cycles a réussi à se tailler une place sur un marché dominé par les producteurs asiatiques, grâce au respect des normes de sécurité les plus exigeantes (certification aux normes européennes) et à une bonne discipline logistique. Signalons que le Groupe est parvenu, en 2020, à se hisser au 4<sup>ème</sup> rang des exportateurs mondiaux de vélos vers l'Europe après les producteurs chinois, cambodgiens et taiwanais.

■ Euro-Cycles offre une gamme assez complète de produits allant des vélos tout terrain, aux vélos ville, vélos jouets et vélos électriques. Le Groupe compte dans son portefeuille de clients les maisons de cycles les plus reconnues au monde.

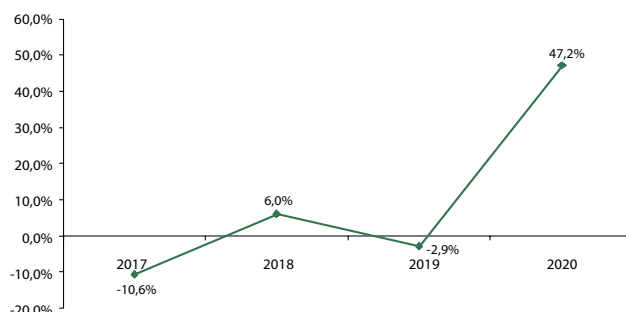
## Répartition géographique des ventes consolidées d'Euro-Cycles (2020)



## Evolution du taux de marge brute et de la marge d'EBITDA



## Evolution du gearing



## II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

■ Les ventes du producteur des cycles ont poursuivi leur trend haussier pour la deuxième année de suite, affichant une envolée de 37% à 119,8MDt. Cette performance est redevable au contexte mondial, favorable pour Euro-Cycles, de pénurie de vélos et de hausse de la demande, et des efforts de prospection soutenus déployés par le management.

■ Euro-Cycles a affiché une amélioration notable de sa rentabilité d'exploitation. La marge brute s'est hissée de 2,9 points de pourcentage à 30%. La marge d'EBITDA, pour sa part, s'est appréciée de 2,8 points de pourcentage à 17,5%. Enfin, l'évolution de l'EBITDA (+63,1% à 21MDt) reflète des efforts de maîtrise des charges et une amélioration de la productivité chez Euro-Cycles.

■ Profitant d'un contexte de change plus clémente, le Groupe a affiché une normalisation de ses charges financières après une année plombée par les pertes de change (des charges financières divisés par deux à 0,9MDt). Au final, Euro-Cycles a terminé 2020 avec un résultat net part du groupe de 16,6MDt, soit presque le double de celui de l'année 2019.

■ La force d'Euro-Cycles réside dans son bilan sain et dans sa capacité génératrice de cash flow. Le Groupe jouit d'une importante manne financière qui lui permet d'autofinancer ses investissements et de rémunérer généreusement



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

ses actionnaires. Notons que le Groupe a enregistré, en 2020, une hausse ponctuelle de son endettement (un gearing passant de -3% en 2019 à 47% en 2020) due à la reprise significative de l'activité qui a nécessité des financements du cycle d'exploitation.

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Durant l'AGO du 15 Avril dernier, le management était serein sur les perspectives d'avenir du Groupe, affirmant que l'engouement pour le vélo pendant la crise de la Covid-19 n'est pas un phénomène circonstanciel. Il s'agit d'une tendance lourde qui devrait s'inscrire dans la durée dans les prochaines années, grâce aux politiques environnementales mises en place par les gouvernements dans les pays développés pour encourager l'utilisation du vélo. Le vélo comme mode de déplacement est un véritable «game changer» dans la révolution des mobilités que vivent la plupart des villes dans le monde.

■ La feuille de route présentée par l'équipe de direction durant l'AGO prévoit:

**1) Une poursuite des efforts d'investissement:** Euro-Cycles compte poursuivre ses efforts d'intégration en amont par le lancement d'une unité de fabrication des guidons et de feuillettement des cadres en aluminium. Le management compte, également, monter en capacité, dans les prochaines années, pour dépasser le cap de 1 million de vélos d'ici 2023, contre 508 mille vélos, à fin 2020.

**2) L'intensification des prospections:** Les efforts de

prospection menés ces dernières années devraient permettre à Euro-Cycles d'ancrer son positionnement sur les marchés actuels (Angleterre et Allemagne) et de percer de nouveaux marchés (Pays-Bas, Espagne, Danemark, Pologne et Afrique du Nord).

■ Après la réussite de la première commande avec le Groupe JB imports (1 000 vélos en 2019) expédiée aux Etats-Unis, le management s'est montré confiant quant à la capacité d'Euro-Cycles à pérenniser sa présence sur ce marché. D'ailleurs, l'équipe de direction ambitionne de démarrer les travaux de certification des produits d'Euro-Cycles aux normes américaines dans les prochaines années.

■ Dans un autre registre, l'équipe de direction estime que le maintien des tensions commerciales sino-américaines est une aubaine pour le Groupe. Il réduit la concurrence chinoise connue pour ces pratiques de dumping et crée un important déficit d'offre sur le marché américain.

■ Toujours au rayon des prospections, Euro-Cycles est parvenu à décrocher un contrat avec le distributeur Huffys spécialisé dans la vente de vélos jouets, pour la production de 35 000 vélos jouets sous la marque Disney.

**3) Compléter le virage vers le vélo électrique, le nouveau cheval de bataille:** Ce produit rencontre un succès croissant en Europe (marché estimé à 275 millions d'euros avec un rythme de croissance de 25% par an). Par ailleurs, il affiche des niveaux de marges bien supérieures à celles du vélo classique. Après trois années d'investissement, la

société est parvenue à développer trois gammes de vélos électriques couvrant tous les segments de clientèle (vélo enfant, vélo tout terrain et vélo urbain).

■ Pour compléter le virage vers le vélo électrique, Euro-Cycle a noué un partenariat avec la société tunisienne ACTIA, spécialisée dans les systèmes de batteries modulaires, pour monter ses propres batteries et augmenter le taux d'intégration des vélos électriques.

■ Rappelons que la commercialisation du vélo électrique a commencé depuis Septembre 2019. Selon le management, la montée en puissance du vélo électrique ira de pair avec la poursuite de la montée en gamme sur les vélos classiques (ciblage accru des vélos urbains).

■ Sur ce marché classique, Euro-Cycles a une place à prendre dans la mesure où de nombreux producteurs se sont désengagés de cette niche de marché, anticipant sa fin de vie.

**4) Se lancer dans de nouveaux créneaux:** Après le lancement de sa propre marque dédiée aux distributeurs (COLLORADO CYCLES), Euro-Cycles affiche, aujourd'hui, un intérêt dans la production de triporteurs (ou vélos cargo). Les rapports sur le marché de ce type de vélos sont très encourageants et montrent que le vélo cargo vit un véritable boom sur les marchés européens.

■ Le management étudie également la possibilité de se lancer sur le segment du Scooter électrique. Ce marché, estimé à 1 millions d'unités par an, offre un important potentiel de diversification pour Euro-Cycles.

### 5) Créer un véritable écosystème pour le vélo en Tunisie:

D'ici 2025, Euro-Cycles brigue la création d'un véritable écosystème pour le vélo en Tunisie par la création d'une plateforme pour l'industrie du vélo dans la région de Sousse appelée «Tunisia Bicycle Valley». Dans cette plateforme, Euro-Cycles aspire à inviter les producteurs chinois et taiwanais à s'installer en Tunisie. L'intérêt de cette initiative est double. Elle permettrait à Euro-Cycles de se rapprocher physiquement de ses fournisseurs et partenaires, de raccourcir la «supply chain» et de développer la sous-traitance.

■ L'équipe de direction ambitionne de réaliser une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 22,5% sur la période 2021-2023 pour dépasser le cap de 200MDt d'ici 2023.

■ Sur la base des données chiffrées avancées lors de l'AGO de 2021 et des réalisations consolidées au 30 Juin 2021, nous pensons que le Groupe est en mesure de réaliser une croissance annuelle moyenne de son résultat net part du groupe de 29% pour atteindre 27,6MDt à l'horizon 2022.

■ Il est à noter que ces estimations sont construites sous l'hypothèse d'un environnement de change stable sur la période 2021-2022. Il va sans dire, que toute dépréciation éventuelle du dinar dans les prochaines années devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité du Groupe.

### IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

■ Euro-Cycles a affiché un bon crû boursier pour trois années de suite. Bien qu'elle ait suscité l'inquiétude des acteurs de l'industrie des





cycles dans le monde avec l'arrêt des usines, la fermeture des frontières, la dégradation de la conjoncture économique dans le monde et les perturbations dans les chaînes de valeur, la crise de la Covid-19 a été une opportunité pour l'industrie du vélo, en général, et pour Euro-Cycles, en particulier. Malgré une activité économique mal en point, les rapports sur l'industrie des vélos en Europe sont plutôt encourageants. Ils font état d'une demande soutenue sur toutes les catégories de vélos. Et pour cause, la double perception du vélo en tant que moyen de transport «*covid safe*» et écologique.

■ Malgré son parcours, nous pensons que la valeur affiche encore des multiples intéressants (un P/E 2021e de 12,6x et VE/EBITDA 2021e de 10,6x), comparativement à la moyenne internationale (voir les comparables

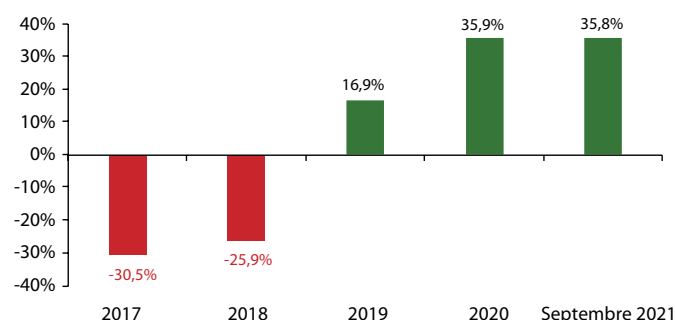
internationaux ci-après) et recèle encore un important potentiel de revalorisation.

■ La société est sur un bon trend de croissance. Elle offre une visibilité appréciable (jusqu'en 2023). Elle jouit de profil totalement exportateur et affiche une assise financière solide. Autant de facteurs qui plaident en faveur d'un positionnement sur le titre.

■ Nous réitérons notre recommandation d'«Achat» sur Euro-Cycles. Nous estimons le potentiel de hausse du cours à 20% compte tenu de la visibilité que nous avons jusqu'en 2023.

■ **Notons, enfin, que l'AGO du 15 Avril dernier a approuvé la distribution d'un dividende de 1,515Dt par action (contre un dividende par action de 1,090Dt versé au titre de l'exercice 2019), et ce à partir du 12 Mai 2021.**

### Performances boursières annuelles du titre Euro-Cycles



### Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2020	P/E 2021e (x)	VE/EBITDA 2021e (x)
Euro-Cycles	Tunisie	17,5%	12,6	10,6
Jardine Cycle & Carriage Limited	Singapour	20,6%	10,3	6,7
Shimano Inc.	Japon	26,7%	28,2	17,2
Merida Industry Co., Ltd	Taiwan	21,1%	19,0	30,9
Giant Manufacturing Co., Ltd.	Taiwan	12,6%	18,5	13,7
Topkey Corporation	Taiwan	29,2%	13,0	5,1
Hero Motocorp Limited	Inde	13,5%	15,4	10,5
Halfords Group Plc	Royaume Uni	15,5%	9,3	4,4
Thule Group AB	Suède	22,2%	26,2	18,8
Fox Factory Holding Corp	Etats-Unis	16,6%	34,5	24,8
Médiane	-	20,6%	18,5	13,7

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

Rédigé le 30/09/2021

## SOTUVER

### Vers un changement d'envergure

#### Compte de résultat

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
<b>Revenus consolidés</b>	<b>53,7</b>	<b>67,2</b>	<b>95,4</b>	<b>97,3</b>	<b>91,1</b>	<b>102,3</b>
<i>Progression</i>	-	25,3%	41,8%	2,1%	-6,4%	12,3%
<b>Marge brute</b>	<b>27,4</b>	<b>36,4</b>	<b>46,0</b>	<b>41,4</b>	<b>45,4</b>	<b>49,9</b>
<i>Progression</i>	-	32,7%	26,3%	-9,9%	9,6%	10,0%
<b>Taux de marge brute</b>	<b>51,1%</b>	<b>54,1%</b>	<b>48,2%</b>	<b>42,5%</b>	<b>49,8%</b>	<b>48,8%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>16,1</b>	<b>23,7</b>	<b>30,4</b>	<b>26,3</b>	<b>27,7</b>	<b>33,8</b>
<i>Progression</i>	-	46,9%	28,6%	-13,4%	5,2%	22,0%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>30,0%</b>	<b>35,2%</b>	<b>31,9%</b>	<b>27,1%</b>	<b>30,4%</b>	<b>33,1%</b>
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>6,2</b>	<b>10,3</b>	<b>17,4</b>	<b>11,6</b>	<b>10,7</b>	<b>11,9</b>
<i>Progression</i>	-	66,4%	68,3%	-33,2%	-7,5%	10,6%
<b>Marge nette</b>	<b>11,6%</b>	<b>15,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,6%</b>

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

- Durant 2020, en dépit du contexte sanitaire provoquant la fermeture des frontières tuniso-algériennes et la baisse de la demande sur le marché local, le Groupe SOTUVER a affiché une résilience appréciable. Le chiffre d'affaires consolidé s'est établi à 91,1MDt, soit une baisse contenue de 6%. Le résultat net part du groupe s'est établi à 10,7MDt, en baisse de 7% par rapport à 2019. La marge nette s'est maintenue stable à 12%. L'AGO du 23 Juin dernier a décidé la distribution d'un dividende de 0,340Dt, au titre de l'exercice 2020, contre un dividende par action de 0,200Dt, versé au titre de l'exercice 2019.
- Le Groupe a déjà entamé la réalisation d'une nouvelle usine SGI «SOTUVER Glass Industries», une unité totalement exportatrice d'une capacité de 300 tonnes par jour, soit autant que la capacité actuelle de l'embouteilleur. Il s'agit d'un gros chantier d'investissement de 130MDt. Cet investissement permettrait de tirer profit de la demande mondiale grandissante en verre et de concilier la demande sur le marché local. L'entrée en exploitation de cette usine est prévue pour le deuxième trimestre de 2022. Par ailleurs, la mise en place de la centrale photovoltaïque, coûtant 20MDt, qui devrait alléger la facture énergétique du Groupe, a été retardée.
- La SOTUVER traite à des multiples attendus en 2021 de 19x ses bénéfices, 8,1x son EBITDA et 2,7x ses revenus. Un niveau de valorisation légèrement cher par rapport au benchmark en termes de PER. Toutefois, nous recommandons le titre à l'«Achat» au vu du fort potentiel qu'offre la concrétisation de la nouvelle entité exportatrice. Les perspectives de la société sur le moyen termes appuient notre changement d'opinion et notre positionnement sur la valeur.

**Prix : 6,750 DT**

**Acheter (+)**

**Actionnariat**

Compagnie Financière d'Investissement:	71,9%
LLOYD Assurance:	12,1%
Flottant:	16,0%

**Capitalisation boursière: 224MDt**

**Ratios boursiers\*:**

PER 2021e:	19,0x
Yield 2021e:	5,0%
VE/EBITDA 2021e:	8,1x
ROE 2020:	15,9%
Performance 2021:	+1,6%

\* Données au 30 Septembre 2021.

**« Les perspectives de la société sur le moyen terme, appuient un changement d'opinion et un positionnement sur la valeur »**



## I- Présentation du Groupe SOTUVER

■ Créée par l'Etat Tunisien, en 1963, pour répondre aux besoins du pays en bouteille, la SOTUVER est depuis l'unique producteur national d'articles en verre creux. D'autres unités sont spécialisées dans ce type de verre mais sont plutôt orientées vers d'autres produits autres que les bouteilles à savoir : la Verrerie de Naâssen, (entrée en exploitation en 1980) et la Verrerie KHOUJA et l'Univers (entrées en exploitation en 2000).

■ Privatisée depuis 1996, puis rachetée par la famille BAYAH, la SOTUVER, est rapidement devenue un acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée (plus de 200 références) et une expertise reconnue depuis plusieurs années. Les ventes de l'embouteilleur sont essentiellement destinées au conditionnement des produits agroalimentaires (notamment les eaux minérales, les boissons gazeuses et les boissons alcoolisées).

■ Dès sa privatisation, la société a parcouru un bon millésime. De majeurs événements ont été décisifs pour le développement de l'industriel y compris:

1) La conduite, depuis 2009, d'un vaste plan de restructuration pour un investissement total de 45MDt, s'étalant sur 4 ans, ayant permis l'installation d'un deuxième four d'une capacité de 150 tonnes par jour et d'une deuxième ligne de production. Au bout de cet investissement, la verrerie a pu, depuis 2013, doubler sa capacité de production, étoffer sa gamme de produits et devenir majoritairement exportatrice.

2) En 2016, la SOTUVER a consacré, une enveloppe de 8,5MDt pour la reconstruction de son premier four afin d'augmenter sa capacité nominale de 150 tonnes/jour à 180 tonnes/jour.

3) En 2019, la société a engagé un investissement de l'ordre de 21,1MDt ayant pour but d'augmenter la capacité de production, de réviser les machines existantes et d'améliorer la qualité des produits.

■ Ambitieuse, la SOTUVER n'est pas au bout de ses investissements. Affrontant un problème de sous-capacité face aux besoins mondiaux grandissants en emballage en verre, la verrerie a entamé la réalisation d'une nouvelle usine SGI «SOTUVER Glass Industries» totalement exportatrice d'une capacité de 300 tonnes par jour, soit la capacité actuelle de l'embouteilleur, pour un investissement de 130MDt. Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 16% par SOTUVER SA, entrerait en exploitation, selon le management, courant le deuxième trimestre de 2022. Pour financer cet investissement colossal, un protocole d'accord a été signé entre «ATD SICAR», «BT SICAR» et «ATTIJARI SICAR» et la société «SOTUVER» indiquant que la société «SOTUVER» détient de concert directement ou indirectement le contrôle de la majorité dans le capital de la société «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» et que les investisseurs s'engagent définitivement et irrévocablement à céder leurs actions dans le capital de la société «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» à la société «SOTUVER» au maximum le 31 Décembre 2026. La nouvelle filiale a, été ainsi, consolidée par intégration globale.

■ Envisagée depuis 2018, la société a enfin obtenu, y a un an, l'accord de principe pour la réalisation d'une centrale photovoltaïque de puissance 10 MWc, sise à Kairouan, pour un coût global estimé à 20MDt, dont 14MDt financé par crédits bancaires. La mise en place de cette centrale, initialement prévue pour le 1<sup>er</sup> trimestre de 2021, a été retardée, dans l'attente de l'obtention de l'accord définitif de la concession foncière.

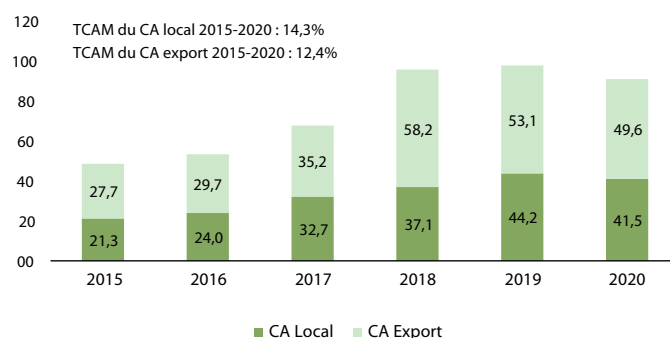
■ Pour un investissement de 10MDt, SOTUVER annonce l'entrée en exploitation de la carrière de sable ainsi que l'achèvement de l'installation de l'unité de traitement. Les essais ont démarré au début du mois de Juin 2021 et les résultats qualitatifs du sable sont encourageants.

## II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

### 1) Un business model solide

■ En 2020, l'embouteilleur exportateur a continué de pâtir de la crise sanitaire et de la fermeture des frontières tuniso-algériennes. Pourtant, le Groupe a fait preuve d'une résilience appréciable. Le chiffre d'affaires consolidé s'est établi à 91,1MDt, soit une baisse contenue de 6%. Les ventes à l'export ont baissé de 6,6% à 49,6MDt. La SOTUVER a préservé son statut d'entreprise majoritairement exportatrice (54,5% du CA est destiné à l'export). Les ventes sur le marché local ont accusé un repli de 6,2% à 41,5MDt en raison de la baisse de la demande suite à une saison touristique morose.

Evolution du chiffre d'affaires du Groupe SOTUVER entre 2015-2020 en MDt



### 2) Une profitabilité en amélioration

■ Pourtant en 2020, le verrier affiche une rentabilité en nette amélioration. En effet, en 2019, SOTUVER a souffert de la flambée des prix des intrants (carbonate de soude). En 2020, le verrier a su mieux négocier le prix d'achat

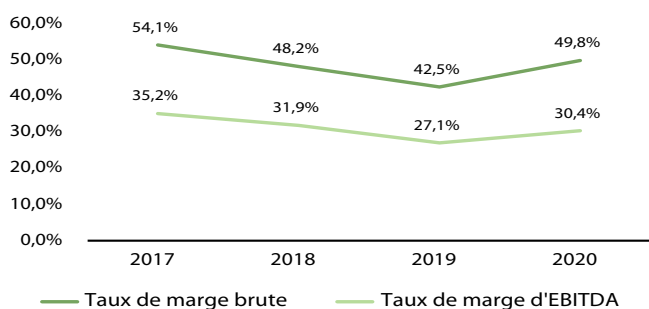
de ses intrants et mieux optimiser son outil de production. La marge brute du groupe a gagné 7,1 points de pourcentage pour s'établir à 49,8%. A son tour, la marge d'EBITDA s'est bonifiée de 4,6 points de pourcentage à 30,4%.

des investisseurs partenaires financiers en hausse. Le Groupe affiche un gearing de 47%, contre un gearing de 63% en 2019.

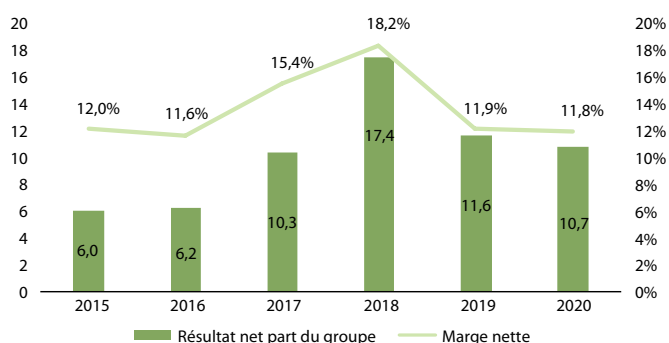
■ En dépit de la baisse de la rentabilité et de la hausse du BFR, le flux d'exploitation du Groupe s'est amélioré pour s'établir à 33,2MDt contre 17,5MDt, une année auparavant, grâce à l'injection de fonds relative à la nouvelle filiale.

■ En 2020, la dette nette du Groupe SOTUVER a chuté de 18% à 35,4MDt grâce à des placements

Evolution du taux de marge brute et de la marge d'EBITDA entre 2015-2020



Evolution du résultat net par du groupe et de la marge nette



■ La flambée de la charge financière expliquée par l'augmentation de l'endettement brut du Groupe (56,3MDt vs. 46,2MDt en 2019), a encore pesé sur la capacité bénéficiaire de l'industriel. L'endettement a servi à financer la participation au capital de la nouvelle filiale SOTUVER Glass Industries (SGI) et l'acquisition

d'une nouvelle machine triple gouttes. Le résultat net part du groupe s'est établi à 10,7MDt, en baisse de 7% par rapport à 2019. La marge nette s'est maintenue stable à 12%.

### 2) Une structure bilantielle en amélioration

■ L'injection de fonds de la part

■ En 2020, la dette nette du Groupe SOTUVER a chuté de 18% à 35,4MDt grâce à des placements

En MDt	2017	2018	2019	2020
CAF	18,6	26,6	20,8	21,6
Variation du BFR	-8,6	-5,6	-3,3	-27,1
Flux d'exploitation	10,0	21,0	17,5	33,2
Investissements	-4,8	-6,1	-24,6	-21,3
Free Cash Flow	5,3	15,0	-7,2	11,9
Dette nette	36,4	27,9	43,2	35,4
Gearing	65,6%	42,4%	62,7%	47,2%
ROE	22,0%	34,2%	19,3%	15,9%
ROCE	16,1%	20,6%	15,5%	11,7%

■ L'investissement a été également conséquent, en 2020, s'élevant à 21,3MDt servant à financer à hauteur de 10MDt la participation de SOTUVER SA dans 16% au capital de SGI. 11MDt ont servi à l'acquisition d'une nouvelle machine triple gouttes.

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Sur le moyen terme, nous estimons que les investissements engagés par l'industriel tunisien devront porter leurs fruits et permettre au Groupe d'atteindre un nouveau palier de revenus et de profitabilité à partir de 2022.

■ L'investissement relatif à la nouvelle machine triple gouttes, envisagé pour optimiser le tirage sur le four 2, durant la campagne

de fabrication de bouteilles légère, devrait améliorer la capacité de production du four d'environ 7000 tonnes sur une année complète, soit 40 millions de bouteilles de petites capacités; un investissement qui améliorerait les marges et la compétitivité commerciale des bouteilles de SOTUVER.

■ SGI, dotée d'une capacité de 300 tonnes par jour, doublerait la capacité actuelle du verrier et lui permettrait de mieux répondre à la demande étrangère grandissante, d'optimiser le fonctionnement des lignes de production et de réduire le taux de rebut interne. **L'entrée en exploitation de cette nouvelle entité (prévue pour le deuxième trimestre de 2022) permettrait au Groupe d'atteindre un**



**nouveau palier de revenus et de rentabilité.** SOTUVER supporterait un lourd endettement de 62MDt pour boucler le financement de cette entité. Le management n'a pas encore communiqué un business plan intégrant cette nouvelle unité.

■ Outre les investissements dans l'expansion de la capacité de production, le Groupe continuera ses investissements dans l'allègement de la facture énergétique. L'industrie du verre étant extrêmement énergivore, la SOTUVER s'est engagée dans :

1) La mise en place d'une centrale photovoltaïque en substitution à l'électricité. Ce projet, d'une valeur de 20MDt, dont le démarrage a été retardé, devrait réduire la facture de la STEG de 3,6MDt, améliorant ainsi la rentabilité et la trésorerie de la société. Si l'on déduit les charges financières du Groupe (-1,6MDt de charge additionnelle pour une dette de 14MDt), la SOTUVER bénéficierait d'une économie estimée à 2MDt sur sa facture énergétique.

2) Dans le même cadre de la maîtrise de la facture énergétique, la SOTUVER a lancé une étude d'installation de production d'énergie photovoltaïque sur les toitures. Les discussions seront entamées avec la STEG pour l'autorisation de cette installation.

■ Il est à préciser que notre Business Plan ne tient pas compte de la création de la nouvelle filiale totalement exportatrice. En 2021, nous nous attendons à une amélioration à deux chiffres (+12%) du chiffre d'affaires du Groupe alimentée essentiellement par une amélioration des ventes à l'export. Nous estimons que le résultat net de l'embouteilleur de référence s'établirait à 11,9MDt en 2021, soit une amélioration de 11% par rapport à 2020.

#### IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

■ En 2020, le titre a su rebondir et essuyer les pertes enregistrées lors de l'éclatement de la crise sanitaire. En 2021, la fade performance du titre (+1,6% depuis le début de l'année) reflète le sentiment mitigé du marché quant à l'avancement des investissements et la reprise des ventes sur le marché local. Le management du verrier a réconforté l'audience

lors de l'AGO du 23 Juin dernier, annonçant une forte reprise de 26% du chiffre d'affaires à la fin du premier semestre, alimentée par le doublement des ventes à l'export.

■ Avec une capitalisation de 224MDt, la SOTUVER traite à des multiples attendus en 2021 de 19x ses bénéficiés, 8,1x son EBITDA et 2,7x ses revenus. Ces niveaux de valorisation sont légèrement plus chers que ceux de son benchmark en terme de PER.

■ Le développement attendu de la demande de bouteilles en verre et en particulier des bouteilles non consignées (one-way) pour des raisons environnementales aussi bien à l'export que sur le marché local couplé aux projets d'investissement ambitieux du Groupe et à la position quasi-monopolistique de l'industriel sur le marché tunisien sont de bons augures pour le développement du Groupe.

■ Sur le moyen terme, les investissements envisagés visant à améliorer la rentabilité et la compétitivité de l'industriel, pourraient justifier, un niveau de valorisation plus attrayant. **Nous recommandons le titre à l'«Achat» au vu du fort potentiel qu'offre la concrétisation de la nouvelle entité exportatrice. Les bonnes perspectives de la société sur le moyen terme et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre changement d'opinion et notre repositionnement sur la valeur.**

**« La nouvelle entité exportatrice, visant à doubler la capacité de production du Groupe, permettrait d'atteindre un nouveau palier de revenus et de profitabilité à partir de 2022 »**

#### Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/Revenus 2021(x)	VE/EBITDA 2021e (x)	PER 2021e (x)	P/B 2021e
SOTUVER	Tunisie	2,7	8,1	19,0	1,9
Berli Jucker PCL	Thailande	2,1	14,5	27,9	1,3
Amcor Ltd	Australie	1,9	11,7	15,1	3,8
Vidrala S.A.	Espagne	2,9	10,1	16,7	3,3
O-I Glass, Inc	Etats-Unis	1,2	6,7	9,9	6,4
Orora Ltd	Australie	1,0	9,1	16,3	3,3
Zignago Vetro SpA	Italie	3,7	13,4	27,3	6,5
Médiane	-	2,0	10,9	16,5	3,6

\* Source: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.

Rédigé le 30/09/2021

## MPBS

### Une diversification prometteuse

#### Compte de résultat

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>46,4</b>	<b>57,7</b>	<b>69,0</b>	<b>101,5</b>	<b>89,2</b>	<b>112,5</b>
<i>Progression</i>	-	24,2%	19,7%	47,1%	-12,1%	26,1%
<b>Marge Brute</b>	<b>12,0</b>	<b>14,9</b>	<b>18,0</b>	<b>23,3</b>	<b>20,5</b>	<b>28,0</b>
<i>Progression</i>	-	24,7%	20,4%	29,5%	-12,0%	36,5%
<b>Taux de marge brute</b>	<b>25,8%</b>	<b>25,9%</b>	<b>26,1%</b>	<b>22,9%</b>	<b>23,0%</b>	<b>24,9%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,4</b>	<b>6,6</b>	<b>8,7</b>	<b>10,1</b>	<b>7,8</b>	<b>15,2</b>
<i>Progression</i>	-	51,8%	32,2%	16,0%	-23,0%	95,1%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>9,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>8,7%</b>	<b>13,5%</b>
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>6,6</b>
<i>Progression</i>	-	74,4%	25,2%	-16,9%	-73,9%	88,5%
<b>Marge nette</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>0,9%</b>	<b>5,9%</b>

Sources: Etats financiers consolidés et estimations du management de MPBS.

- En 2020, le Groupe MPBS a été fortement impacté par la crise sanitaire. Le spécialiste des panneaux en bois a vu son chiffre d'affaires chuter de 12,1% à 89,2MDt, suite à la situation économique détériorée, et son résultat net se replier de 74% à 0,8MDt.
- 2021 s'annonce un bon cru pour le manufacturier de bois, qui estime pouvoir renouer avec la croissance pour l'année en cours et réaliser un chiffre d'affaires de 112,5MDt, en forte progression de 26% par rapport à l'année écoulée. Un rebond soutenu par la reprise des ventes à l'export, grâce à la stabilité politique en Libye et à l'ouverture de son marché. Le management table sur un résultat net de l'ordre de 6,6MDt, soit une marge nette de 5,9% contre 0,9% en 2020.
- La reprise de l'activité, déjà amorcée et confirmée pour la première moitié de l'année et la réalisation du budget annoncé par le management de la société, devront ramener MPBS à un niveau de valorisation alléchant (soit un PER 2021e de 7,3x et un multiple VE/EBITDA 2021e de 4,3x).
- Grâce à l'intégration des nouvelles filiales, le Groupe serait en mesure de concrétiser le budget annoncé pour 2021 et de retrouver des niveaux de valorisation attractifs. Un positionnement sur le titre nous semble opportun. Nous recommandons le titre à l'« Achat ».

**Prix : 4,640 Dt**

**Acheter (+)**

**Actionnariat**

Famille SELLAMI : 62,6%

Flottant : 37,4%

**Capitalisation boursière: 47,9MDt**

**Ratios boursiers\*:**

PER 2021e : 7,3x

Yield 2021e : 2,2%

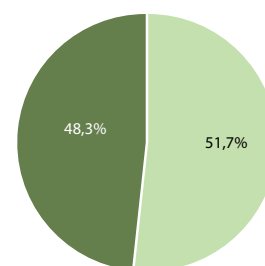
VE/EBITDA 2021e: 4,3x

ROE 2020: 2,3%

Performance 2021: +23,4%

\* Données au 30 Septembre 2021.

#### Répartition du chiffre d'affaires en 2020



- Chiffre d'affaires de la société mère
- Chiffre d'affaires des filiales



## I- Présentation du Groupe MPBS

■ Créée en 1980, MPBS est une société spécialisée dans la production de panneaux de bois sous différentes formes. Les produits de la société sont destinés aux industriels du bois et plus généralement au secteur du bâtiment et de l'ameublement (pour la fabrication de portes, de meubles, de cuisines, de dressings, d'habillage de murs, etc...).

■ Le Groupe MPBS compte, aujourd'hui, 6 filiales. Outre les trois anciennes participations stratégiques (détenues à hauteur de 100%) du Groupe dans : HABITAT «une société spécialisée dans le commerce des portes de sécurité, de parquets, de dalles de jardin». SPECTRA et ENERGIKA deux sociétés spécialisées dans le domaine des énergies renouvelables, trois nouvelles sociétés sont venues s'ajouter au périmètre de consolidation du Groupe, en 2019, à savoir : «CBM : «Comptoir des Bois et Matériaux», «MBS : Maison du Bois du Sud» et «SCIAF : Scierie Africaine ».

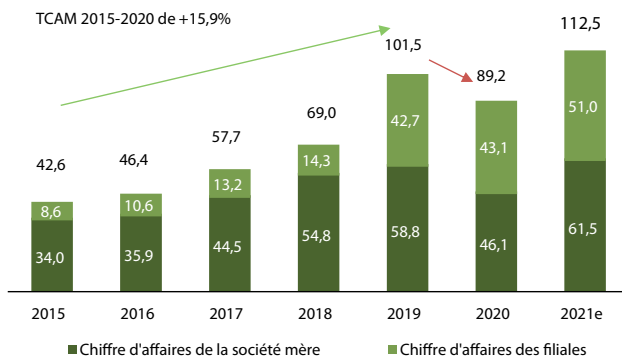
■ Ces acquisitions s'intègrent dans le cadre de la stratégie d'expansion du Groupe et permettent un complément de gamme (bois, MDF brut et panneaux OSP, robinetterie et articles sanitaires) pour les produits de MPBS, spécialisée jusque-là dans les panneaux plaqués, mélaminés et acryliques ainsi que dans les meubles en kit. MPBS serait en mesure de mieux répondre aux besoins de sa clientèle de menuisiers, d'industriels du bois, et de cuisinistes et plus précisément au besoin du secteur du bâtiment et de l'ameublement.

## II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

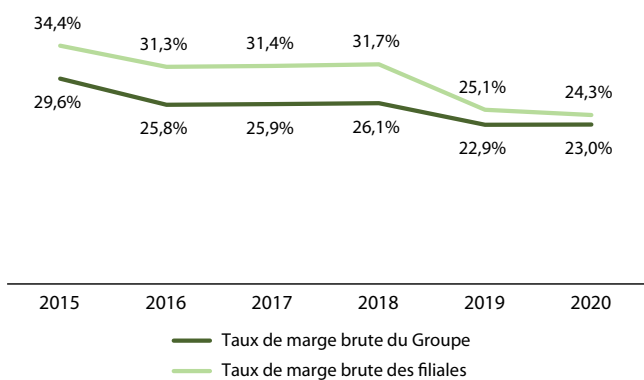
### 1) Une forte chute du top line

■ En 2020, le Groupe MPBS a été fortement impacté par la crise sanitaire. Le spécialiste des panneaux en bois a vu son chiffre d'affaires chuter de 12,1% à 89,2MDt suite à la situation économique détériorée. Il convient de préciser, qu'en 2019, la hausse du chiffre d'affaires (+47,1%) est expliquée par l'intégration globale des nouvelles filiales acquises dans le périmètre de consolidation. Le chiffre d'affaires de la société

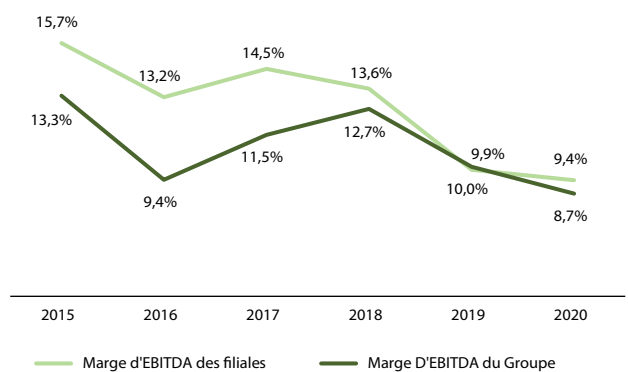
## Evolution du chiffre d'affaires du Groupe MPBS



## Evolution du taux de marge brute du Groupe et des filiales



## Evolution de la marge d'EBITDA du Groupe et des filiales



mère a, pour sa part, accusé une baisse encore plus profonde de 22% à 46,1MDt.

■ La contribution des filiales aux revenus du Groupe n'a pas cessé de progresser au fil des dernières années, passant de 20% en 2015 à 48,3% en 2020.

### 2) Les filiales tirent vers le haut la profitabilité du Groupe

■ Dans ce contexte pandémique, marqué par la pénurie des matières premières et la flambée de leurs prix, suite aux perturbations de

la chaîne d'approvisionnement, le Groupe a vu sa profitabilité fortement détériorée, depuis 2019. La marge brute du Groupe est passée de 29,6%, en 2015, à 23%, en 2020, comme le montre le graphique ci-dessus.

■ Les filiales ont connu le même sort, leur marge brute s'est nettement dégradée pour s'établir à 24,3%, en 2020, contre 34,4%, en 2015, comme le montre le graphique ci-dessus. Néanmoins, les filiales continuent de tirer vers le haut la marge brute du Groupe.

■ De même, la marge d'EBITDA du Groupe s'est inscrite dans ce même trend baissier, perdant 4,6 points de pourcentage, depuis 2015, pour s'établir à 8,7%, à fin 2020. Il en est de même, pour la marge d'EBITDA des filiales qui s'est établie à 9,7% à fin 2020, contre 15,7% en 2015.

■ En 2020, suite à la dégringolade des revenus et des marges, le résultat net part du groupe s'est replié de 74% à 0,8MDt contre 2,9MDt, une année auparavant. La marge nette s'est délestée de 2 points de pourcentage pour s'établir à 0,9%, à fin 2020. De même, le ROE a perdu 6,8 points de pourcentage pour s'établir à 2,3%.

### 3) Une structure financière équilibrée

■ Le spécialiste en bois préserve sa structure bilantielle équilibrée. En 2020, à fin de renforcer ses fonds propres, MPBS a eu recours à une augmentation de capital pour un montant de 3,9MDt par conversion de compte courant actionnaires. Les fonds propres du Groupe se

En MDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BFR	21,7	21,3	22,6	31,3	26,1	43,5
BFR/CA	50,9%	45,8%	39,1%	45,3%	25,7%	48,8%
Variation du BFR	4,0	-0,4	1,3	8,7	-5,2	17,4
Investissements	3,5	6,8	2,7	1,4	3,9	4,9
Dette nette	3,3	7,9	7,3	12,8	14,2	21,7
Gearing	11,7%	27,6%	24,2%	39,3%	40,3%	46,5%
Fonds propres	28,0	28,5	30,3	32,7	35,0	46,6

« Le contexte pandémique et économique morose marqué par la dégradation du pouvoir d'achat du consommateur tunisien, la pénurie des matières premières et la flambée de leurs prix, a grevé la rentabilité du spécialiste en bois, en 2020 ».

sont renforcés pour s'élever à 46,6MDt contre 35MDt en 2019.

■ Même si en hausse, la dette nette du Groupe, atteignant les 21,7MDt, à fin 2020, s'établit encore à un niveau raisonnable. Le gearing est passé de 40,3%, en 2019, à 46,5%, en 2020.

■ Le recours à l'endettement a permis au Groupe de financer à hauteur de 3,7MDt, l'acquisition

d'une nouvelle presse pour panneaux plaqué et la construction de la deuxième et la troisième partie de l'unité de production TYNA.

■ En 2020, le BFR s'est fait ressentir davantage pour passer de 26,1MDt, en 2019, à 43,5MDt, en 2020, représentant 48,8% du chiffre d'affaires du Groupe.

### 4) Une génération de cash flow toujours insuffisante

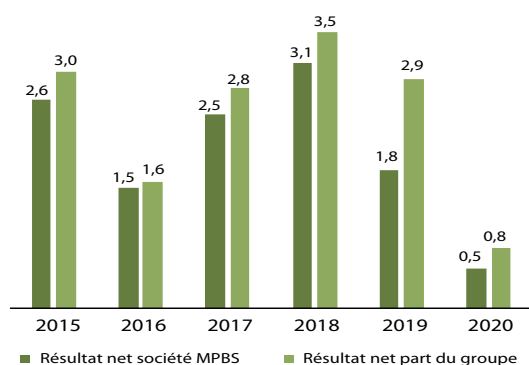
■ Toutefois, la génération de cash flow demeure encore insuffisante et irrégulière. Le ratio CFO/EBITDA est nettement inférieur à 1x, s'établissant à -0,4x, à fin 2020.

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ En dépit de la recrudescence de la pandémie Covid-19 qui continue de perturber toutes les transactions à l'échelle mondiale, le début de l'année 2021 a été un bon cru pour le manufacturier de bois, qui estime pouvoir renouer avec la croissance pour l'année en cours et réaliser un chiffre d'affaires de 112,5MDt, en forte progression de 26% par rapport à l'année écoulée. Une amélioration soutenue par la reprise des ventes à l'export grâce à la stabilité politique en Libye et à l'ouverture de son marché.

■ Toutefois, le contexte durant le premier semestre de l'année en cours a été encore caractérisé par la non disponibilité des matières premières avec une hausse significative de leurs prix, ce qui mettra encore à mal les marges du Groupe. Cependant, le management de MPBS table sur une nette amélioration de la profitabilité sur toute l'année avec une marge brute en hausse de 1,9 point de pourcentage à 24,9% et une marge d'EBITDA de 13,5% en 2021 contre 8,7% en 2020. Le management table, également, sur un résultat net de l'ordre de 6,6MDt, soit une marge nette de 5,9% contre 0,9% en 2020.

Evolution du résultat net de la société et du résultat net part du groupe 2015-2020



En MDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flux d'exploitation	0,2	3,3	3,0	-3,0	8,1	-3,5
CFO/EBITDA	0,0	0,8	0,5	-0,3	0,8	-0,4
Free Cash Flow	-3,3	-3,5	0,3	-4,4	4,2	-8,4



■ Le Groupe compte poursuivre ses ambitions de développement et a décidé d'investir un montant de 2,7MDt pour les années 2021 à 2022. Ce plan d'investissement porte principalement sur l'achèvement de toute la construction du site TYNA et son agencement ainsi que la mise en place d'une installation photovoltaïque pour autoconsommation. MPBS a, également, acquis une participation majoritaire (70,2%) dans le capital d'une société d'huile d'olive «SMVDA Domaine Oliva» créée en 2019. La société devrait commencer à générer des profits dans le moyen terme.

#### **IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs**

■ En bourse, après la débâcle de 2020 (une contreperformance de 30%), le spécialiste en bois affiche une belle ascension de 23% à fin Septembre 2021. Affichant des niveaux de valorisation trop élevés

en 2020 en raison de la baisse de l'activité et de la profitabilité (un PER 2020 de 54,3x et un multiples VE/EBITDA 2020 de 8,1x) le titre a été abandonné en bourse. La reprise de l'activité, déjà amorcée et confirmée pour la première moitié de l'année (une envolée des revenus de la société mère de 76,2% à 30,1MDt, au terme du mois de Juin 2021) et la réalisation du budget annoncé par le management de la société, devrait ramener la valeur à un niveau de valorisation alléchant (soit un PER 2021e de 7,3x et un multiple VE/EBITDA 2021e de 4,3x).

■ Grâce à l'intégration des nouvelles filiales, le Groupe serait en mesure de concrétiser le budget annoncé pour 2021 et de retrouver des niveaux de valorisation attractifs. Un positionnement sur le titre nous semble opportun. **Nous recommandons le titre à l'«Achat».**

**« La reprise de l'activité, déjà amorcée et confirmée en ce début d'année et la réalisation du budget annoncé par le management de la société, devront ramener MPBS à un niveau de valorisation alléchant ».**

Rédigé le 30/09/2021

## NEW BODY LINE

### Un rebond à l'horizon

#### Compte de résultat

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>8,1</b>
<i>Progression</i>	-	4,5%	10,6%	-13,8%	-15,1%	64,1%
<b>Marge brute</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>
<i>Progression</i>	-	6,3%	17,9%	-9,0%	-29,8%	81,9%
<b>Taux de marge brute</b>	<b>62,9%</b>	<b>64,0%</b>	<b>68,2%</b>	<b>72,0%</b>	<b>59,5%</b>	<b>66,0%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>2,7</b>
<i>Progression</i>	-	13,2%	35,5%	-16,0%	-58,2%	235,2%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>25,4%</b>	<b>27,5%</b>	<b>33,7%</b>	<b>32,9%</b>	<b>16,2%</b>	<b>33,0%</b>
<b>Résultat net</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>
<i>Progression</i>	-	31,2%	37,1%	-51,2%	-9,1%	90,7%
<b>Marge nette</b>	<b>26,2%</b>	<b>33,0%</b>	<b>40,9%</b>	<b>23,1%</b>	<b>24,8%</b>	<b>28,8%</b>

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

- La crise de la Covid-19 est passée par là. Les ventes du spécialiste des vêtements intelligents ont affiché une importante baisse de régime, la pandémie ayant engendré un arrêt total des ventes dans le secteur du textile en Europe pendant quatre mois, en 2020. Cependant, la léthargie de l'activité intrinsèque a été partiellement contrebalancée par le revirement du contexte de change en faveur de NBL et par la «manne du cash».
- 2021 devrait s'inscrire sous le signe du rebond pour le secteur du textile, en général, et pour NBL, en particulier. Le management note une reprise très accélérée de l'activité en Europe chez les principaux clients. En faisant valoir ses avantages en termes de qualité, de proximité et de réactivité, le spécialiste des vêtements intelligents devrait tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre au profit de la Tunisie.
- Nous recommandons le titre à l'achat en raison de son positionnement «forte valeur ajoutée» et de sa forte capacité génératrice de cash-flow.** Les perspectives restent positives vu la reprise post-confinement attendue dans les prochaines années, l'exposition de la société à une devise forte, l'Euro, et le potentiel de diversification de l'activité.

**Prix : 5,300 Dt**

**Acheter (+)**

**Actionnariat**

Famille REJEB : 62,6%

Fottant: 37,4%

**Capitalisation boursière: 23MDt**

**Ratios boursiers\*:**

PER 2021e: 9,7x

Yield 2021e: 6,8%

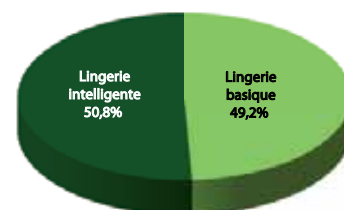
EV/EBITDA 2021e: 5,6x

ROE 2020: 10,9%

Performance 2021: +29,2%

\* Données au 30 Septembre 2021.

#### Structure des ventes par produit (2020)





## I- Présentation de la société New Body Line

■ Fondée en 2000 par M. Karim REJEB SFAR aux côtés de la SPPI SICAR\*, New Body Line est une société totalement exportatrice opérant dans le secteur du textile habillement. L'entreprise est spécialisée dans la production d'articles de lingerie «intelligents».

■ Cette nouvelle génération de produits innovants est composée de produits à forte composante technologique et ayant des vertus cosmétiques comme la compression, la correction de la silhouette, le micro massage et thermorégulation.

■ Concentrant environ 50% des ventes de la société, cette gamme représente un véritable gisement de croissance et de valeur ajoutée.

■ Grâce à son «know-how» unique dans la région et à son expertise confirmée dans la niche des cosméto-textiles, New Body Line se positionne actuellement en tant que monopole sur toute l'Afrique du Nord en matière de production de textiles intelligents et des vêtements sans couture.

■ Depuis 2003, la société a initié un partenariat technique avec une entreprise française LYTESS pour l'approvisionnement en articles de lingerie intelligente, via sa filiale tunisienne WAT. Arme à double tranchant, ce partenariat a permis à New Body Line de se lancer progressivement à la conquête des produits techniques tout en s'exposant au risque de dépendance vis-à-vis d'un seul client.

■ Consciente de sa dépendance commerciale, New Body Line s'est orientée vers la recherche de

nouveaux clients. Désormais, NBL détient à son actif un portefeuille d'une vingtaine de clients, aux côtés de LYTESS.

## II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

■ Les ventes de la société ont affiché une deuxième année consécutive de baisse (-15,1% à 4,9MDt). La crise de la Covid-19 a généré des perturbations dans le carnet de commandes de NBL et une sous-activité. La pandémie a, en effet, coûté environ 4 mois de chiffre d'affaires à la société.

■ Après un début d'année difficile (une chute des revenus de 41,8% à 1,9MDt sur le premier semestre de 2020), les ventes se sont largement rattrapées sur la deuxième moitié de l'année, enregistrant un rebond de 64% par rapport aux six premiers mois de 2020.

■ Deux constatations majeures ressortent de l'analyse de l'évolution des revenus :

**1) La détérioration du mix produit :** C'est l'activité de la lingerie intelligente qui a subi le plus le coût de la pandémie, enregistrant un décrochage de ses ventes de -26,9% à 2,5MDt. L'activité de la lingerie basique s'est, quant à elle, bien défendue, affichant une légère hausse de ses ventes de 1,8% à 2,4MDt. La contribution de la lingerie intelligente, activité à plus forte valeur ajoutée, dans le mix produit de NBL a perdu du terrain, ressortant à 50,8%, contre une moyenne de 69,1% sur la période 2016-2019.

**2) Un effet volume défavorable compensé par un effet change positif:** La production écoulée par la société a reculé de 3,4% à 605

245 unités. Cette évolution a été contrebalancée par l'appréciation de l'Euro face au Dinar (+6% en 2020). Rappelons que New Body Line réalise 93% de ses ventes en Euro.

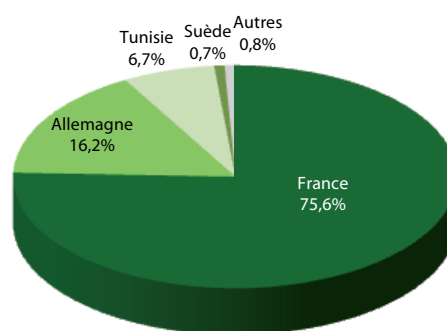
■ Le marché français continue à être le principal marché cible pour NBL, s'adjugeant la part du lion dans les ventes (une part de 76% à fin 2020).

■ C'est au niveau de la marge brute que la dégradation du mix produit est plus perceptible. Cette dernière s'est rétractée de 12,5 points de pourcentage à 59,5%, soit le niveau le plus bas dans la vie boursière de NBL.

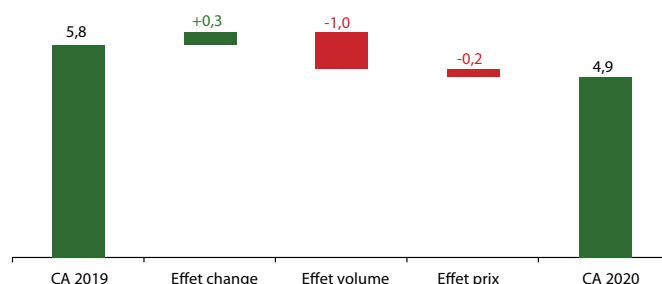
■ Les efforts de maîtrise des frais généraux (-5,9% à 2,1MDt) se sont avérés insuffisants pour palier à la dégradation de la marge d'EBITDA. Cette dernière a régressé de 16,7 points de pourcentage à 16,2%. L'EBITDA s'est, quant à lui, effrité de 58,2% à 0,8MDt.

■ La récurrence des cash-flow reste la force majeure de New Body Line. Malgré le changement du comportement clients en favorisant plus le stockage des produits chez NBL et en adoptant la technique des petites commandes, le BFR reste maîtrisé (6 mois de chiffre d'affaires en 2020). L'activité d'exploitation dégage des flux de trésorerie abondants (une

Répartition géographique des ventes (2020)



Effet change, effet volume et effet prix dans l'évolution des ventes (en MDt)





# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

moyenne de 1,8MDt sur les quatre dernières années). Parallèlement, le matelas de trésorerie confortable cumulé au fil des années (une assise de 8,3MDt) lui dégage une enveloppe généreuse de produits financiers (un montant de 0,5MDt en 2020) qui bonifie régulièrement les résultats. D'ailleurs, c'est la manne financière de NBL ajoutée au revirement du contexte de change, en 2020 (des gains nets de change de 235,8 mille dinars réalisés en 2020, contre des pertes nettes de change de 527,3 mille dinars subies en 2019) qui a permis à New Body Line de contrebalancer partiellement l'atonie de l'activité intrinsèque et de dégager un résultat net de 1,2MDt, en baisse de 9,1% par rapport à 2019.

- Notons, enfin, que la forte capacité génératrice de cash flow de la société lui permet de maintenir un bilan zéro dette et de distribuer un dividende généreux (un payout de 126% au titre de l'exercice 2020).

- L'AGO du 26 Mai dernier a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,360Dt (contre un dividende de 0,250Dt par action distribué au titre de l'exercice 2019), et ce à partir du 23 Août 2021.**

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

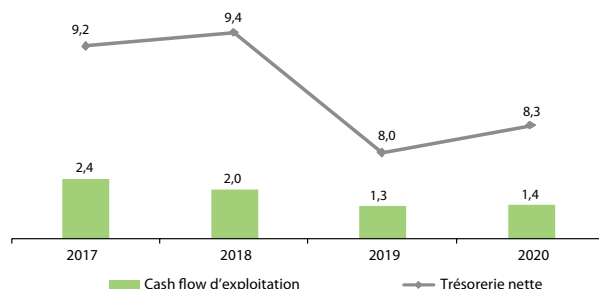
- La renonciation au projet d'implantation en Egypte a été l'annonce majeure de l'AGO du 26 Mai dernier. Après l'étude du projet, le management a privilégié de continuer l'activité de production en Tunisie et d'exporter directement vers des clients servant le marché égyptien.

- Interpellée sur une possible extension vers les marchés de

l'Afrique Subsaharienne, l'équipe de direction a expliqué que ce marché ne représente pas un intérêt stratégique pour New Body Line, au jour d'aujourd'hui, étant donné qu'il est un marché peu structuré et vu les difficultés de prospection commerciale qui existent présentement.

- Préserver le portefeuille de clients existants, prospecter de nouveaux clients en Europe en faisant valoir les avantages comparatifs de proximité et de réactivité de NBL et cibler davantage le marché local, telle est la ligne de conduite du management dans les prochaines années. Le ciblage du marché local est motivé par la volonté de profiter de l'intérêt croissant des Tunisiens pour les produits intelligents et les articles de sport et par la volonté de profiter de l'alignement du taux d'imposition des ventes locales à celui des exportations (un taux d'IS uniforme de 15% à partir de l'exercice 2021). Le management a confirmé que les efforts de prospection sur le marché local vont bon train. Ils ont permis de dénicher trois clients possédant des chaînes de boutiques et intéressés par les articles de sport. La dynamique commerciale sur le marché local devrait s'intensifier à

### Evolution des cash flow d'exploitation et de la trésorerie nette (en MDt)



premier semestre, en 2021. Ses ventes ont plus que doublé à 3,9MDt, profitant de la croissance économique de rattrapage post-Covid en Europe et de la reprise de l'activité commerciale chez les principaux clients. La première moitié de 2021 s'est, également, inscrite sous le signe de la rentabilité. Le résultat net de NBL est ressorti à 1,4MDt, au 30/06/2021, contre un bénéfice net de 27,4 mille dinars, au 30/06/2020.

- Tenant compte des réalisations semestrielles, nous tablons sur une envolée du chiffre d'affaires de NBL de 64% à 8,1MDt, sur l'année pleine 2021, et sur un résultat net de 2,3MDt.

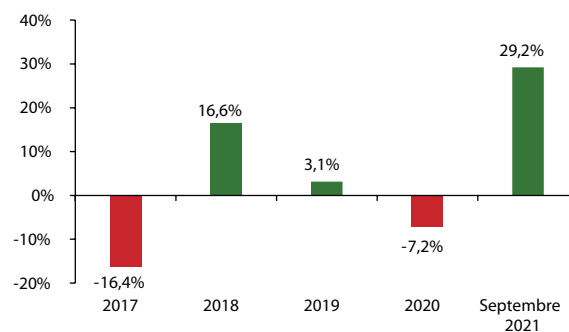
### IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Le titre New Body Line a connu sur les deux dernières années un parcours boursier en demi-teinte (une performance de 3,1% en 2019 et une contreperformance de 7,2% en 2020). Le spécialiste des vêtements intelligents a été sanctionné par les investisseurs sur fond d'une détérioration importante de la rentabilité sur les deux dernières années.

- «2021 sera l'année de la reprise pour NBL si les conditions d'exploitation continuent à être bonnes, comme au début de l'année en cours», estime le management durant l'AGO du 26 Mai dernier.

- Le spécialiste des vêtements intelligents a connu un excellent

### Performances boursières annuelles de New Body Line





- En 2021, les investisseurs ont retrouvé de l'appétit pour le titre (une performance de 29,2%, à fin Septembre 2021) encouragés par les indicateurs d'activité rassurants, portant la marque d'une reprise accélérée de l'activité, en 2021, et par l'annonce du rehaussement des dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2020.
- Au niveau de cours actuel, la société est valorisée à 22,5MDt soit un PER 2021 estimé de 9,7x, un multiple VE/EBITDA 2021 prévisionnel de 5,6x et un rendement en dividendes estimé de 7,5% en 2021; un niveau de valorisation attrayant dans l'absolu et comparativement à la moyenne internationale (voir tableau ci-dessous).
- Malgré sa manne financière et son profil totalement exportateur, New Body Line affiche, à nos yeux, trois faiblesses: des performances volatiles, une forte exposition au marché français et une politique d'investissement en deçà des attentes (une enveloppe d'investissement de 88 mille dinars en moyenne sur la période 2017-2020) pour une activité axée sur l'innovation.
- **Nous révisons à la hausse notre recommandation sur New Body Line de «Conservé avec des perspectives positives» à «Acheter».** Les perspectives de la société restent prometteuses vu la reprise post-confinement attendue dans les prochaines années, l'exposition de la société à une devise forte, l'Euro, et le potentiel de diversification de l'activité.

#### Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	ROE 2020	Marge d'EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021e (x)	PE/2021e (x)
New Body Line	Tunisie	10,9%	16,2%	5,6	9,7
CALIDA Holding AG	Suisse	Négatif	11,6%	7,9	21,5
Makalot Industrial Co., LTD	Taiwan	21,2%	13,3%	12,7	19,8
Page Industries Limited	Inde	40,0%	17,3%	54,2	80,6
Hanesbrands Inc.	Etats-Unis	Négatif	2,8%	8,9	9,6
Teejay Lanka Plc	Sri Lanka	12,8%	12,0%	6,1	11,2
Shenzhou International Group Holdings	Chine	19,5%	29,7%	24,9	32,5
Médiane		19,5%	13,3%	12,7	21,5

Source: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.







# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2021

## Suite Stock Guide Marché principal (ex. Marché Alternatif) et Hors Cote\*

1 Dt = \$0,34 €0,31	Cours 28/11/21 Dt	Nombre d'actions Milliers	Volume Hebdo Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur d'Entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA		ROE		Bénéfice par Action	
						2019 (x)	2020 (x)	2019 (x)	2020 (x)	2019 Dt	2020 Dt	2019 Dt	2020 Dt
CARTHAGE CEMENT	1,400	343 625	0,346	481	958	4,6	3,8	16,5	9,5	neg	-0,149	0,056	0,152
SERVICOM	2,090	11 874	0,075	25	69	5,0	7,8	15,3	40,4	n.s.	-0,141	-0,238	0,011
AMS	1,000	6 577	0,007	7	57	2,8	16,3	n.s.	n.s.	n.s.	-3,548	-4,612	-3,801
Land'Or	8,820	11 226	0,088	99	113	0,7	0,9	6,5	7,7	27%	0,389	0,622	0,652
AeTech	0,460	2 223	0,000	1	3	0,5	0,5	7,3	n.s.	neg	-0,102	0,131	-0,057
New Body Line	5,470	4 250	0,048	23	15	2,6	3,0	8,0	18,8	11%	0,315	0,286	0,546
OfficePlast	1,600	12 218	0,001	20	30	1,2	1,3	7,3	9,3	neg	0,059	-0,020	-0,046
SOTEMAIL	3,150	34 514	0,000	109	166	2,8	3,5	13,0	21,6	neg	0,067	-0,173	0,004
Tawasol Group Holding	0,740	108 000	0,030	80	166	1,8	2,4	18,7	41,1	neg	-0,053	-0,067	-0,025
MIP	0,210	4 399	0,000	1	5	2,0	4,6	n.s.	n.s.	n.s.	-0,400	-0,430	-0,466
CEREALIS	9,000	4 889	0,000	44	37	1,3	1,1	6,0	4,9	20%	0,668	0,721	0,877
SANIMED	2,190	12 400	0,000	27	120	2,2	3,4	15,1	n.s.	neg	-0,303	-1,046	0,100
Assurances AMI	2,060	87 392	0,138	180	-	-	-	-	-	neg	-0,343	0,007	0,009
SITEX	6,120	2 306	0,000	14	74	0,8	1,4	15,4	n.s.	neg	-0,999	-3,562	-1,889
STS	8,350	680	0,000	6	70	3,1	3,5	n.s.	n.s.	n.s.	-12,335	-15,378	-16,871
Hors Cote*													
				«Volume hebdo Millions Dt»									
				0,6									
				916,0									

Hors Cote*	PER**	P/B	Dividende par Action	Rendement		Performance		Recommandation		
				2019 (x)	2020 (x)	2019 Dt	2020 Dt		1 semaine	début 2021
CARTHAGE CEMENT	n.s.	24,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+1,4%	-26,3%	Cs
SERVICOM	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+3,5%	+4,0%	-
AMS	n.s.	14,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+6,4%	+11,1%	-
Land'Or	22,7	13,5	0,200	0,200	0,200	2,3%	2,3%	-2,0%	+27,6%	Cs (+)
AeTech	3,5	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-2,1%	-24,6%	-
New Body Line	17,4	19,1	0,250	0,360	0,400	4,6%	6,6%	+0,2%	+33,1%	+
OfficePlast	32,6	n.s.	0,030	0,020	0,000	1,8%	1,2%	+1,3%	-17,1%	Cs
SOTEMAIL	46,9	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	-11,0%	-
Tawasol Group Holding	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-1,3%	+5,7%	-
MIP	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	+50,0%	-
CEREALIS	13,5	12,5	0,145	0,145	0,145	1,6%	1,6%	+0,0%	-0,3%	-
SANIMED	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	+14,7%	+
Assurances AMI	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+1,5%	+3,0%	Cs
SITEX	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+0,0%	+2,7%	-
STS	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-2,9%	-34,1%	-
PER ex. Marché Alternatif (x)	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
	24,8	20,9	12,3	2,6	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

N.B. Les chiffres sont calculés sur la base des états financiers consolidés (sauf indisponibilité)

\* Nous nous référons aux valeurs négociées sur le système de cotation électronique du marché hors-cote

\*\* Le PER est calculé sur le résultat net consolidé retenu d'élements exceptionnels

n.s. = non significatif

VE = Capitalisation + Dette Nette





## Lexique

<b>ANR</b>	Actif net réévalué.	<b>P/ANR</b>	Capitalisation Boursière/ Actif Net Réévalué.
<b>BPA</b>	Bénéfice par action.	<b>P/B (Price to Book)</b>	Capitalisation Boursière / Fonds propres.
<b>Capitalisation Boursière</b>	Nombre de titres d'une entreprise multiplié par le cours de bourse.	<b>PER ou P/E</b>	Cours / BPA. Il signifie le nombre d'années de bénéfices que l'acquéreur est prêt à déboursier pour acquérir une société.
<b>Cash Flow ou CF</b>	Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.	<b>P/E du marché ou sectoriel</b>	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.
<b>DPA</b>	Dividende par action.	<b>PNB</b>	Produit net bancaire.
<b>Dette nette</b>	Le solde des dettes financières d'une part et des placements financiers et de la trésorerie d'autre part.	<b>Recommandation ou Opinion</b>	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.
<b>Dividend Yield</b>	Le rapport du dividende ajusté au cours de l'action exprimé en pourcentage.	<b>Résultat net part du Groupe (RNPG)</b>	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.
<b>EBE</b>	Excédent brut d'exploitation. C'est le résultat d'exploitation avant amortissements et provisions.	<b>ROCE (Return On Capital Employed)</b>	Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation. Résultat d'exploitation net d'impôt / (Immo. Nettes + BFR).
<b>EBIT</b>	Résultat avant charges financières et Impôt.	<b>ROE (Return On Equity)</b>	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.
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization. C'est l'équivalent de l'EBE.	<b>Stockpicking</b>	Technique de sélection de valeurs pour se constituer un portefeuille.
<b>Flottant</b>	Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.	<b>VE (Valeur d'entreprise)</b>	Capitalisation boursière + dette nette.
<b>Gearing</b>	Dette financière nette rapportée 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.		
<b>Goodwill (écart d'acquisition, survaleur)</b>	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.		
<b>IPO</b>	Initial Public Offering (Introduction en bourse).		
<b>NPL</b>	Non Performing Loans ou créances classées, appellations qui désignent les créances douteuses des banques ou des sociétés de leasing.		
<b>OPR</b>	Offre publique de retrait.		
<b>Pay-out</b>	Montant distribué sur résultat net, exprimé en pourcentage.		

# Tunisie Valeurs

LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

Filiale du groupe



INTERMÉDIATION EN BOURSE – GESTION D'ACTIFS – INGÉNIERIE FINANCIÈRE – SPÉCIALISTE EN VALEURS DU TRÉSOR  
DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES : (216) 71 189 600 - recherche@tunisievaleurs.com



Siège social - Centre Urbain Nord