

## Opportunités d'investissement en bourse

- Conjoncture économique internationale et nationale
- Rétrospective boursière 2020 et perspectives 2021
- Portefeuille type de Tunisie Valeurs
- Valeurs adaptées aux petits tickets et au profil CEA
- Valeurs sous surveillance positive

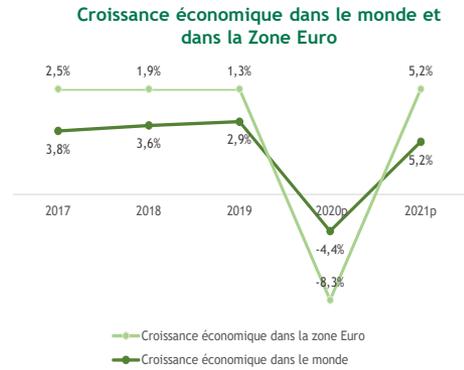
**Tunisie Valeurs**  
LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

## Conjoncture économique internationale : Une reprise tempérée par les soubresauts de la pandémie

■ Sous l'emprise de la crise sanitaire Covid-19, les économies mondiales ont connu une récession sans pareille. Les confinements décrétés pour endiguer la crise, paralysant totalement certains secteurs et les échanges extérieurs et provoquant une montée fulgurante du chômage, ont mis à genoux la plupart des économies mondiales. La plupart des banques centrales ont adopté des mesures expansionnistes pour soutenir leurs économies.

■ Après avoir révisé deux fois à la baisse en Avril et en Juin ses prévisions de croissance mondiale, le Fonds Monétaire International a revu à la hausse, en octobre 2020, ses projections. Le taux de croissance mondiale s'établirait à -4,4 % en 2020, soit 0,8 point de pourcentage au-dessus des prévisions de Juin et ce grâce à l'accélération de l'activité globale aux mois de Mai et en Juin notamment dans les pays qui ont réouvert leurs économies et levé les restrictions aux dépenses. Cette révision à la hausse a touché la majorité des économies avancées à l'instar des Etats-Unis (qui devrait se contracter de -4,3% au lieu de -8% prévu précédemment), de la Zone Euro (-8,3% contre -10,2% prévu en Juin). La France, le premier partenaire commercial de la Tunisie devrait afficher une récession de -9,8% contre -12,5% prévue en Juin. Les pays émergents et en voie de développement devraient connaître une décroissance de seulement -3,3%. La croissance Chinoise, s'établirait à 1,9% contre 1% prévu auparavant après une croissance de 6,9% en 2019.

■ En 2021, une croissance du PIB de 5,2% est attendue, soit 0,2 point de moins que dans la mise à jour de juin 2020. Face à la recrudescence des cas touchés par la pandémie et le ralentissement de l'ouverture de plusieurs pays, le fonds a opté pour plus de prudence.



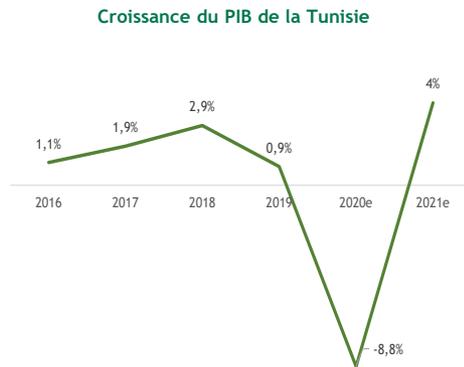
Source: FMI

## Conjoncture économique nationale: une crise inédite

■ En 2020, les retombées économiques de la crise sanitaire en Tunisie ont été ravageuses. Les indicateurs économiques en fin d'année, qui tiennent compte d'un confinement d'environ 3 mois, font état d'une contraction historique du PIB (de 8,8% en 2020 contre une croissance de 0,9% en 2019), d'une aggravation des déséquilibres budgétaires déjà marqués (un déficit budgétaire de 11,4% en 2020 contre un déficit de 3,6% une année auparavant) et de la flambée de l'endettement public (88% du PIB contre 72,5% en 2019). En contrepartie, nous notons une atténuation graduelle de l'inflation portant notamment la marque de la baisse des prix de l'énergie. La détente constatée au niveau des réserves en devise (160 jours d'importation au 29 décembre 2020) traduit notamment la chute des dépenses d'investissement (-37,7%) ainsi que le manque de dynamisme des échanges extérieurs. En 2021, le gouvernement table sur une croissance de 4% soutenue par la reprise des services marchands et des industries manufacturières.

### 1) Une récession inédite

■ Après un deuxième trimestre morbide (PIB en recul de 20,1% par rapport au 1<sup>er</sup> trim. ) fortement impacté par le confinement général, l'amorce d'une forte reprise au troisième trimestre de (PIB en hausse de +19,4 % par rapport au trimestre précédent), le PIB s'est retrouvé encore une fois en zone rouge (en baisse de -0,3% au dernier trimestre) suite à la résurgence de la pandémie. Selon l'Institut National des Statistiques, le PIB national a enregistré une chute historique de 8,8% en 2020. Il s'agit de la plus forte récession qu'ait connue la Tunisie depuis son indépendance en 1956.



Source: INS et Ministère des finances

« Sous l'emprise de la crise sanitaire en 2020, le PIB de la Tunisie a subi une contraction historique de 8,8% »

▪ Lors de sa dernière mission en Janvier 2021, le FMI a estimé que le PIB réel de la Tunisie en 2020 aurait reculé de 8,2% et que la reprise serait de 3,8% en 2021. Le fonds a précisé que la reprise est fortement corrélée à la durée et l'intensité de la pandémie ainsi qu'à l'efficacité de la campagne de vaccination.

## 2) Poursuite de la détente de l'inflation

▪ En décembre 2020, le taux d'inflation s'est stabilisé à 4,9%. Depuis le début de l'année, l'inflation a connu une tendance baissière allant de 5,9% en janvier 2020 à 5,8% au mois de février, suivi d'un rebond transitoire à 6,3% durant les mois du confinement sanitaire en raison de la pandémie du Covid-19, puis un retour à une détente inflationniste progressive pour marquer dans un premier temps un palier à 5,4% d'août à octobre puis un second palier à 4,9% en novembre et décembre. En moyenne annuelle, l'inflation s'est établie à 5,6% contre 6,7% en 2019 et 7,3% en 2018. Le taux d'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'est stabilisé à 5,9% après 6,1% en octobre et 6,3% en septembre 2020. Selon la BCT, l'inflation devrait connaître un apaisement pour s'établir au voisinage de +4,8% au cours du premier trimestre de 2021 (contre +5,0% au T4-2020).

## 3) Une balance commerciale en diète et des réserves de change en amélioration

▪ **Affaïssement des exportations** : Durant l'année 2020, les ventes à l'export ont accusé une baisse de -11,7% pour s'établir à 38,7Mds Dt. Ce repli observé a concerné plusieurs secteurs notamment celui des textiles et d'habillement, des industries mécaniques et électriques, de l'énergie et des mines, phosphates et dérivés.

▪ **Fléchissement des importations** : Dans le même sillage, les importations ont enregistré une baisse encore plus prononcée que celle des exportations. Elles se sont dégringolées de -18,7% pour totaliser 51,4Mds Dt. La baisse des importations est due à la baisse enregistrée au niveau des importations des biens d'équipement, des matières premières et demi-produits, des biens de consommation et de l'énergie sous l'effet de la diminution des achats des produits raffinés et de gaz naturel. Par conséquent, le déficit commercial s'est réduit de 6,7Mds Dt pour s'établir à un niveau de 12,8Mds Dt, soit 11,5% du PIB. Le taux de couverture a gagné 5,9 points pour s'établir à 75,2%.

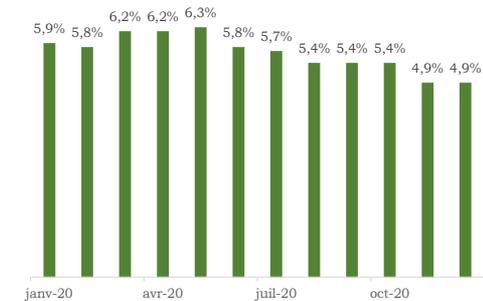
▪ Dans ce topo macro, la seule amélioration relative se trouve dans la **consolidation du niveau des avoirs nets en devises** (atteignant les 22,9Mds Dt ou 162 jours d'importation en fin de l'année contre 19,1Mds Dt et 108 jours d'importation à la même date de l'année précédente). Une amélioration qui trouve son origine, essentiellement, dans la forte atténuation du déficit commercial (repli des importations à un rythme plus accéléré que celui des exportations (-18,7% et -11,7%, respectivement). Par ailleurs, l'activité touristique et les entrées nettes des capitaux (prêts/emprunts et les investissements étrangers) ont connu, également, une forte baisse au cours de l'année 2020, impactés par la crise COVID,

## 4) Un déficit budgétaire qui se creuse et un endettement alarmant

▪ Les retombées de la crise sanitaire sur les recettes propres de l'Etat en 2020 ont été de lourde ampleur. Comparée à la loi de finance de 2020, la loi de finance rectificative a prévu un fléchissement de 16,9% des recettes fiscales à 26,4Mds Dt et un repli de 27,4% des recettes non fiscales à 3,8Mds Dt.

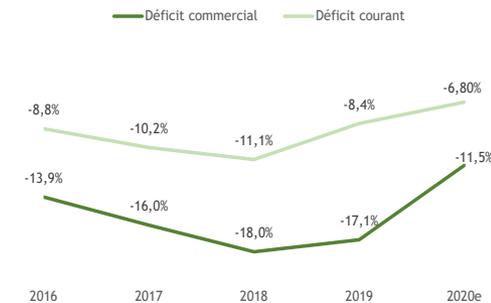
▪ Du côté des dépenses, la masse salariale continue de constituer un lourd fardeau sur les finances publiques, puisant 39,3% du budget de l'état et représentant 17,6% du PIB en 2020 ( l'un des taux le plus élevé au monde). D'un autre côté, les dépenses d'investissements ont chuté de 37,7% à 3,8Mds Dt. Des mesures exceptionnelles d'aide aux entreprises affectées par la Covid-19 d'une valeur de 1,1Mds Dt ont été engagées courant 2020. Selon les autorités gouvernementales, le déficit budgétaire s'établirait à 12,6Mds Dt, soit 11,4% du PIB contre 3,6% du PIB une année auparavant. Il convient de préciser que l'aggravation du déficit s'explique également par un transfert supplémentaire aux entreprises publiques.

Evolution de l'inflation moyenne



Source: BCT

Evolution des principaux soldes extérieurs



Source: FMI, BCT

**<< Le niveau soutenu des réserves en devises traduit notamment la forte atténuation du déficit commercial >>**

En 2021, sur fond d'une amélioration de la collecte d'impôts après une année subissant de plein fouet les retombées de la crise sanitaire Covid-19, les recettes fiscales seraient en hausse de 13,9% à 29,8Mds Dt, une recette qui demeure néanmoins inférieure au montant prévu au budget de l'Etat initial de 2020. Il en ressort un déficit budgétaire de l'ordre de 7,9Mds en 2021 soit 6,6% du PIB.

L'exacerbation des déséquilibres budgétaires en l'absence d'une croissance ferme et solide, aggrave encore le problème du surendettement structurel du pays. L'encours de la dette publique devrait ainsi atteindre la barre des 100Mds Dt pour s'établir à 109 Mds Dt en 2021 et représenter ainsi 91% du PIB en 2021.

## Evolution du budget de l'Etat

En M.Dt	2017	2018	2019	2020 LFC	2021 LF
<b>Recettes Propres</b>	<b>23 891</b>	<b>27 942</b>	<b>32 185</b>	<b>30 221</b>	<b>33 109</b>
Fiscales	21 187	24 503	28 901	26 407	29 825
Non fiscales	2 705	3 439	3 284	3 814	3 284
<b>Dépenses de gestion</b>	<b>21 432</b>	<b>23 680</b>	<b>26 433</b>	<b>33 753</b>	<b>32 308</b>
dont salaires	14 352	14 776	16 765	19 547	20 118
dont compensations	3 492	4 900	4 790	4 486	3 101
<b>Dépenses d'investissement</b>	<b>5 730</b>	<b>5 945</b>	<b>6 140</b>	<b>3 826</b>	<b>3 320</b>
<b>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>
Principal	4 745	5 127	6 396	7 454	11 501
Intérêt	2 260	2 802	3 205	4 134	4 030
<b>Déficit primaire</b>	<b>-3 396</b>	<b>-1 880</b>	<b>-488</b>	<b>-7 903</b>	<b>-2 619</b>
En % du PIB	-3,5%	-1,8%	-0,4%	-7,1%	-2,2%
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>-5 977</b>	<b>-5 056</b>	<b>-4 142</b>	<b>-12 649</b>	<b>-7 094</b>
en % du PIB	6,13%	4,74%	3,64%	11,40%	5,90%

Source: Ministère des finances

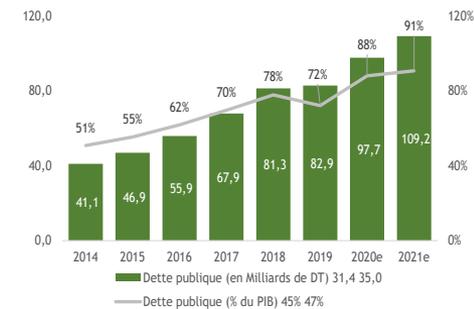
## III) Perspectives

La pandémie Covid-19 a aggravé les déséquilibres macroéconomiques déjà marqués de la Tunisie. Confronté à un bilan épidémiologique inquiétant et à une montée fulgurante du chômage et de la pauvreté, les défis des autorités nationales sont de taille au vu du resserrement budgétaire et de l'aggravation de l'endettement public.

Selon le Fonds Monétaire International, s'extirper de cette crise doit passer par l'adoption d'un plan de réforme exhaustif, crédible et bien communiqué afin de bénéficier du soutien fort de la société tunisienne et de ses partenaires internationaux. Il s'agit selon le Fonds, d'un pacte social qui devrait exercer un contrôle sur la masse salariale de la fonction publique, les subventions énergétiques mal ciblés, le secteur informel, la fiscalité (non équitable), la corruption et l'environnement des affaires. Le FMI recommande également aux autorités de mettre en place un plan de réformes des entreprises publiques, notamment que les risques budgétaires et financiers deviennent grandissants surtout que plusieurs grandes entreprises publiques, bénéficiant de la garantie de l'état, risquent la faillite sous le fardeau de la dette.

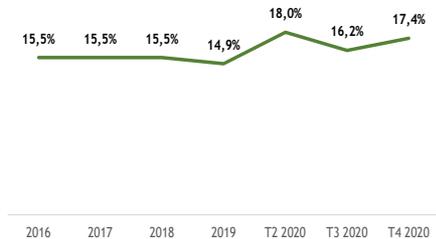
En effet, le désendettement de l'Etat ne pourrait s'amorcer qu'avec des efforts d'assainissement des entreprises publiques et la sortie graduelle de la trappe de faible croissance pour que le Gouvernement puisse substituer le recours à l'endettement par des ressources propres plus soutenues. Ce plan de réforme à moyen terme comportant des mesures douloureuses (notamment celles d'ordre social) pourrait assurer une croissance durable et inclusive à moyen terme et une soutenabilité de la dette.

## Evolution des principaux indicateurs d'endettement public



Source: BCT

## Evolution du chômage



Source: INS

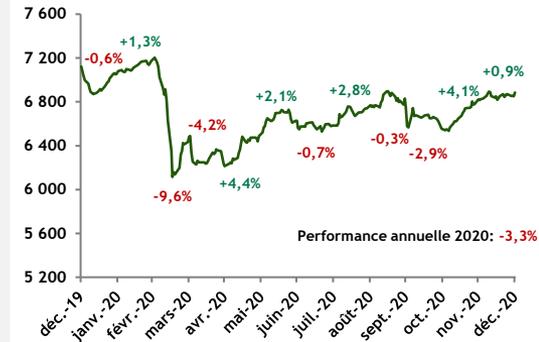
◆ Alors que l'année 2020 a commencé sous de nouvelles ambitions, la réalité a été tout autre. L'apparition de la Covid-19 et sa transformation rapide en une pandémie a forcé l'arrêt de pans entiers de l'économie mondiale et brouillé les cartes des experts de tous bords, de la communauté boursière et des preneurs de décision.

◆ En Tunisie, à l'image des principales places boursières mondiales, la réaction du marché actions ne s'est pas fait attendre. Mais, le faible bilan épidémiologique de la crise lors de la « première vague » de la pandémie, la réactivité des pouvoirs publics, de la BCT et des autorités du marché, la faible exposition aux investisseurs étrangers de portefeuille et l'absence des secteurs les plus sinistrés par la crise de la cote ont permis de limiter les dégâts.

◆ La remontée des indices au cours de la deuxième moitié de l'année 2020 le montre: une brise d'optimisme souffle sur notre marché. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 avec l'arrivée de plusieurs vaccins prometteurs et de l'occurrence d'un choc de croissance positif rendent les investisseurs confiants. Par ailleurs, la baisse des taux, le plafonnement des rémunérations sur les comptes à terme à TMM+1%, la baisse du taux de l'IS à 15% pour la majorité des sociétés cotées à partir de 2021 et le niveau plancher des valorisations devraient continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués en 2021.

◆ D'un point de vue fondamental, il va sans dire que les retentissements de la crise de la Covid-19 ont jeté une ombre sur les perspectives des sociétés cotées et devraient se faire ressentir sur leurs réalisations sur la période 2020-2021. Dans ce contexte, nous recommandons une stratégie d'investissement à dominante défensive. La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat imprévisible.

Evolution du Tunindex en 2020



## 2020: un parcours perturbé par la crise de la Covid-19

■ Après un début d'année « morose » perturbé par les tractations politiques autour de la formation du premier Gouvernement post-élections de 2019, le marché a succombé à un mouvement de panique depuis la découverte du premier cas positif à la Covid-19 en Tunisie (début mars). Les pressions vendeuses ont atteint leur paroxysme les séances du 13, 16 et 17 mars 2020 au cours desquelles le Tunindex a cumulé une baisse de 10%.

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

■ La bonne gestion de la crise et son faible coût humain lors de la première vague du Coronavirus, poussant les autorités à entamer le déconfinement progressif ont alimenté une reprise boursière depuis le début du mois de mai jusqu'au mois de juin. Le mouvement de rattrapage boursier a pris fin au mois de juillet sur fond d'instabilité politique en raison de la démission du chef du Gouvernement suivi par l'afflux des indicateurs d'activité du T2 2020, laissant entrevoir les dégâts de la crise de la Covid-19 (une régression du chiffre d'affaires agrégé des sociétés cotées de 12% sur la première moitié de 2020 comparativement à la même période de 2019).

*« Durant l'année 2020, l'activité boursière a connu des moments difficiles et une forte volatilité. L'éclatement de la crise de la Covid-19 et d'autres aléas sur le plan national ont affecté brusquement le volume des échanges et la tendance générale du marché »*

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

La nomination du nouveau Gouvernement de M. Hichem MECHICHI, en septembre 2020, n'a pas totalement dissipé les appréhensions du marché. La propagation rapide de la deuxième vague de la Covid-19 et les craintes sur un deuxième épisode de confinement général ont pesé sur le sentiment du marché.

A partir du mois de novembre, malgré la situation sanitaire encore délicate, la succession d'annonces favorables sur l'arrivée de plusieurs vaccins prometteurs et la perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 ont alimenté un retour de confiance des investisseurs dans les actions. Au final, le marché a terminé l'année avec une correction de -3,3%, contre une baisse de -2,1% en 2019. La Bourse de Tunis figure, ainsi parmi les marchés les moins touchés par la crise en Afrique et dans la région MENA.

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

Le constat est moins brillant sur le front des échanges. Le volume des transactions s'est contracté de 6,8% à 1,4 milliard de dinars en 2020. Le marché des blocs, qui était un véritable relais pour les échanges sur la cote, a nettement perdu de sa vigueur. En effet, une soixantaine de transactions de bloc ont eu lieu en 2020, drainant un volume additionnel de 229,9MDt (contre 72 transactions portant sur 454,3MDt en 2019).

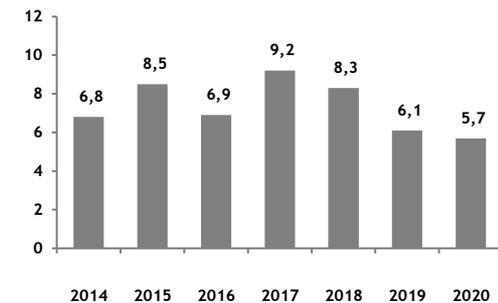
La crise actuelle a, de surcroît, accentué la défiance des investisseurs étrangers vis-à-vis de la place de Tunis. Longtemps préoccupés par les difficultés post-Révolution de l'économie tunisienne et par les craintes sur un nouvel épisode du glissement du dinar, les investisseurs étrangers ont été davantage refroidis par le spectre de la récession en Tunisie et ailleurs dans le monde. Les investisseurs étrangers ont enregistré, en 2020, un flux net vendeur de 85,9MDt. Force est de constater que la Tunisie, à l'instar de la crise des Subprimes de 2008, n'a pas connu un retrait massif des investisseurs étrangers comme cela a été le cas pour la majorité des places financières internationales. Représentant 25,3% de la capitalisation boursière globale, la participation étrangère a pour l'essentiel une vocation stratégique et stable. Une très faible part de la capitalisation des étrangers est flottante et volatile. Estimée aux alentours de 2% à 4%, cette frange d'investisseurs de portefeuille a généralement (à moyen et long termes) peu d'effets sur les mouvements du marché.

Le marché primaire a connu un net ralentissement des levées de fonds, les entreprises étant focalisées à gérer la crise et à puiser sur les lignes de crédits disponibles. Seule l'augmentation de capital de **Carthage Cement**, entamée en début d'année, a été clôturée par appel à l'épargne publique sur le marché. Cette opération (une levée de 206MDt, soit 77% du montant projeté) devrait permettre au cimentier de restructurer sa dette auprès des banques de la place.

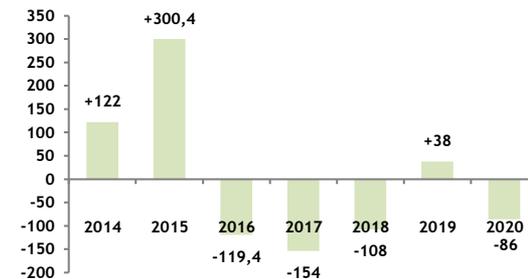
Après une année 2019 blanche sur le front des introductions en bourse, 2020 a été marquée par un retour au papier frais. Le Groupe **Assurances Maghreb** riche de 45 ans d'expérience dans l'assurance et 3<sup>ème</sup> acteur sur le marché en termes de primes émises a intégré le marché principal en ouvrant son capital au public à hauteur de 30%. Valorisant le Groupe à 250MDt, la mise sur le marché de **Maghreb** a connu un succès, récoltant une demande globale de nettement supérieure à l'offre (un taux de sursouscription de 11,4x). L'introduction en bourse de **Maghreb** ne manquera pas de donner un souffle nouveau au marché actions et d'enrichir la représentation du secteur de l'assurance autrefois limitée à quatre acteurs seulement : **STAR**, **ASTREE**, **BH Assurance** et **Tunis Ré**. Avec un taux de pénétration de 2% seulement et une contribution de 5% dans la capitalisation de la bourse (à fin 2020), le secteur de l'assurance en général et Maghreb en particulier disposent d'un potentiel de croissance largement inexploité.

Région MENA		Afrique	
Place boursière	Performance annuelle 2020	Place boursière	Performance annuelle 2020
Turquie	39,6%	Zimbabwe	1035,5%
Arabie Saoudite	3,6%	Nigéria	49,3%
Qatar	3,2%	Malawi	7,1%
Abu Dhabi	-0,6%	Afrique du Sud	3,6%
Tunisie	-3,3%	Namibie	-5,7%
Maroc	-7,3%	BRVM	-7,2%
Oman	-8,1%	Kenya	-9,1%
Dubai	-9,9%	Tanzanie	-12,0%
Jordanie	-13,2%	Ghana	-14,0%
Egypte	-22,3%	Îles Maurice	-18,1%

Evolution des volumes moyens (en MDt)



Solde des transactions des investisseurs étrangers (en MDt)



« 2020 a été marquée par un retour au papier frais après deux années d'absence d'introductions en bourse »

■ 2020 s'est caractérisée par la multiplicité des mouvements capitalistiques, des offres publiques d'achat et de retrait. La première opération de l'année a été l'acquisition par la BIAT d'un bloc majoritaire (de 50,5%) dans le capital de **Tunisie Valeurs**. Cette transaction a déclenché une OPA obligatoire sur le reste des actions portant la participation de la banque à plus de 98% de **Tunisie Valeurs**. Bouclée en avril dernier, l'OPA a été suivie par une OPR au terme de laquelle la société a été retirée de la cote et de la liste des sociétés faisant appel public à l'épargne. Le rapprochement entre la BIAT et **Tunisie Valeurs** s'inscrit dans une logique de synergies entre les métiers bancaires et du marché financier pour consolider le positionnement de chacun des acteurs sur son marché.

■ Une autre opération capitalistique a été menée en 2020. C'est l'acquisition d'une participation majoritaire (42,3%) dans le capital d'**Hexabyte** par la société 3S, holding détenant le fournisseur des services internet GlobalNet, et ce suite à la sortie de l'actionnaire fondateur M. Naceur HIDOUSI du capital. Valorisant **Hexabyte** à 15,7MDt, cette transaction a aussitôt déclenché une OPA sur le reste du capital. Après l'OPA, le nouvel actionnaire de référence d'**Hexabyte** a retiré la société de la cote et de la liste des sociétés faisant appel public à l'épargne. L'acquisition d'**Hexabyte** par 3S s'inscrit dans le cadre d'un mouvement de consolidation du secteur des FSI (GlobalNet avec une part de marché de 15% et **Hexabyte** avec une part de marché de 6%) pour résister aux grands opérateurs Télécom et à TopNet, le leader du secteur qui détient aujourd'hui une part de marché de 65%.

■ Un troisième mouvement capitalistique a eu lieu en 2020, touchant le promoteur immobilier **SITS**. Après avoir franchi le seuil de 40% du capital de la société, le Groupe **Poulina** a été soumis à une Offre Publique d'Achat obligatoire visant le reste du capital du promoteur immobilier, au prix de 2,360Dt par action, ce qui valorise **SITS** à 36,8MDt. Cette opération pourrait mettre un terme aux problèmes de gouvernance de la société qui ont sévi sur les dernières années.

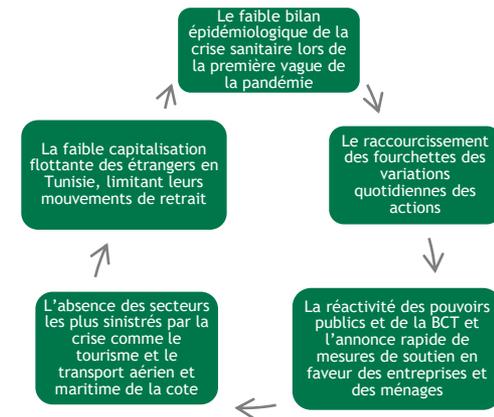
■ Après **Tunisie Valeurs** et **Hexabyte**, le distributeur des pièces de rechange pour véhicules automobiles et poids lourds **STEQ** envisage de se retirer de la bourse. Après avoir atteint une participation de 97% dans le capital, le Groupe **AREM** a lancé, à fin 2020, une OPR sur la société.

■ Les mouvements capitalistiques touchant les sociétés **Tunisie Valeurs**, **Hexabyte** et **SITS** ont beau réduire le nombre des sociétés cotées à 80 sociétés, au 31 décembre 2020, mais elles illustrent le rôle de la bourse en tant que tremplin pour les opérations de fusion-acquisition.

■ Sur le compartiment obligataire, le marché a connu un regain de vigueur des émissions surtout sur la deuxième moitié de l'année. Dix émissions obligataires par appel public à l'épargne ont pu être clôturées depuis le début de l'année pour une enveloppe totale de 380MDt (contre six levées pour 188,8MDt en 2019).

■ Pour l'industrie de la gestion d'actifs, le nombre des OPCVM en activité s'est élevé à 119. L'actif net de l'épargne collective a nettement repris du poil de la bête (+27,4% à 4,7 milliards de dinars, soit une collecte nette de 1 milliard du dinar). Le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt depuis le mois d'avril 2020 à TMM+1% et le relèvement du taux de la retenue à la source libératoire sur lesdits produits de 20% à 35%\* ont orienté l'épargne vers les OPCVM, et partant vers le marché obligataire.

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



« Le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt depuis le mois d'avril 2020 à TMM+1% et le relèvement du taux de la retenue à la source libératoire sur ces placements de 20% à 35% ont orienté l'épargne vers les OPCVM, et partant vers le marché obligataire »

Chiffres clés du marché financier	2017	2018	2019	2020
Performance du Tunindex	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	21,9	24,4	23,7	23,1
Capitalisation boursière en % PIB	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%
Nombre de sociétés cotées	81	82	81	80
Volumes de transaction (en millions de dinars)	2 307	2 065	1 522	1 423
Participation étrangère	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%
Nombre d'OPCVM en activité	123	124	119	119
Actifs gérés des OPCVM en MDt	4 361	3 956	3 675	4 683

\* Laquelle décision a été annulée par la loi de finances de 2021.

2021: Quelle stratégie d'investissement à adopter en 2021?

▪ Nous abordons l'année 2021 avec un certain nombre de convictions et quelques interrogations. 2021 sera l'année du règlement plus au moins rapide de la crise sanitaire avec l'arrivée de plusieurs vaccins et celle d'une croissance économique de rattrapage. Les questions résultent davantage de la réponse de la politique budgétaire et monétaire ainsi que des mouvances politiques et sociales.

▪ La remontée des indices au cours de la deuxième moitié de l'année 2020 (+4% pour le Tunindex) le montre: une brise d'optimisme souffle sur notre marché. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 et d'un rebond technique de croissance rendent les investisseurs confiants. D'un autre côté, la baisse des taux\*, le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt depuis le mois d'avril 2020 à TMM+1%, la baisse du taux de l'IS à 15% pour la majorité des sociétés cotées à partir de 2021 et le niveau plancher des valorisations (un PER moyen 2021 estimé de 9,2x pour le marché) devraient affaiblir la concurrence des placements bancaires et monétaires et continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués en 2021.

▪ Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2021 en raison d'une possible troisième vague de contamination. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques en 2020 seront encore ressentis en 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 est axée sur les thématiques suivantes:

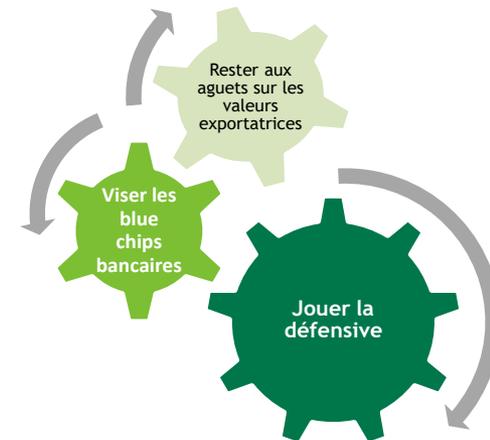
**1) Jouer la défensive:** Quand la morosité ambiante gagne la bourse, les valeurs défensives retrouvent leur attrait auprès des investisseurs fébriles. Nous recommandons un positionnement sur **SAH Lilas**, **SFBT**, **Délice Holding** et **Céréalis** dans la grande consommation et sur **Unimed** dans le secteur pharmaceutique. Ces cinq valeurs présentent des vertus recherchées dans les cycles économiques baissiers : 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, les valeurs exportatrices ont fait le bonheur des investisseurs. Ces actions ont pleinement rempli le rôle de bouclier face à l'étroitesse du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.

▪ A l'évidence, ces valeurs vont subir les contrecoups du ralentissement de la demande mondiale et des effets de second tour des perturbations des chaînes de valeur survenues 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** et **Telnet**. La manne financière des trois groupes, leur tournant vers l'innovation (tournant croissant vers la mécatronique, montée en puissance du vélo électrique et ciblage de l'activité « Aérospace »), 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.

Stratégie d'investissement « actions » en 2021



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

\* Baisse du taux directeur de la BCT de 100pb depuis mars 2020 et de 50pb depuis octobre 2020.

▪ 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 la diversifier leurs risques et repenser leur manière de s'approvisionner et de sous-traiter surtout dans des secteurs essentiels comme la santé, l'alimentation, l'informatique et les technologies numériques. En promouvant leurs avantages en matière de proximité géographique de l'Europe, de qualification du capital humain et en capitalisant sur leur intégration réussie dans les chaînes de production mondiales, les sociétés exportatrices tunisiennes pourront investir dans la compétitivité, accroître leur capacité de production et fortifier leur positionnement dans les chaînes de valeur mondiales.

**3) 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. Malgré la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de l'éventuelle comptabilisation des intérêts de retard hypothétiques sur les échéances reportées, les banques devraient accuser un ralentissement de leur PNB en raison de la baisse des taux (baisse du taux directeur à deux reprises en mars et en octobre derniers de 100pb et de 50pb respectivement).

▪ Il convient de souligner que le manque de visibilité entache davantage le coût du risque à accuser en 2021. Ce dernier devrait continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-covid dégradée et d'une situation tendue au niveau de leur trésorerie (en raison notamment de la prorogation du report des crédits accordées aux entreprises et aux professionnels jusqu'à septembre 2021) et de celle 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 de la « mise en sursis » de la distribution des dividendes et de l'interdiction de toute opération de rachat d'actions propres, 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 non rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice des commissions et une bonne culture de gestion des risques seront les mieux disposées à résister à la crise actuelle et à rebondir dès les premiers signes de reprise. Les multiples actuels de la **BIAT** et **Attijari Bank** intègrent la baisse pressentie de l'activité sur la période 2020-2021 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques.

*« 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 »*

*« Les multiples actuels de la BIAT et Attijari Bank intègrent la baisse pressentie de l'activité sur la période 2020-2021 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques.»*

Principaux multiples du marché actions	2017	2018	2019*	2020**	2021**
P/E	13,1	10,1	10,3	9,4	9,2
Dividend yield	3,5%	3,8%	1,7%	3,9%	4,1%
P/B	2,1	1,9	1,6	1,2	1,2

\* Calculés sur la base des cours au 31 décembre de chaque année.

\*\* Données au 17 Février 2021.

## Le portefeuille type de Tunisie Valeurs

---

- SAH Lilas: Des stratégies gagnantes pour une croissance pérenne
- SFBT: La force tranquille
- Délice Holding: L'heure est à l'écrouissage
- UNIMED: Cap sur un avenir serein
- CEREALIS: Une valorisation « au goût » du marché
- One Tech Holding: Le retour en grâce à portée de main
- Euro-Cycles: Quand la crise de la Covid-19 laisse entrevoir des opportunités
- Telnet Holding : Investir dans les hautes technologies
- BIAT: Un leader à portée de main
- Attijari Bank: Des marges de manœuvre confortables

## Actionnariat

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

\* Holding contrôlé par Mme Jatila MEZNI

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	804
PER 2021e	14,8x
EV/EBITDA 2020e	9,6x
Yield 2020e	1,2%
Performance 2020	+6,0%

## Répartition des revenus du Groupe en 2020



## Opinion

La période transitoire fortement capitalistique est bientôt arrivée à son terme. 2020 est la vraie année de retour sur investissement. Elle sera une année pleine d'exploitation pour l'activité « détergents » avec le développement de nouveaux produits destinés aux professionnels et la production de marques de distributeurs. L'activité profitera également de l'augmentation de capacité de l'usine de SAH Tunisie avec l'utilisation d'une nouvelle technologie de production plus performante et du démarrage, au dernier trimestre 2020, de la nouvelle usine au Sénégal.

Dans une conjoncture malmenée par la crise de la Covid-19, le titre représente une opportunité d'investissement intéressante à bien des égards: il s'agit d'une valeur défensive et de croissance, d'une valeur internationale et d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels en quête de « Blue chips ». Le retour tant attendu aux dividendes au titre de l'exercice 2019 après trois années blanches pour les actionnaires envoie un signal positif au marché; un signal que le Groupe est sur le point d'entamer une phase de génération de cash flow, et de désendettement et de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années.

## Forces

- Une marque bien positionnée sur ses différents marchés et une large notoriété
- Une présence dans une vingtaine de pays africains et leadership confirmé en Tunisie, Libye, Mauritanie et Congo conférant à SAH Lilas un pouvoir de marque
- Une gamme de produits diversifiés et des produits complémentaires permettant une présence dans le panier des consommateurs
- Une diversification des sites de production : Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal
- Un département recherche et développement permettant de se positionner sur des marchés à forte valeur ajoutée et d'assurer une veille technologique
- Un réseau de distribution performant et puissant (le nerf de la guerre dans les produits de grande consommation)
- Des stratégies de diversification, d'internationalisation et d'intégration en amont créatrices de valeur ajoutée et l'atteinte d'une taille critique valant au groupe de concurrencer les mastodontes africains du métier
- Un actionnariat institutionnalisé avec la présence d'investisseurs étrangers dans le tour de table et une gouvernance qui se modernise

## Opportunités

- Une pénétration des marchés de l'Afrique Subsaharienne de l'Ouest et de l'Est dont le potentiel de croissance est immense, grâce à la création récente d'unités industrielles en Côte d'Ivoire et au Sénégal et au démarrage des exportations au Kenya et en Ouganda depuis octobre 2020
- Une montée en capacité (extension de l'usine d'Ouade de Cellulose et de SAH Tunisie) et lancement de l'activité des détergents avec d'importantes synergies logistiques et commerciales
- Un potentiel de croissance inexploité en Tunisie, dans les pays du Maghreb et en Afrique subsaharienne (marché fortement fragmenté avec des taux de natalité élevés, une urbanisation croissante et une occidentalisation du mode de vie)
- Une amorce du processus de désendettement du groupe grâce à la recapitalisation réalisée en 2019 (une levée de 50MDt), à l'atteinte de l'activité « Détergents » de son rythme de croisière et au redressement des cash flow

## Faiblesses

- Un faible taux d'encadrement du personnel
- Une exposition aux fluctuations des cours de matières premières
- Quelques filiales n'ont pas encore atteint leur seuil de rentabilité (filiale en Côte d'Ivoire, Azur Détergent, SAH Maroc, SAHD Algérie)

## Menaces

- Un renchérissement des prix des matières premières importées et des fluctuations importantes sur le marché des changes
- Une forte concurrence étrangère et l'occurrence de perturbations logistiques en raison de la pandémie Covid-19

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	339,2	373,4	440,4	560,1	644,9	722,3
Progression	-	10%	18%	27%	15%	12%
Marge Brute	101,3	141,9	113,6	208,2	261,6	281,1
Progression	-	40%	-20%	83%	26%	7%
Taux de marge brute	29,9%	38,0%	25,8%	37,2%	40,6%	38,9%
EBITDA	64,7	72,1	62,1	81,3	115,4	135,9
Progression	-	11%	-14%	31%	42%	18%
Marge d'EBITDA	19,1%	19,3%	14,1%	14,5%	17,9%	18,8%
Résultat net part du groupe retraitée	33,2	24,6	22,8	23,0	43,3	54,5
Progression	-	-26%	-8%	1%	88%	26%
Marge nette	10,5%	7,6%	6,0%	4,0%	7,1%	8,0%

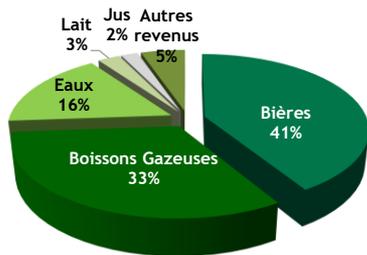
**Actionnariat**

- Groupe Castel : 61,5%
- Groupe Poulina : 9,4%
- STAR : 5,0%
- Flottant : 24,1%

**Ratios boursiers**

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	4 665
<b>PER 2021e</b>	19,3x
<b>EV/EBITDA 2020e</b>	13,0x
<b>Yield 2020e</b>	3,8%
<b>Performance 2020</b>	+23,3%

Structure du chiffre d'affaires du Groupe en 2019



**Opinion**

▪ L'exercice 2020 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique ratée qui devrait affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue. Le choc de la Covid-19 n'a pas entamé l'élan de la SFBT en bourse. La brasserie figure parmi les rares sociétés cotées à résister aux pressions vendeuses voire à en profiter. L'éclatement de la crise sanitaire a déclenché un mouvement de « Flight to Quality » et orienté la demande vers les valeurs défensives.

▪ Du haut de sa capitalisation de plus de 4,7 milliards de dinars (à fin 2020), 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. Et justifient une valorisation supérieure à la moyenne du marché. La qualité se paie !

**Forces**

- L'un des plus grands groupes agroalimentaires en Tunisie
- Une position de quasi-monopole sur le marché de la bière et des boissons gazeuses
- Une activité défensive peu sensible aux cycles économiques baissiers et une croissance « linéaire » des ventes
- Des fondamentaux solides avec une forte génération de cash flow (un matelas de trésorerie de 367MDt à fin 2019)
- Une activité large et diversifiée (boissons gazeuses, bière, jus, et eau) et une gamme de produit complète tout segment confondu
- Un portefeuille de marques à forte notoriété aussi bien sur le niveau national qu'international
- Un actionnaire de référence de renommée internationale (le groupe « Castel » : un des plus grands groupes agroalimentaires français)
- Un appareil productif substantiellement amorti. D'importantes barrières à l'entrée dans le secteur: secteur d'activité fortement capitalistique dissuasif pour la concurrence

**Opportunités**

- Seul fournisseur de marques Coca-Cola en Libye suite à fermeture des usines de la marque en raison de l'instabilité sécuritaire qui prévaut dans le pays
- Un décalage de la saison estivale en dehors du mois du Ramadan
- Une plus grande diversité des marques dans le segment bière et important potentiel pour la bière tunisienne à l'étranger notamment en Afrique
- Un fort intérêt pour l'eau embouteillée (le groupe dispose d'une gamme de produits assez complète d'eau minérale)
- Une montée en puissance de l'activité jus dans les années à venir grâce aux efforts d'innovation avec le lancement d'une gamme de jus emballé en plastique et sans conservateur
- Une augmentation des prix des produits frais (les fruits et les desserts lactés), orientant le grand public vers les boissons gazeuses en substitution
- Une baisse de du taux d'IS de 25% à 15% à partir de 2021. Il est à préciser que le taux d'imposition apparent du groupe est inférieur à 18%, fin 2019

**Faiblesses**

- Des interconnexions inefficaces entre les différents pôles de distribution et de production du groupe
- Une insuffisance de communication sur la structure des coûts et des marges sous pression
- Une activité lait déficitaire et confrontée à un problème d'approvisionnement en lait frais et à la forte concurrence forçant le Groupe à l'abandonner en 2020

**Menaces**

- Une concurrence des produits importées et des marques internationales
- Une introduction de nouvelles taxes sur l'alcool et sur le sucre. Une politique de suppression graduelle des subventions alourdissant la structure des coûts du groupe comme la suppression des subventions sur le sucre depuis 2017
- Une détérioration du pouvoir d'achat en Tunisie et un tourisme en berne en raison de la crise sanitaire de la Covid-19

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	913,8	996,9	1131,4	1202,9	1287,1	1377,2
Progression	-	9%	13%	6%	7%	7%
Marge Brute	443,2	477,9	509,3	556,2	585,6	633,5
Taux de marge brute	48,5%	47,9%	45,0%	46,2%	45,5%	46,0%
Progression	-	8%	7%	9%	5%	8%
EBITDA	257,0	288,2	304,5	343,9	353,9	381,6
Progression	-	12%	6%	13%	3%	8%
Marge d'EBITDA	28,1%	28,9%	26,9%	28,6%	27,5%	27,7%
Résultat net part du groupe retraité	136,9	172,1	177,3	210,9	216,8	242,3
Progression	-	26%	3%	19%	3%	12%
Marge nette	17,0%	18,0%	16,4%	18,3%	17,5%	18,3%

**Actionnariat**

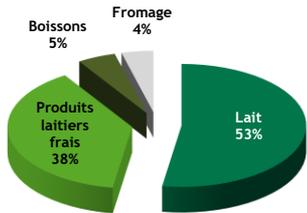
- Société MEDDEB CONSULTING\*: 85,0%
- Société Agricole El Hadayek: 6,1%
- Flottant: 8,9%

\* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB

**Ratios boursiers**

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	807
<b>PER 2021e</b>	15,5x
<b>EV/EBITDA 2020e</b>	8,4x
<b>Yield 2020e</b>	2,8%
<b>Performance 2020</b>	+47,0%

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



**Forces**

- Une position de leader sur quatre segments de marché (lait, yaourt, jus et desserts) et de challenger sur le segment du fromage
- Une marque bien positionnée, une large notoriété et une qualité des produits certifiée
- Un groupe intégré et disposant d'un outil de production implanté sur des sites « laitiers » stratégiques
- Une offre de produits bien segmentée et une force de distribution (une large flotte de véhicules de distribution propres)
- Des partenariats avec des géants de l'industrie agroalimentaire en Tunisie et à l'étranger (Danone et Savencia)
- Un climat social serein et une politique de fidélisation du personnel
- Une grande capacité de production et de stockage avec une capacité d'investissement importante. La taille critique du groupe est une barrière à l'entrée de la concurrence
- Un endettement maîtrisé (un gearing de 85% à fin 2019) et une importante manne financière pour financer le cycle d'exploitation et les investissements

**Faiblesses**

- Une exposition importante à l'activité lait. Une activité qui connaît des difficultés structurelles en raison d'un prix contrôlé et subventionné par les pouvoirs publics à la production et à la consommation
- La consommation du lait en Tunisie reste caractérisée par une saisonnalité importante, qui va à l'encontre de celle de la production. Une capacité de collecte et de transformation limitée pour le secteur pendant la période de haute lactation
- Un tissu de production du lait dominé par les petits éleveurs (à hauteur de 80%) sensibles aux conditions météorologiques et une filière peu productive par rapport aux standards internationaux

**Opportunités**

- Une meilleure maîtrise de la chaîne de valeur en amont: partenariats avec les éleveurs
- Des perspectives de développement intéressantes des marchés à l'export et essentiellement les pays limitrophes (marchés libyen et algérien)
- Des marchés de lait et dérivés et des boissons à base de fruit porteurs avec une consommation par habitant faible comparée à autres pays développés.
- Une stratégie orientée vers la montée en capacité, l'innovation et les produits à plus forte valeur ajoutée: les produits frais, les desserts et des boissons dans de nouvelles formes de packaging (comme les bouteilles en plastique aseptisé)
- Une entrée en force sur le marché de l'eau minérale grâce à la forte notoriété de la marque Délice et au réseau de distribution bien rodé
- Une libéralisation inévitable à long terme du prix du lait mais sans visibilité aujourd'hui et une baisse du taux de l'IS de 25% à 15% à partir de 2021

**Menaces**

- Une intensification de la concurrence avec l'entrée d'un nouvel acteur sur le marché « Natilait » depuis 2015
- Une rentabilité étroitement liée aux prix des matières premières importées et exposition au risque de change en raison de la faible présence à l'export
- Une concurrence informelle du lait en vrac et une législation rigoureuse et contraignante

**Opinion**

▪ Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme des produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 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 nouveaux projets entrepris devraient permettre au Groupe, dans les prochaines années, 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. Le lancement de l'activité de l'eau minérale, à fin 2020, est bénéfique pour le Groupe car cette activité est à forte marge et elle va profiter d'un circuit de distribution bien rodé.

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	746,9	794,5	844,5	965,4	1 075,9	1 183,5
Progression	-	6%	6%	14%	11%	10%
Marge brute	197,2	203,3	205,9	251,2	273,3	303,0
Progression	-	3%	1%	22%	9%	11%
Taux de marge brute	26,4%	25,6%	24,4%	26,0%	25,4%	25,6%
EBITDA	89,8	91,1	84,5	106,7	117,1	122,4
Progression	-	2%	-7%	26%	10%	5%
Marge d'EBITDA	12,0%	11,5%	10,0%	11,1%	10,9%	10,3%
Résultat net part du groupe	36,9	38,6	30,9	46,5	48,6	51,9
Progression	-	5%	-20%	51%	5%	7%
Marge nette	4,8%	4,8%	3,5%	4,4%	4,2%	4,1%

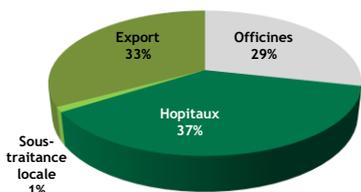
**Actionnariat**

- Premium Holding: 40,8%
- Monsieur Ridha CHARFEDDINE: 29,2%
- Ekuity Capital : 12,3%
- Flottant: 17,7%

**Ratios boursiers**

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	275
<b>PER 2021e</b>	18,4x
<b>EV/EBITDA 2020e</b>	10,3x
<b>Yield 2020e</b>	0%
<b>Performance 2020</b>	+4,1%

Répartition des revenus (MDt) en 2020



**Opinion**

▪ L'effet d'annonce du partenariat capitalistique avec East Lane Partners pour intégrer Unimed dans une plateforme régionale a été contrebalancé par les publications en deçà des attentes de la société sur les deux dernières années. Après avoir fait ses preuves à l'échelle nationale, la société met le cap sur l'export et s'arme pour devancer ses concurrents. Unimed a lancé un important projet d'extension et d'automatisation (une enveloppe d'investissement de 80MDt). Très avancé, ce projet connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2022. Il devrait élargir l'horizon de croissance de la firme, et lui permettre de s'attaquer à de nouveaux marchés et d'atteindre des paliers de revenus et de rentabilité plus élevés. Le positionnement sectoriel (secteur défensif et positionnement générique sur les produits stériles à forte valeur ajoutée), la qualité des fondamentaux et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns, particulièrement dans la conjoncture actuelle morne.

**Forces**

- Un acteur de référence sur le segment des 'injectables et collyres' avec une part de marché proche de 30%
- Une business model « générique » (70% des produits fabriqués) réduisant la dépendance vis-à-vis des partenaires étrangers
- Des barrières à l'entrée importantes : secteur fortement réglementé, un environnement sanitaire sensible et une industrie capitalistique
- Un laboratoire jouissant de plusieurs certifications et agréments internationaux et appliquant des technologies conformes aux normes européennes: un atout indéniable pour la conquête de l'export
- Une activité R&D dynamique, permettant le développement continu de nouveaux produits
- Un équipement moderne, une maîtrise du processus de production et une bonne réputation sur le marché local et international
- Des produits à forte valeur ajoutée avec des niveaux de rentabilité qui se comparent favorablement aux standards de l'industrie aussi bien au niveau national qu'international: une marge d'EBITDA supérieure à 30%, parmi les plus élevées de la cote
- Une structure financière saine (un gearing de 25% en 2019) avec un matelas de trésorerie confortable permettant d'autofinancer une bonne partie des investissements

**Faiblesses**

- Des prix administrés sur le marché local laissant une faible marge de manœuvre en termes d'évolution des prix
- Un processus d'enregistrement des AMM dans les pays étrangers assez long

**Opportunités**

- Un potentiel de croissance important du secteur pharmaceutique particulièrement à l'export que la société se prépare à accompagner par les investissements de capacité et d'automatisation (un projet d'investissement de 80MDt sur les deux dernières années qui connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2022)
- Un partenariat capitalistique dans le pipe avec East Lane Partners pour intégrer Unimed dans une plateforme régionale qui permettrait d'élargir l'horizon de croissance de la société
- Une diversification des marchés à l'export: des contrats ont été conclus avec de nouveaux clients et sur de nouveaux marchés dans la région MENA (l'Irak et le Soudan notamment). Une centaine d'AMM en cours d'enregistrement dont la majorité est destinée à l'export
- Une stratégie de diversification des produits en élargissant la gamme aux formes sèches à long terme
- Une amélioration du système de couverture sociale en Tunisie et élargissement du champs de remboursement des soins (augmentation des plafonds des soins de la CNAM en 2021)

**Menaces**

- Une exposition au risque de change qui pénalise le coût d'approvisionnement de la société. Une situation qui reste toutefois globalement maîtrisée grâce au maintien des prix de vente à l'export en devises
- Une activité concurrentielle, particulièrement à l'export

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
<b>Chiffre d'affaires</b>	64,9	70,3	87,1	107,2	91,0	100,1
<i>Progression</i>	-	8%	24%	23%	-15%	10%
<b>Marge brute</b>	36,1	41,1	53,3	61,1	51,9	57,1
<i>Progression</i>	-	14%	30%	15%	-15%	10%
<b>Taux de marge brute</b>	55,6%	58,5%	61,2%	57,0%	57,0%	57,0%
<b>EBITDA</b>	19,8	22,0	31,2	36,0	28,6	31,4
<i>Progression</i>	-	11%	42%	15%	-21%	10%
<b>Marge d'EBITDA</b>	30,6%	31,3%	35,8%	33,6%	31,4%	31,4%
<b>Résultat net retraité</b>	11,0	12,5	18,4	17,7	12,7	15,0
<i>Progression</i>	-	13%	46%	-4%	-28%	18%
<b>Marge nette</b>	17,0%	17,8%	21,1%	16,5%	13,9%	15,0%

## Actionnariat

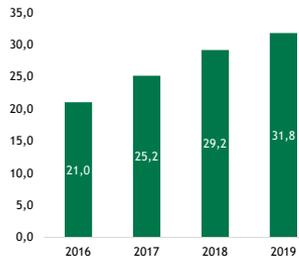
- Famille GAHBICHE : 46,7%
- Mme Samira Bouraoui : 11,5%
- CTKD : 20,8%
- Flottant : 21,6%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	48
PER 2021e	15,9x
EV/EBITDA 2020e	6,3x
Yield 2020e	1,5%
Performance 2020	+54,2%

## L'évolution des ventes consolidées

TCAM 2016-2019 de 14,7%



## Opinion

▪ Malgré la conjoncture actuelle marquée par la poursuite de la propagation du virus de la Covid-19 impactant directement le secteur touristique et le pouvoir d'achat des ménages, le spécialiste des snacks salés a su tirer son épingle du jeu en 2020. Le bon positionnement de Céréalis sur le marché local (leader avec une part de marché de 65%) et ses marques bien établies lui ont permis d'afficher une résilience appréciable et des revenus en amélioration quoiqu'en nette décélération.

▪ Les bons fondamentaux du groupe ainsi que le caractère défensif de l'activité dans ce contexte épineux justifient la montée de ses niveaux de valorisation en 2020 (une valorisation qui demeure correcte) et le maintien de notre avis favorable. Nous restons, toutefois, vigilants quant à l'entrée d'un géant de l'agroalimentaire (Saida) et l'impact que cela pourrait avoir sur les produits cibles de la société et le redressement récent de Bolério. Toutefois, la taille relativement réduite de Céréalis l'évince du radar des investisseurs étrangers.

## Forces

- CEREALIS est leader sur le marché local avec une part de marché de 65% et une trentaine de variétés à son actif
- Propose un produit local diversifié (snacks salés, snacks sucrés), innovant, largement distribué auprès du petit commerce avec un positionnement prix très compétitif
- Equipements de production de cakes dotés des dernières technologies
- Le redressement de la filiale "Bolério", l'extension des capacités de production et la réalisation d'économies d'échelle découlant des synergies liées à la distribution ont permis à la société d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité
- La gestion optimisée des approvisionnements et l'augmentation des prix de ventes ont permis à CEREALIS d'améliorer ses marges
- Une structure financière saine avec une dette nette négative de -2,6MDt en 2019.

## Opportunités

- Le marché des « Chips » reste relativement jeune et propice à une croissance organique
- Un marché en plein essor, mal structuré et dominé par des produits importés
- CEREALIS devrait profiter de la reprise du secteur du tourisme et de l'intensification des efforts de commercialisation et de marketing

## Faiblesses

- L'Activité snacks sucrés nécessite des efforts marketing et reste dominée par un acteur de taille (Moulin d'Or) qui accapare 60% du marché
- Des produits finis qui s'exportent mal

## Menaces

- Un contexte pandémique difficile impactant directement le secteur touristique et le pouvoir d'achat des ménages.
- L'entrée d'un géant de l'agroalimentaire (Saida) pourrait impacter les produits cibles de la société et le redressement récent de Bolério

Chiffes consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Revenus consolidés	21,0	25,2	29,2	31,8	33,4	35,1
Progression	-	20%	16%	9%	5%	5%
Marge brute	9,1	10,9	13,6	14,1	14,6	15,4
Progression	-	20%	24%	4%	4%	5%
Taux de marge brute	43,2%	43,4%	46,6%	44,3%	43,8%	43,8%
EBITDA	4,3	5,3	6,8	6,9	6,9	7,2
Progression	-	23%	28%	2%	0%	3%
Marge d'EBITDA	20,6%	21,1%	23,4%	21,8%	20,7%	20,4%
Résultat net part du groupe retraité	1,4	2,1	2,8	3,3	3,0	3,3
Progression	-	50%	33%	18%	-7%	10%
Marge nette	6,6%	8,3%	9,5%	10,3%	9,1%	9,5%

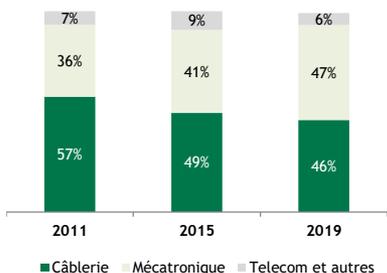
**Actionariat**

- Famille SELLAMI: 44,3%
- Fonds d'AfricInvest: 17,0%
- Ekuity Capital: 5,4%
- Flottant: 33,3%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	627
PER 2021e	14x
EV/EBITDA 2020e	11x
Yield 2020e	0%
Performance 2020	-9,3%

**Structure du chiffre d'affaires par métier**



**Opinion**

Après l'accident de parcours de 2019, c'est la conjoncture tumultueuse créée par la crise de la Covid-19, qui prend le relais des pertes de change, générant des perturbations dans le carnet de commandes et une sous-activité. Après un premier semestre particulièrement éprouvant, le Groupe devrait se rattraper sur la deuxième moitié de l'année pour finir l'exercice avec un résultat net part du groupe de 17,8MDt. Au-delà de 2020, les perspectives de One Tech restent bonnes. Ses ventes devraient rebondir de plus belle à partir de 2021. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront les lignes de conduite du management, dans la période post-covid pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile. One Tech pourrait, également, tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre et d'une possible reconfiguration des chaînes de valeur mondiales au profit de la Tunisie. La valorisation actuelle du titre intègre la baisse de régime de 2020. Mais, elle ne capte pas convenablement les perspectives de croissance de l'après 2020.

**Forces**

- Deuxième plus grand exportateur privé du pays et leader en Afrique des circuits imprimés
- Des partenariats avec des leaders mondiaux dans le domaine de la câblerie et de la mécatronique et un savoir-faire reconnu à l'échelle internationale
- Un carnet de clientèle stable et diversifié et des certifications internationales permettant de cibler de nouveaux marchés exigeants
- Des synergies de coûts et de revenus entre les sociétés du groupe permettant d'offrir au client une solution complète (concept du One Stop Shop)
- Une main d'œuvre qualifiée et compétitive comparativement aux pays européens
- Une industrie capitalistique qui constitue une barrière à l'entrée aux concurrents
- Un business model axé sur l'innovation, avec un chiffre d'affaires réalisé en devises fortes (part des exportations: 80%)
- Une importante force de frappe financière et un bilan sain (gearing de 9% en 2019)

**Opportunités**

- Une proximité géographique de la Tunisie avec ses marchés, permettant des délais de livraison courts
- Une possibilité de diversifier le carnet de clientèle en ciblant des clients asiatiques et un important potentiel de croissance en Afrique
- Une poursuite de la croissance du marché mondial des voitures (TCAM de 7% sur le prochain quinquennat, selon le management), grâce à l'urbanisation croissante dans les pays émergents et sous-développés et l'augmentation du revenu par habitant. La mécatronique affiche de belles perspectives de croissance avec l'électronisation croissante des voitures (voiture autonome et voiture connectée) et l'essor de la digitalisation dans le secteur industriel
- 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 les secteurs industriel, agricole, médical et de l'Internet des Objets
- One Tech pourrait, au terme de la crise de la Covid-19, tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre et d'une possible reconfiguration des chaînes de valeur mondiales au profit de la Tunisie

**Faiblesses**

- Une dépendance envers le marché européen qui connaît un ralentissement économique
- Une dépendance envers deux gros fournisseurs de matières premières
- Un système d'homologation produit long (de 6 mois à 2 ans)

**Menaces**

- Un renforcement de la réglementation environnementale (concernant notamment la détention, le transport, l'élimination et l'émission de matières et déchets dangereux)
- Une concurrence de l'Inde et des pays de l'Europe de l'Est sur les produits de grandes séries
- Une volatilité des prix des matières premières et une exposition au risque de change qui impactent la rentabilité

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires consolidé	573,6	698,7	838,6	898,1	718,6	883,9
Progression	-	22%	20%	7%	-20%	23%
Marge brute	145,2	178,2	210,4	212,5	183,2	228,0
Taux de marge brute	25,3%	25,5%	25,1%	23,7%	25,5%	25,8%
Progression	-	23%	18%	1%	-14%	24%
EBITDA	59,3	71,4	91,0	77,5	55,6	90,1
Marge d'EBITDA	10,3%	10,2%	10,9%	8,6%	7,7%	10,2%
Progression	-	20%	28%	-15%	-28%	62%
Résultat net part du groupe retraité	26,9	42,0	57,3	22,7	17,8	44,8
Marge nette	5,9%	7,4%	7,8%	3,4%	3,0%	5,5%

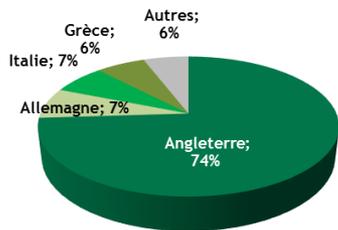
**Actionnariat**

▪ 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%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	242
PER 2021e	14,3x
EV/EBITDA 2020e	10,8x
Yield 2020e	4,0%
Performance 2020	+35,9%

Répartition géographique des ventes (2019)



**Opinion**

▪ Bien qu'elle ait suscité l'inquiétude des acteurs de l'industrie des cycles dans le monde avec l'arrêt des usines, la fermeture des frontières, la dégradation de la conjoncture économique dans le monde et les perturbations dans les chaînes de valeur, la crise de la Covid-19 constitue une opportunité pour l'industrie du vélo, en général, et pour Euro-Cycles en particulier. Malgré une activité économique mal en point, les rapports sur l'industrie des vélos en Europe sont plutôt encourageants. Ils font état d'une demande soutenue sur toutes les catégories de vélos. Et pour cause, la double perception du vélo en tant que moyen de transport « Covid safe » et écologique. Outre l'intérêt soutenu dans le monde pour le vélo dans la période post-covid, l'activité du Groupe Euro-Cycles devrait profiter de la montée en puissance du vélo électrique, de l'intensification des efforts de prospection et du lancement de nouveaux créneaux (E-Scooter et assemblage des batteries électriques).

**Forces**

- Unique producteur de vélos en Tunisie et sixième exportateur mondial de vélos vers l'Europe: une exposition à un marché vaste (en franchise de droits de douane et taxes) et des ventes totalement réalisées en devises fortes
- D'importants avantages comparatifs par rapport à la concurrence asiatique: conformité aux normes européennes, proximité géographique de l'Europe et discipline logistique
- Une gamme assez complète de produits allant des vélos urbains et des vélos tout terrains aux vélos jouets et aux vélos électriques
- Des stratégies gagnantes (diversification, montée en capacité et en gamme et intégration en amont) qui ont permis de s'adapter à une demande évolutive, d'augmenter le degré d'intégration industrielle et de monter en valeur ajoutée
- Un bilan sain et un niveau d'endettement maîtrisé qui permettent de poursuivre la croissance organique et de saisir les opportunités capitalistiques
- Des partenariats solides et un management de qualité

**Faiblesses**

- Une dépendance envers les marchés européens et plus particulièrement le marché anglais (75% des ventes)
- Un marché cyclique qui dépend des conditions météorologiques et des saisons
- Le vélo est un bien sensible aux évolutions de la conjoncture économique et du pouvoir d'achat
- Actionnariat éclaté

**Opportunités**

- Le lancement du vélo électrique à partir de septembre 2019: un levier de croissance sur un marché à fort potentiel de croissance
- Une intensification de efforts de prospection dans de nouveaux marchés en Europe et aux Etats-Unis
- Une signature d'un contrat avec Décathlon (acteur de premier plan dans la distribution des articles de sport) pour la production de 35 000 vélos en 2020. Cette alliance permettrait à Euro-Cycles, de se déployer sur les marchés de l'Afrique du Nord avant de pénétrer le marché Français
- Une percée du marché américain (contrat avec JB Imports décroché en 2019) qui ouvre de nouveaux horizons de croissance (marché vaste avec possibilité de prolonger l'exemption aux droits de douane) et la création d'une marque propre (Collorado Cycles)
- Une volonté de pénétrer le créneau prometteur des E-Scoters
- Une baisse des capacités de production des vélos classiques en Europe qui crée un déficit d'offre à exploiter par Euro-Cycles
- L'avènement de la crise de la Covid-19 a donné un coup d'accélérateur à l'industrie des vélos dans le monde. Promu comme moyen favorable de distanciation sociale et comme mode de transport écologique de référence, le vélo est de plus en plus plébiscité en Europe. Il devrait retrouver une place centrale dans les stratégies urbaines des gouvernements et des collectivités

**Menaces**

- Une concurrence croissante des vélos en libre-service et des producteurs asiatiques (menace omniprésente des producteurs chinois à bas prix)
- Une augmentation du taux d'imposition (passant à 15% contre 10% actuellement) à partir de 2021

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires consolidé	80,3	83,8	67,7	87,6	120,7	130,3
Progression	-	4%	-19%	29%	38%	8%
Marge brute	27,9	28,7	19,3	23,7	34,7	38,1
Progression	-	3%	-33%	23%	46%	10%
Taux de marge brute	34,8%	34,3%	28,5%	27,0%	28,7%	29,2%
EBITDA	16,1	16,9	10,0	12,9	22,0	24,3
Progression	-	4%	-41%	29%	71%	10%
Marge d'EBITDA	20,1%	20,1%	14,8%	14,7%	18,2%	18,7%
Résultat net part du groupe retraité	15,2	15,5	8,4	8,7	16,3	17,0
Progression	-	2%	-46%	4%	86%	4%
Marge nette	17,8%	18,6%	12,3%	10,0%	13,5%	13,0%

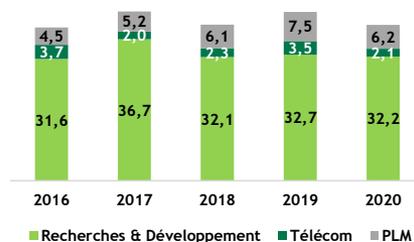
**Actionnariat**

- Hikma Participations: 42,0%
- Flottant: 58,0%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	110
PER 2021e	16,8x
EV/EBITDA 2020e	12,4x
Yield 2020e	2,2%
Performance 2020	-7,5%

Structure du chiffre d'affaires consolidé en MDt



**Opinion**

En mode « Télétravail » depuis la mise en place de mesures de confinement face à la pandémie de la Covid-19 et en étant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est parmi les rares groupes à avoir pu résister aux retentissements de la crise de la Covid-19. Cette crise va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, Télétravail, paiements digitaux et utilisation de logiciels. Autant d'activités sur lesquelles le Groupe est bien positionné aujourd'hui. Sur le long terme, la feuille de route tracée par l'équipe de direction prévoit une poursuite de l'internationalisation et de la montée en compétence technologique pour se positionner sur les drones et les satellites. La valorisation du titre nous semble correcte sur la base du périmètre actuel de Telnet. Toutefois, les nouveaux projets devraient donner un nouvel élan au Groupe sur le long terme. L'achat du titre reste d'actualité au regard de ce potentiel de croissance, de la qualité des fondamentaux et du profil « high-tech » du Groupe.

**Forces**

- Un groupe totalement exportateur qui réalise la majorité de ses revenus en devises fortes (substantiellement en euros)
- Un positionnement forte valeur ajoutée (forte exposition à l'activité recherche et développement, à hauteur de 80%) et un savoir faire reconnu dans les technologies de pointe
- Un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût
- Un carnet de clientèle stable et de renommée internationale (SAFRAN, SAGEM, VALEO et DASSAULT)
- Des partenariats et des relations privilégiés avec les laboratoires de recherches en Tunisie et à l'étranger
- Des fondamentaux robustes, une bonne rentabilité et une structure financière saine
- En mode télétravail depuis l'application du confinement général en Tunisie et ailleurs dans le monde, l'activité du groupe a été faiblement impactée par la crise sanitaire de la Covid-19

**Faiblesses**

- Une relative concentration des clients (une exposition élevée au groupe SAFRAN) et une présence faible sur les marchés autres que le marché français
- Une exposition au risque de change (appréciation du dinar tunisien)

**Opportunités**

- Un secteur d'activité (NTIC) en pleine effervescence et suscitant un vif intérêt de la part des autorités tunisiennes
- La consolidation du cœur de métier et des projets actuels avec les partenaires historiques en France comme INGENICO, SAFRAN et CETIM France (à travers le lancement d'une nouvelle activité de conception de bancs d'essais mécaniques)
- Une stratégie axée sur une poursuite de l'internationalisation et la montée en compétence technologique pour se positionner sur les satellites et les drones: le démarrage de « l'activité Satellites » (le lancement du premier nano-satellite de Telnet en mars 2021) et la concrétisation du projet drone avec le partenaire japonais FUJI IMVAC (fabrication du premier prototype de drones en 2020)
- Lancement de l'intelligence artificielle et du cloud computing qui sera piloté par la filiale américaine « Telnet Corporation INC » implantée à la Silicon Valley depuis 2019.
- La crise de la Covid-19 va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, télétravail, paiements digitaux, utilisation de logiciels. Autant d'activités sur lesquelles le Groupe est bien positionné aujourd'hui

**Menaces**

- Une forte concurrence de l'Inde, de l'Egypte, du Maroc et des pays de l'Europe de l'Est dans les nouvelles technologies
- Une forte concurrence des SSII dans le métier qui jouissent d'une structure de charges plus légère

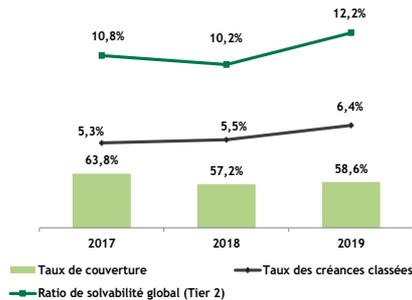
Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	39,3	43,5	39,7	42,7	40,4	43,3
Progression	-	11%	-9%	8%	-5%	7%
Marge Brute	34,4	38,5	33,6	35,7	35,2	37,6
Taux de marge brute	87,6%	88,6%	84,7%	83,7%	87,0%	87,0%
EBITDA	4,8	7,4	7,6	8,4	7,7	8,3
Progression	-	52%	3%	11%	-8%	7%
Marge d'EBITDA	12,3%	16,9%	19,1%	19,7%	19,1%	19,1%
Résultat net part du groupe retraité	2,8	5,4	9,3	4,3	6,3	6,6
Progression	-	92%	74%	-54%	48%	3%
Marge nette	7,9%	39,9%	24,2%	10,8%	16,5%	15,9%

**Actionnariat**

▪ Groupe MABROUK:	38,6%
▪ Groupe Aziz MILAD:	13,0%
▪ Groupe TAMARZISTE:	9,3%
▪ Groupe HORCHANI:	7,0%
▪ Flottant:	32,1%

**Ratios boursiers**

<b>Capitalisation boursière (MDt)</b>	1 678
<b>PER 2021e</b>	5,3x
<b>P/B 2020e</b>	0,9x
<b>Yield 2020e</b>	6,4%
<b>Performance 2020</b>	-13,0%

**Evolution des principaux ratios réglementaires****Opinion**

▪ Le leader du secteur bancaire a été lésé par le courant vendeur qui s'est déclenché depuis l'avènement de la crise de la Covid-19 en Tunisie. La banque continue, cependant, à afficher une capacité inégalée à collecter les ressources "bon marché" et une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence. Avec une avance de 11 points de taux au niveau du ratio de transformation (au 31 décembre 2019), par rapport à l'exigence réglementaire, la BIAT dispose d'une marge de manœuvre en vue de revigorer sa croissance sur les crédits. Le titre affiche des multiples qui intègrent les surcoûts de la crise et l'effort supplémentaire à déployer par le management pour rattraper le retard pris en matière de couverture des créances classées. **Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT depuis Mars 2020, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.**

**Forces**

- Une capacité inégalée à collecter les ressources "bon marché" qui vaut à la banque d'afficher le meilleur coût des ressources et le spread d'intérêt le plus élevé du secteur. Une bonne marge de manœuvre au niveau du ratio de transformation réglementaire (un ratio de 109% contre un maximum de 120%)
- Une position dominante (1<sup>er</sup> collecteur d'épargne, 2<sup>ème</sup> pourvoyeur de fonds du secteur, 1<sup>er</sup> PNB et 1<sup>ère</sup> capitalisation boursière du secteur bancaire) qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes
- Une productivité en ligne avec la moyenne sectorielle
- Une bonne diversification du portefeuille des crédits avec une faible présence sur le secteur du tourisme (une exposition ≈ 5%)
- Le portefeuille de créances le plus sain du secteur avec un taux de créances classées nettement inférieur à la concurrence
- Adossement à un groupe solide et diversifié (le groupe Mabrouk) et présence dans tous les métiers de la finance
- Une gouvernance institutionnalisée et un management de qualité

**Opportunités**

- Une potentiel de développement de synergies à exploiter entre les métiers et les filiales: bancassurance, conseil en ingénierie financière et gestion d'actifs
- Un important gisement de PNB et de réduction des charges avec la digitalisation

**Faiblesses**

- Une détérioration du taux de couverture sur les dernières années. La BIAT devrait sacrifier ses bénéficiaires, dans les prochaines années, pour renouer avec le seuil recommandé par la BCT (de 70%)

**Menaces**

- Une réglementation prudentielle plus contraignante, une politique monétaire restrictive et des tensions accrues sur la liquidité bancaire alimentant une surenchère tarifaire sur les dépôts.
- La crise de la Covid-19, la récession économique subséquente et les mesures de soutien à l'économie instaurées par la BCT devraient laisser des séquelles dans les comptes des banques en général et de la BIAT en particulier

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	7 678	9 394	10 677	10 389	11 336	11 676
<i>Progression</i>	-	22%	14%	-3%	9%	3%
Dépôts clientèle	9 078	10 585	11 513	12 997	14 788	15 675
<i>Progression</i>	-	17%	9%	13%	14%	6%
PNB	593,6	701,3	834,5	956,9	936,7	964,8
<i>Progression</i>	-	18%	19%	15%	-2%	3%
Dotations aux provisions sur les créances	27	83	103	105	120	140
<i>Coefficient d'exploitation</i>	50%	47%	46%	42%	44%	43%
Résultat net retraité	208,7	224,0	264,7	333,0	303,9	302,9
<i>Progression</i>	-	7%	18%	26%	-9%	0%
Résultat net part du groupe retraité	211,4	219,6	271,1	345,1	314,9	314,4
<i>Progression</i>	-	4%	23%	27%	-9%	0%

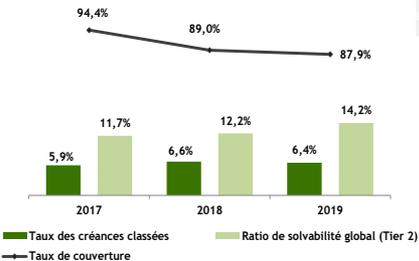
## Actionnariat

- Groupe ATTIJARIWAFABANK 59,0%
- Groupe DRISS: 9,7%
- Groupe MZABI: 9,4%
- Flottant: 21,9%

## Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	1 109
PER 2021e	7x
P/B 2020e	1,2x
Yield 2020e	8,1%
Performance 2020	-15,0%

## Evolution des principaux ratios réglementaires



## Forces

- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité avec Attijariwafa Bank
- Une référence en matière de réactivité commerciale: un réseau d'agences développé (le plus dense avec 207 agences en 2019), une offre de produits bien segmentée, une base de clientèle diversifiée, une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place
- Une présence dans tous les métiers de la finance grâce à des filiales spécialisées (banque, assurance, leasing, gestion d'actifs et intermédiation boursière)
- Une capacité de résilience prouvée: la banque la plus rentable (ROE estimé en 2020 le plus élevé, de 22% contre une moyenne sectorielle de 11%) avec une liquidité qui se compare favorablement par rapport à la concurrence (un ratio de transformation réglementaire de 108% contre un maximum de 120%)
- 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 (un taux de couverture de 88% à fin 2019)
- Une politique de dividendes historiquement attrayante, qui répond à la volonté de son actionnaire de référence, le groupe Attijariwafa Bank

## Opportunités

- Un potentiel important pour les entreprises et les institutionnels en Tunisie et dans les pays où le groupe Attijariwafa Bank est présent (en Afrique notamment)
- Un potentiel important pour le segment des Tunisiens Résidant à l'Étranger et la bancassurance
- Des gains de productivité à réaliser avec le développement de la digitalisation

## Faiblesses

- Importance de l'effectif du siège par rapport au réseau commercial

## Menaces

- Une réglementation prudentielle plus contraignante, une politique monétaire restrictive et des tensions accrues sur la liquidité bancaire alimentant une surenchère tarifaire sur les dépôts.
- La crise de la Covid-19, la récession économique subséquente et les mesures de soutien à l'économie instaurées par la BCT devraient laisser des séquelles dans les comptes des banques en général et d'Attijari en particulier

## Opinion

- La filiale du Groupe Attijariwafa Bank est une véritable référence en matière de réactivité commerciale: une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. La liquidité élevée de la banque et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires et relever les défis de la crise de la Covid-19. Un rendement en dividendes élevé.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	4 477	5 207	5 440	5 715	5 989	6 289
Progression	-	16%	4%	5%	5%	5%
Dépôts clientèle	5 460	6 002	6 761	7 161	7 994	8 633
Progression	-	10%	13%	6%	12%	8%
PNB	316,9	361,9	436,4	484,2	488,2	502,9
Progression	-	14%	21%	11%	1%	3%
Dotations aux provisions sur les créances	0	13	35	19	30	40
Coefficient d'exploitation	50%	47%	47%	45%	48%	49%
Résultat net retraité	119,6	136,5	151,1	178,6	158,3	151,4
Progression	-	14%	11%	18%	-11%	-4%
Résultat net part du groupe retraité	118,3	140,4	158,6	186,2	164,4	157,9
Progression	-	19%	13%	17%	-12%	-4%

## Les valeurs adaptées aux petits tickets et au profil CEA

---

- ARTES : Solide mais délaissé
- SOTUMAG: Un faible profil de risque
- City cars : La roue tourne dans le bon sens

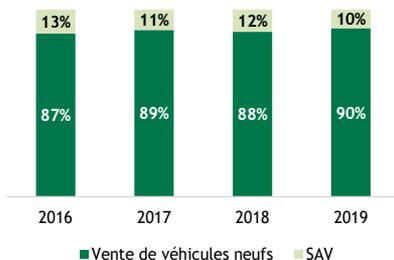
### Actionnariat

Famille MZABI:	74,3%
Abu Dhabi Fund:	9,3%
Flottant:	16,4%

### Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	151
PER 2021e	4,9x
EV/EBITDA 2020e	n.s.*
Yield 2020e	6,8%
Performance 2020	-10,1%

### Structure du chiffre d'affaires du groupe



### Opinion

En dépit de la forte reprise de l'activité à partir du troisième trimestre de 2020, la baisse du chiffre d'affaires du concessionnaire a été conséquente. Toutefois, fidèle à lui-même, le groupe s'affirme par la plus grande résistance en termes de rentabilité, comparativement à ses pairs affichant les meilleures marges et le plus important matelas de trésorerie, ce qui lui permet de palier à la volatilité de l'exploitation. En effet, même en temps de crise, le concessionnaire de la marque au losange affiche une marge brute en amélioration et une trésorerie excédentaire. Elle soutient, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes, même si revue à la baisse suite aux retombées de la crise (6,8% yield estimé en 2020 contre 11,3% en 2019). Le titre traite à une forte décote pénalisant sa valorisation actuelle (EV/EBITDA 2019 de 0,9x vs. 5,6x pour le secteur de la concession et un PE 2020 de 5,9x contre un PE de 9,8x pour le secteur). Ce niveau de valorisation constitue un point d'entrée attrayant. Toutefois, la perception négative du secteur brime la valeur et constitue le seul frein à l'investissement. On recommande d'acheter le titre.

\* Le ratio estimé (EV/EBITDA) en 2020 est non significatif en raison d'une valeur de l'entreprise négative vu que la dette nette du groupe est négative et elle dépasse la capitalisation boursière.

### Forces

- Leader de la concession automobile grâce à une offre diversifiée et des marques bien appréciées
- La diversité de l'offre d'ARTES et sa forte présence dans les segments les plus rémunérants, permet au concessionnaire d'impacter, en grande partie, toute appréciation de l'euro, dans ses prix de vente
- La meilleure rentabilité au sein du secteur de la concession automobile (marge d'EBITDA de 14,8% en 2019)
- Une contribution importante du service après vente et des pièces de rechange aux revenus (une moyenne de 11% sur les 6 dernières années). ARTES possède un des parcs automobiles les plus élevés et les plus vieux sur le marché
- Une structure financière saine avec une dette quasi-nulle et une position en cash excédentaire
- Une distribution généreuse de dividende (Yield 2020e de 6,8%)

### Faiblesses

- L'excédent de cash grève la rentabilité des actifs du concessionnaire
- La rentabilité des Fonds propres est en baisse continue (ROE estimé en 2020 de 13,4x contre un ROE de 18,4x en 2019)
- Toute fluctuation défavorable du dinar à l'égard du Yen aurait un impact négatif sur la profitabilité de la filiale ADEV, concessionnaire de la marque NISSAN

### Opportunités

- Faible taux de pénétration du marché automobile recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux.
- Un matelas de trésorerie confortable lui permettant de financer son développement.
- Le management a entamé des négociations avec NISSAN pour la construction d'une unité d'assemblage des Pickups.
- Le concessionnaire a une marge de manœuvre pour diversifier d'avantage son offre et développer la vente des pickups.

### Menaces

- La libéralisation du secteur de la concession automobile en Tunisie est indéniablement une mesure éloignée au vu de la persistance des tensions sur la balance commerciale
- Des conditions de plus en plus restrictives adoptées par les banques pour les crédits à la consommation
- Le système de quota continue à pénaliser la croissance des revenus des concessionnaires tunisiens
- Le taux d'imposition est passé de 25% à 35% depuis 2019
- Concurrence accrue notamment avec l'entrée sur le marché des nouvelles marques asiatiques

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	222,6	262,4	235,4	244,3	206,5	242,2
Progression	-	18%	-10%	4%	-15%	17%
Marge Brute	43,7	50,2	43,3	47,8	44,5	52,2
Taux de marge brute	19,6%	19,1%	18,4%	19,6%	21,6%	21,6%
Progression	-	15%	-14%	10%	-7%	17%
EBITDA	32,4	39,1	31,5	36,2	32,8	40,7
Progression	-	21%	-19%	15%	-9%	24%
Marge d'EBITDA	14,6%	14,9%	13,4%	14,8%	15,9%	16,8%
Résultat net part du groupe retraité	32,5	35,4	31,1	30,0	25,8	30,8
Progression	-	9%	-12%	-3%	-14%	20%
Marge Nette	14,6%	13,5%	13,2%	12,3%	12,5%	12,7%

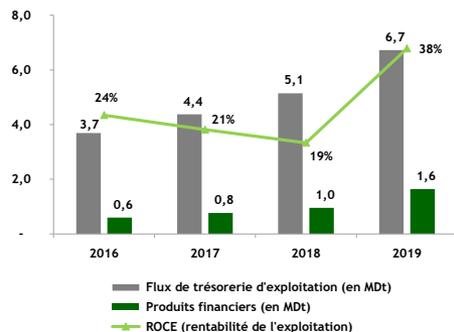
**Actionnariat**

- Etat tunisien: 37,5%
- Société Trabelsi & Fils: 19,4%
- COOPMAG: 12,6%
- Office du Commerce: 7,6%
- Flottant: 22,9%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	42
PER 2021e	7,8x
EV/EBITDA 2020e	4x
Yield 2020e	4,4%
Performance 2020	+40,7%

**Capacité de génération de cash flow et ROCE**



**Opinion**

- Le gestionnaire du marché de gros a enchaîné, en 2020, une septième année boursière dans le vert. Le titre a profité des publications rassurantes en 2020, malgré le contexte pandémique, et de l'engouement du marché pour les placements défensifs.
- Le profil de risque de la société est, certes, faible mais les perspectives de croissance sont également limitées. La réduction des charges constitue le principal relais de rentabilité pour la compagnie. Un positionnement sur le titre est préconisé, en particulier pour un profil CEA en raison du profil rentier de la compagnie et du bon rendement en dividendes qu'elle offre.

**Forces**

- Une situation de monopole, un emplacement stratégique et une capacité de stockage élevée qui permettent de traiter 40% de la production nationale de légumes et fruits et d'assurer l'approvisionnement du district de Tunis
- Une activité défensive à deux manettes (les redevances sur les denrées alimentaires et les loyers) qui résiste en période de cycles économiques baissiers
- Une situation financière solide avec une dette nette structurellement négative et un matelas de trésorerie confortable qui bonifie régulièrement la rentabilité de la firme

**Opportunités**

- Un mégaprojet d'un marché intégré prometteur (annoncé en 2016 pour un coût global proche de 30MDt) mais non encore confirmé
- Un important potentiel de croissance si des efforts de « désinformatisation » de l'économie et des circuits de distribution des produits alimentaires frais sont déployés par les pouvoirs publics
- Une politique de rationalisation des charges, une informatisation des process et une intensification des efforts de surveillance et de contrôle devraient permettre d'améliorer les revenus et la productivité
- Une hausse des prix des produits alimentaires bénéfique pour la société

**Faiblesses**

- Une société étatique avec une instabilité du management et une lenteur dans le processus décisionnel
- Une situation de sureffectif et une faible productivité (les frais généraux absorbent 64% du chiffre d'affaires en 2019)

**Menaces**

- Une floraison du marché informel et des perturbations dans les circuits de distribution
- Une volatilité des performances du secteur agricole et dépendance par rapport aux saisons agricoles et aux conditions climatiques

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	11,0	12,0	12,3	14,1	14,9	15,8
Progression	-	10%	2%	15%	6%	6%
Marge brute	10,2	11,4	11,5	13,4	14,1	15,0
Progression	-	11%	1%	16%	6%	7%
Taux de marge brute	93,2%	94,6%	93,9%	94,9%	94,5%	95,0%
EBITDA	4,1	4,5	4,2	5,7	5,3	5,6
Progression	-	8%	-7%	38%	-8%	6%
Marge d'EBITDA	37,8%	37,1%	33,9%	40,8%	35,3%	35,4%
Résultat net retraité	2,5	3,1	3,2	4,7	4,5	5,4
Progression	-	21%	4%	48%	-4%	19%
Marge nette retraitée	23,1%	25,5%	26,0%	33,4%	30,2%	33,9%

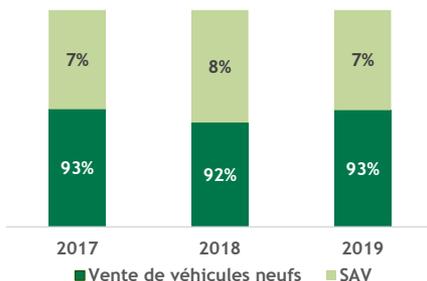
**Actionnariat**

- Automobile Investment Company: 56,5%
- Tunisian Investment cars: 10%
- Flottant: 33,5%

**Ratios boursiers**

Capitalisation boursière (MDt)	162
PER 2021e	8,5x
EV/EBITDA 2020e	4x
Yield 2020e	8,8%
Performance 2020	+20,7%

**Structure du chiffre d'affaires du groupe**



**Opinion**

- La marque coréenne a réussi à préserver sa position de leader sur le segment des véhicules particuliers avec une PDM de 12% en 2019. En dépit de la crise sanitaire, City Cars a été l'unique concessionnaire à avoir affiché une progression à deux chiffres de ses ventes (+12,6%) à fin 2020. La trésorerie du concessionnaire demeure solide. City cars affiche un ROE exceptionnel (43% en 2019) ainsi qu'un rendement en dividende encore attrayant (8,8% yield estimé en 2020 contre un yield de 13,2% en 2019). Toutefois, la société présente des marges sous pression du fait de la forte dépréciation du dinar face au Yen.

**Forces**

- Adossé à une marque de renommé internationale, le concessionnaire automobile de la marque KIA est leader sur le marché des véhicules particuliers
- Une gamme de véhicules diversifiée
- Présence dans les grandes villes du pays à travers un réseau de 17 agences
- Une situation financière saine avec une trésorerie excédentaire et une dette nette négative
- Le meilleur rendement en dividende du secteur (Yield de 8,8%)
- Le meilleur ROE 2019 du secteur (44% pour CITY CARS contre 21% pour le secteur coté)

**Opportunités**

- Faible taux de pénétration du marché automobile Tunisien recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux
- Innovation permanente du constructeur KIA qui dispose d'une importante structure de recherche et développement. Montée en gamme des véhicules KIA
- Révision du système FCR et interdiction aux tunisiens résidents à l'étranger de revendre leur véhicule avant d'avoir complété un an depuis sa mise en circulation en Tunisie

**Faiblesses**

- Qualité du service après vente à améliorer en raison d'un parc de voitures jeune
- Absence de couverture contre les fluctuations de change

**Menaces**

- La libéralisation du secteur de la concession automobile en Tunisie est indéniablement une mesure éloignée au vu de la persistance des tensions sur la balance commerciale
- Des conditions de plus en plus restrictives adoptée par les banques pour les crédits à la consommation
- Ouverture du marché tunisien aux constructeurs chinois et indiens
- Toute dépréciation du dinar aura une incidence sur les prix de vente (c'est le cas de tous les importateurs)
- Un taux d'imposition qui est passé de 25% à 35% depuis 2019

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	162,7	167,2	152,5	212,7	233,9	243,4
Progression	-	3%	-9%	39%	10%	4%
Marge Brute	24,7	25,6	24,8	31,5	37,4	38,9
Taux de marge brute	15,2%	15,3%	16,3%	14,8%	16,0%	16,0%
Progression	-	4%	-3%	27%	19%	4%
EBITDA	18,9	19,2	18,0	24,6	29,3	31,5
Progression	-	1%	-6%	37%	19%	8%
Marge d'EBITDA	11,6%	11,5%	11,8%	11,6%	12,5%	13,0%
Résultat net part du groupe retraité	14,4	14,8	14,3	15,3	17,7	19,1
Progression	-	3%	-3%	7%	16%	8%
Marge Nette	8,9%	8,9%	9,4%	7,2%	7,6%	7,9%

## Les valeurs sous surveillance positive

---

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

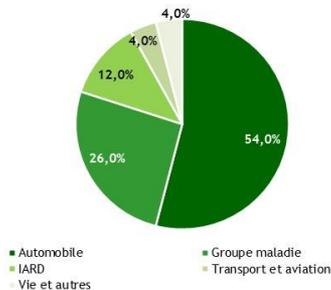
**Actionnariat**

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

**Ratios boursiers**

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

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



**Forces**

- Incontestable Leader de l'assurance en Tunisie avec une part de marché de 15,4% en 2019
- Premier réseau d'agences en Tunisie permettant de diversifier son portefeuille clientèle
- L'actif financier de la STAR recèle des plus values latentes de l'ordre de 100MDt consolidant davantage la capacité de la compagnie à couvrir ses provisions techniques (taux de couverture des provisions techniques par les placements de 111%)
- Un ratio de solvabilité nettement supérieur au minimum réglementaire (3,5x)

**Opportunités**

- Groupama de plus en plus impliqué dans le processus de prise de décision
- Portefeuille solide permettant une croissance plus forte de la société

**Faiblesses**

- Un portefeuille assurance exposé aux entreprises publiques
- Un modeste Payout (40%) et rendement en dividende (Yield de 3,5%) comparé à ses pairs
- Un modeste ROE de 6,3% en 2019

**Menaces**

- La forte exposition à la branche Automobile obère la rentabilité technique en raison du renchérissement des pièces de rechange
- Le contexte de taux baissier pourrait altérer la profitabilité de assureur fortement exposé aux produits des taux.

**Opinion**

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

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

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

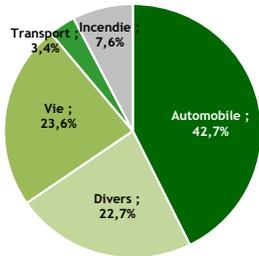
**Actionnariat post OPF**

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

**Ratios boursiers**

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

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



**Opinion**

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

**Forces**

- Un acteur de référence en matière d'assurance en Tunisie, s'adjudgeant la troisième position en termes de primes émises, avec une part de marché de 9,7% en 2019
- Pionnier et acteur de référence en matière d'assurance vie sur le marché Tunisien
- Premier en assurance incendie
- Un taux de couverture des provisions techniques par les placements dépassant le seuil réglementaire minimal de 100% et s'établissant à 114% en 2019, ce qui représente un signe de sécurité pour les assurés.
- Une structure de primes émises équilibrée
- Un ratio de solvabilité supérieur au minimum réglementaire (3x)
- Un bon ROE de 14,2% en 2019

**Faiblesses**

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

**Opportunités**

- Un potentiel de développement important aussi bien dans la branche vie que dans la branche non vie.
- Portefeuille solide permettant une croissance plus forte de la société
- Le Développement de services innovants grâce à l'avènement du digital dans le quotidien du consommateur

**Menaces**

- La baisse du pouvoir d'achat du tunisien et l'Instabilité politique et économique peut éroder le rythme de la collecte des primes des assureurs .
- Un marché de plus en plus concurrentiel (innovation continue dans les produits et services)
- Le contexte de taux baissiers obère la rentabilité des placements des assureurs

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

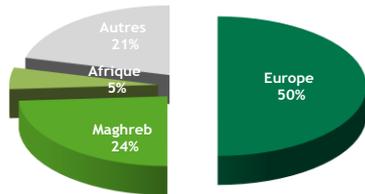
**Actionnariat**

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

**Ratios boursiers**

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

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



**Forces**

- TPR est le leader sur le marché local des profilés d'aluminium avec une part de marché de 65% à fin 2019
- Le leadership local aboutit à une résilience des revenus en dépit d'un environnement globalement défavorable
- Les marchés européens à très forte valeur ajoutée permettent d'immuniser les marges de TPR à l'export puisque les prix de ventes sont indexés au prix du LME
- Un bilan solide (Gearing de 40% en 2019) et une génération de cash-flow régulière

**Opportunités**

- La filiale Algérienne PROFAL MAGHREB représente un levier de croissance pour le groupe
- L'investissement de 12MDt pour un matériel de traitement de surface permettrait au profileur d'aluminium de réduire ses coûts d'énergie et de servir de nouveaux marchés, notamment le secteur automobile.

**Faiblesses**

- L'appréciation du dinars en 2019 et en 2020 a décéléralé les ventes à l'export de la société suite à un effet de change moins favorable
- Le renchérissement du prix international de l'aluminium affecte les marges du profileur d'aluminium sur le marché local

**Menaces**

- Une concurrence étrangère déloyale, commercialisant un produit contrefait sous le nom de TPR
- La crise immobilière, la crise sanitaire et les difficultés budgétaires de la Tunisie pèsent sur les perspectives de croissance sur le marché local

**Opinion**

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

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

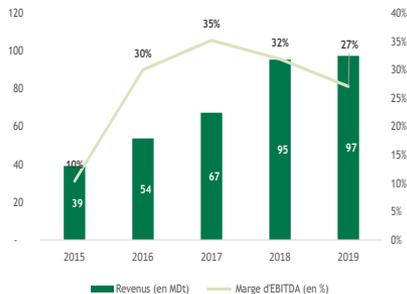
## Actionnariat

- Groupe BAYAHI: 84%
- Flottant: 16%

## Ratios boursiers

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

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



## Forces

- SOTUVER est l'embouteilleur de référence sur le marché local (position monopolistique avec une part de marché de 80%)
- Acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée (plus de 200 références) et une expertise reconnue depuis plusieurs années
- Importante capacité de production (120 000 tonnes par an) comparée au pays méditerranéens
- Les efforts de diversification des marchés export (Afrique et Moyen Orient) permettant d'atténuer les incertitudes sur le marché algérien
- Une structure financière saine (Gearing de 63% en 2019)

## Opportunités

- L'Obtention des homologations Heineken et Lesieur constitue une niche d'entrée sur les marchés internationaux
- Le lancement de deux projets concernant la substitution du fuel par le Pet-Coke et la production de l'électricité à travers les panneaux photovoltaïques devrait alléger à terme la facture énergétique de l'industriel
- Les augmentations successives des capacités de production et le projet d'installation d'un troisième four et d'une nouvelle ligne triple gouttes permettront au groupe de répondre aux besoins de leurs anciens et nouveaux partenaires
- L'investissement dans une nouvelle entité de production destinée exclusivement à l'export (SGI), permettrait de doubler la capacité de production de l'industriel et de mieux répondre à la demande grandissante à l'export.
- Forte reprise de la demande internationale sur l'emballage en verre pour des raisons écologiques

## Faiblesses

- Saturation de la capacité des deux fours
- En attendant le passage définitif au Pet-Coke, les marges de l'industriel demeureront sous pression en raison du coût élevé de l'énergie

## Menaces

- Contexte économique local en berne
- Perturbations sur le marché algérien, principal marché à l'export
- Exposition à la fluctuation des prix de gaz naturel

## Opinion

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

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

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

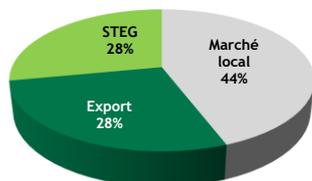
## Actionnariat

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

## Ratios boursiers

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

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



## Opinion

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

## Forces

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

## Faiblesses

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

## Opportunités

- Une consolidation des ventes sur le marché africain suite aux projets d'électrification en cours de lancement dans plusieurs pays
- Une diversification des canaux de distribution en cours qui devrait conférer au groupe des possibilités de compensation des gaps entre les marchés et lui permettre de sécuriser ses ventes et de palier aux aléas de la conjoncture économique
- L'achèvement du projet de développement d'une solution de comptage à prépaiement. Ce projet est en phase de validation finale. La mise en production du nouveau compteur est prévue pour le T4 2020
- Un développement d'une plateforme de comptage intelligent selon les spécifications de la STEG; un marché qui représente 1 milliard de dinars en Tunisie dans les prochaines années
- Un développement de synergies avec la filiale « I@T » spécialisée dans l'internet des objets et les technologies innovantes, pour lancer de nouvelles solutions en matière d'efficacité énergétique

## Menaces

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

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

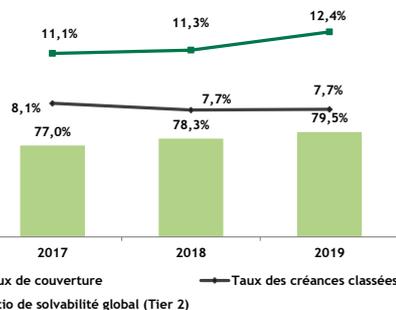
## Actionnariat

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

## Ratios boursiers

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

## Evolution des principaux ratios réglementaires



## Opinion

▪ L'UIB a été parmi les banques les plus sanctionnées par le mouvement de correction qui a secoué le secteur bancaire depuis l'évènement de la crise de la Covid-19. La banque a réalisé un finish remarquable en 2020, se rattrapant nettement sur le T4 de l'année. Une reprise expliquée par la mise en place de nouveaux échéanciers au titre des crédits accordés aux particuliers, ayant fait l'objet de report d'échéances, avec la capitalisation des intérêts conventionnels de la période du moratoire, exclusion faite de tout intérêt ou pénalité de retard. Au vu de ses multiples actuels, l'UIB est bien outillée pour rebondir de plus belle à partir de 2021 en bourse. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, l'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise actuelle.

## Forces

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

## Opportunités

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

## Faiblesses

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

## Menaces

- Une réglementation prudentielle plus contraignante, une politique monétaire restrictive et des tensions accrues sur la liquidité bancaire alimentant une surenchère tarifaire sur les dépôts
- Un marché très concurrentiel et de faible taille
- Une dégradation de la conjoncture économique et du climat des affaires avec une raréfaction des bonnes signatures et une hausse du coût du risque

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

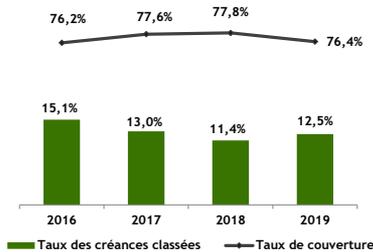
## Actionnariat

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

## Ratios boursiers

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

## Evolution de la qualité d'actifs



- ### Forces
- Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines)
  - Une productivité meilleure que le secteur
  - Un leadership sur le segment des crédits logement et un savoir faire reconnu dans le financement du secteur immobilier
  - Une bonne capacité de mobilisation des lignes de financement extérieures (parmi les encours les plus élevés du secteur bancaire: 657,5MDt en 2019), permettant de palier au tarissement de la liquidité sur le marché local

- ### Faiblesses
- Une vocation historique de banque immobilière et une politique de quête des parts de marchés qui a pénalisé le coût des ressources de la banque sur les dernières années
  - Des ratios de solvabilité proches des seuils réglementaires et un ratio de transformation global tendu (le plus élevé à l'échelle du secteur: 112% en 2019 contre une moyenne sectorielle de 95%)
  - Une exposition élevée au secteur immobilier (20% en 2019); un secteur mal en point ces dernières années
  - Une qualité du portefeuille qui demeure encore fragile (un taux de créances classées supérieur à 10%)

- ### Opportunités
- Une stratégie axée sur: 1) la concentration de l'activité du financement des promoteurs immobiliers sur l'accompagnement des clients existants, 2) la continuation des efforts de relance du segment des particuliers sur les crédits et sur les dépôts et 3) la poursuite de l'assainissement du bilan à travers le traitement dynamique du portefeuille via les négociations transactionnelles
  - Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits
  - Une amélioration de la productivité grâce à: 1) l'implémentation du nouveau ERP global bancaire sur une période de 3 ans jusqu'à 2021 et à la refonte du système d'information et 2) le plan de recrutement ciblé qui accompagne le plan volontaire des départs (rajeunissement et montée en compétence des ressources humaines)

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

## Opinion

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

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

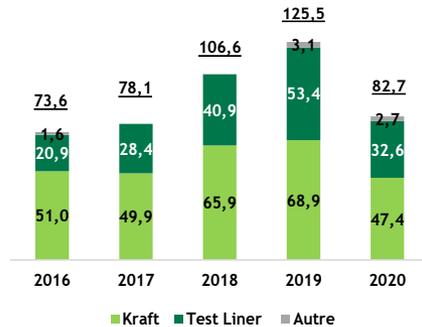
**Actionnariat**

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

**Ratios boursiers**

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

**Structure du chiffre d'affaires**



**Opinion**

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

**Forces**

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

**Opportunités**

- L'achèvement avec succès d'un vaste plan de développement ayant permis de mettre à niveau l'outil de production, d'améliorer la qualité des produits finis et de doubler la capacité et monter en valeur dans la ligne de Test Liner (de 25 000 tonnes à 50 000 tonnes)
- Le renchérissement du prix de vente des produits concurrents importés permet à Sotipapier d'être plus compétitive sur le marché

**Faiblesses**

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

**Menaces**

- Le marché du Test Liner est plus concurrentiel avec une forte présence étrangère (plus de la moitié du marché est servi par les importations) et une concurrence locale (le groupe Poulina, depuis 2011).
- Corrélation avec le secteur immobilier en difficulté et notamment avec le secteur cimentier, le débouché principal du papier Kraft

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	73,6	78,1	106,6	125,5	82,7	99,7
Progression	-	6%	36%	18%	-34%	21%
Marge Brute	21,7	25,2	37,0	47,0	30,5	36,8
Taux de marge brute	29,5%	32,3%	34,8%	37,4%	36,9%	36,9%
EBITDA	13,8	15,8	25,0	33,3	18,7	23,8
Progression	-	14%	59%	33%	-44%	27%
Marge d'EBITDA	18,7%	20,2%	23,5%	26,6%	22,7%	23,9%
Résultat net part du groupe retraité	6,6	9,3	13,2	21,3	8,4	12,8
Progression	-	41%	42%	61%	-60%	53%
Marge nette	9,0%	11,9%	12,4%	16,9%	10,2%	12,9%

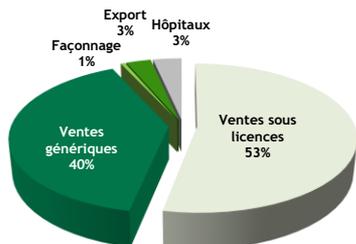
**Actionnariat**

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

**Ratios boursiers**

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

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



**Forces**

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

**Opportunités**

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

**Faiblesses**

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

**Menaces**

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

**Opinion**

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

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

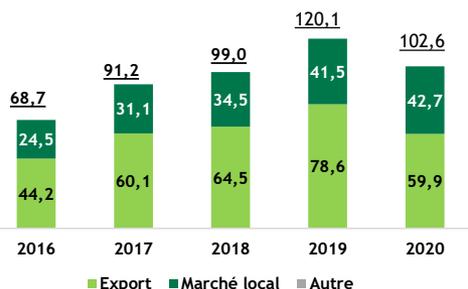
**Actionnariat**

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

**Ratios boursiers**

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

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



**Opinion**

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

**Forces**

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

**Opportunités**

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

**Faiblesses**

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

**Menaces**

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

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

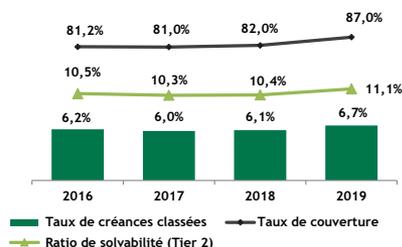
## Actionnariat

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

## Ratios boursiers

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

## Evolution des ratios prudentiels



## Opinion

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

## Forces

- Une offre de produits et de services compétitive qui continuera à profiter du partenariat avec le groupe BNP Paribas dans les métiers de la banque et des nouvelles technologies (partenariat UBCI-BNP Paribas continuant après le désengagement du groupe français)
- Une banque qui a réussi à imposer sa rigueur comme exemple avec une base de clientèle saine et diversifiée (une qualité du portefeuille dans les standards les plus élevés du secteur, une politique de provisionnement stricte et « zéro » exposition au secteur du tourisme)
- Une structure de dépôts dominée par les dépôts à vue (la plus forte à l'échelle du secteur: 57% en 2019 contre une moyenne sectorielle de 35%) qui permet de préserver le coût des ressources (un coût des ressources facial de 3,7% contre une moyenne sectorielle de 5,5%, en 2019) et de maintenir un bon niveau de ratio de transformation (un ratio de transformation global de 95% en 2019, en ligne avec la moyenne sectorielle)

## Faiblesses

- Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est restée timide au niveau de sa croissance: un réseau commercial réduit de 103 agences et des parts de marché qui stagnent (10<sup>ème</sup> rang dans le palmarès des dépôts avec une part de marché de 3,7% à fin 2019)
- L'UBCI reste de loin la banque la moins productive du secteur privé
- Une solvabilité proche du seuil réglementaire

## Opportunités

- Le Groupe Carte disposera d'une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités: 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau 3) un portefeuille de crédit sain qui permet d'asseoir une politique commerciale plus dynamique et 4) développement des synergies autour de la bancassurance
- Un potentiel de croissance dans les services financiers connexes (leasing et banque d'investissement)

## Menaces

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

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

## Contact

### Département Etudes & Recherches

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



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

#### *Disclaimer:*

*Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être de confiance. Il n'est néanmoins donné aucune garantie quant à l'exactitude de ces informations. Les estimations et projections exprimées dans ce document ont été élaborées par Tunisie Valeurs. Aucune garantie, expresse ou implicite, n'est faite en ce qui concerne l'exactitude, la précision et la réalisation des projections contenues.*