

Département Études et Recherches

REVUE DE RECHERCHES

Tunisie Valeurs
LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

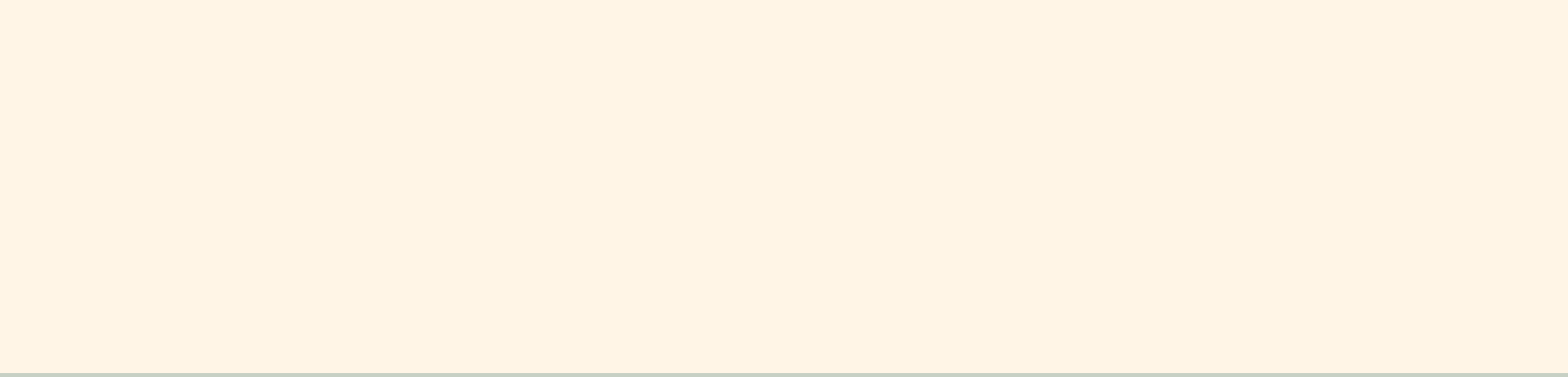
Filiale du groupe

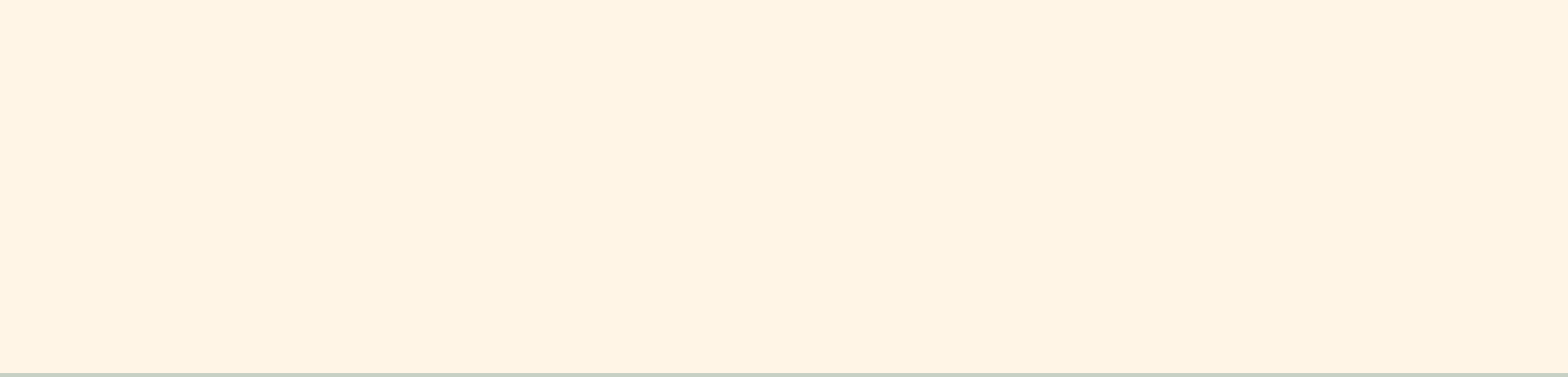


BIAT



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





Département Études et Recherches



Hamza BEN TAARIT

Directeur du Département Etudes & Recherches

Email : hamza.bentaarit@tunisievaleurs.com

- Diplômé de l'Université Paris Dauphine (France), de l'Université Panthéon - Assas (France) et de l'IHEC Carthage, Hamza BEN TAARIT exerce, depuis neuf ans, le métier d'analyste financier au sein de Tunisie Valeurs. Son périmètre de couverture intègre le secteur bancaire, le secteur du leasing et les grandes capitalisations dans le secteur agroalimentaire et l'industrie.
- Désirant s'orienter vers le domaine de la finance islamique, il a obtenu avec succès le Certificat de Spécialiste en Audit Charaïque du CIBAFI et il assure, parallèlement à sa mission d'analyste financier, le contrôle de conformité charaïque du fonds commun de placement islamique FCP Valeurs Al Kaouther.
- Depuis Février 2022, Hamza BEN TAARIT occupe la fonction du directeur du Département Etudes & Recherches chez Tunisie Valeurs.

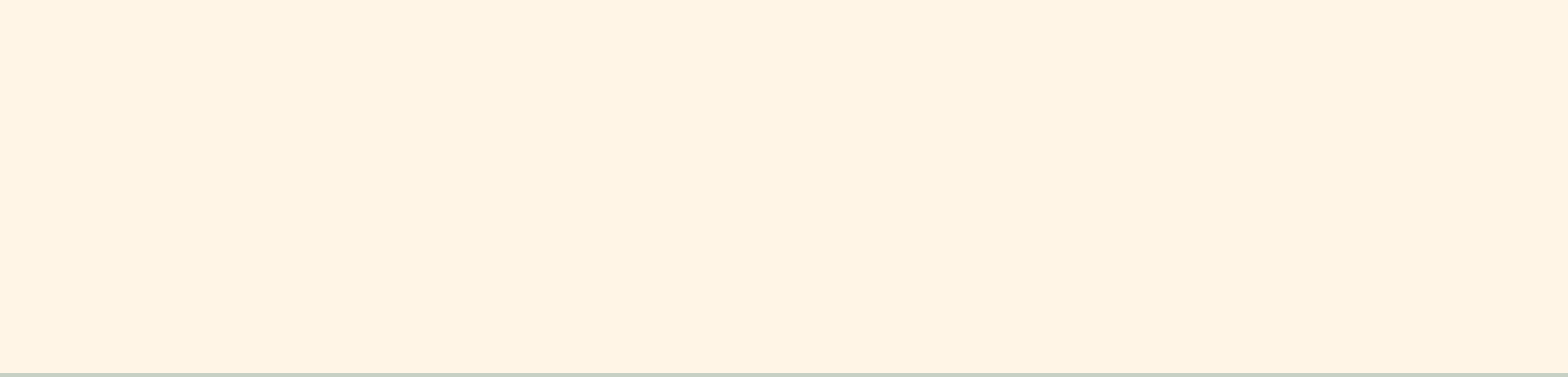


Imen YAHIA

Analyste Financier Senior

Email : imen.yahia@tunisievaleurs.com

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



Sommaire

■ Conjoncture économique : un ralentissement mondial avec des risques de dégradation grandissants	4
■ Actualité internationale : L'appréciation du dollar américain : les causes et les conséquences	9
■ Rétrospective boursière de 2022 : un bon parcours boursier	12
■ Secteur bancaire : une capacité de résilience prouvée pour le pacemaker du marché actions	17
■ Secteur de l'assurance : les retentissements de la crise se font plus lourds en 2021 et 2022	43
■ Secteur du leasing : tirant les leçons du passé, le secteur gagne en résilience	52
■ SFBT: la force tranquille	66
■ BIAT : un modèle de croissance résilient	71
■ Délice Holding : des stratégies gagnantes pour une croissance pérenne	77
■ SAH Lilas : une montée à pas de géant	84
■ UNIMED : l'export, le pari gagné pour le fleuron national des produits stériles	93
■ Telnet Holding : investir dans les hautes technologies	98
■ SOTUVER : une valeur à fort potentiel de croissance	102
■ TPR : cap sur l'export	106
■ MPBS : avance à pas solides	110
■ SMART Tunisie : promesses tenues!	114
■ Stockguide :	121
■ Lexique :	123



Rédigé le 30/09/2022

Conjoncture économique

Un ralentissement mondial avec des risques de dégradation grandissants

Points clés

- En 2022, plusieurs chocs ont frappé une économie mondiale déjà obérée par la pandémie. En effet, les répercussions négatives de la guerre en Ukraine couplées au ralentissement plus prononcé qu'attendu en Chine des suites de flambées de Covid-19 et de confinements ont provoqué une inflation plus forte que prévu dans le monde entier, avec un durcissement des politiques monétaires et des conditions de financement. Selon les prévisions de référence du Fonds Monétaire International, la croissance de l'économie mondiale devrait passer de 6,1% en 2021 à 3,2% en 2022, soit 0,4 point de pourcentage de moins que prévu dans l'édition d'Avril 2022 des «Perspectives de l'économie mondiale».
- A l'instar de l'économie mondiale, l'économie tunisienne a pâti de la guerre russo-ukrainienne, témoignant d'une croissance molle, d'une inflation galopante, d'un creusement du déficit commercial, d'une baisse des réserves en devises et d'un endettement public atteignant un nouveau pic. Le financement du déficit budgétaire pose des défis réels, notamment avec le retard dans la mobilisation des ressources extérieures. Selon le FMI, les discussions sur un nouvel accord au titre du mécanisme élargi de crédit destiné à soutenir les politiques et les réformes économiques des autorités ont été fructueuses.
- Afin d'assurer une solide croissance inclusive, créatrice d'emploi, et de réduire les déséquilibres macro-économiques internes et externes persistants, un programme de réformes national devrait être mis en place. Ce programme doit permettre de promouvoir l'investissement par le regain de confiance des investisseurs locaux et étrangers, ainsi que des bailleurs de fonds internationaux. En effet, la résorption du chômage structurel élevé nécessite une reprise solide de l'investissement et la promotion de projets créateurs de valeur ajoutée et à forte employabilité.

I-Conjoncture économique internationale: un ralentissement mondial avec des risques de dégradation grandissants

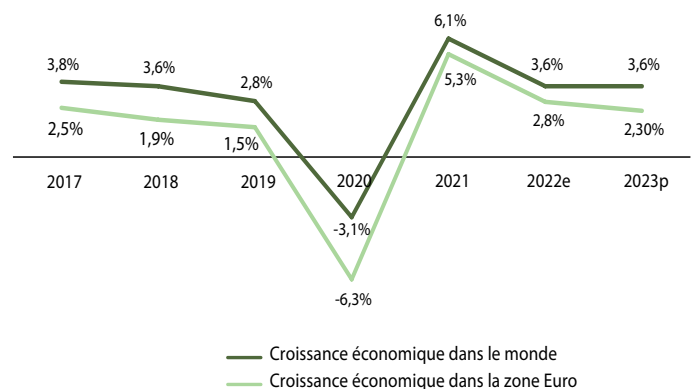
L'année 2022 a été marquée par des épisodes sombres. Plusieurs chocs ont frappé une économie mondiale déjà obérée par la pandémie. En effet, les répercussions négatives de la guerre en Ukraine couplées au ralentissement plus prononcé qu'attendu en Chine des suites de flambées de Covid-19 et de confinements ont provoqué une inflation plus forte que prévu dans le monde entier, en particulier aux États-Unis et dans les pays européens avec un durcissement des politiques monétaires et des conditions de financement.

Selon les prévisions de référence du Fonds Monétaire International, la croissance de l'économie mondiale devrait passer de 6,1% en 2021 à 3,2% en 2022, soit 0,4 point de pourcentage de moins que

prévu dans l'édition d'Avril 2022 des «Perspectives de l'économie mondiale». En 2023, le FMI estime que la croissance mondiale devrait s'établir à environ 2,9%, soit 0,7 point de pourcentage de moins par rapport à l'édition d'Avril des «Perspectives de l'économie mondiale».

Le FMI a prévu un ralentissement plus prononcé de la croissance des États Unis (-1,4 point de pourcentage à 2,3% et -1,3 point de pourcentage à 1%, respectivement en 2022 et 2023) en raison de la baisse du pouvoir d'achat des ménages et d'un resserrement de la politique monétaire. Il a également révisé à la baisse la croissance chinoise (-1,1 point de pourcentage en 2022 la croissance chinoise ramenée à 3,3%, soit le taux le plus faible depuis quarante ans, si l'on exclut le début de la crise de la Covid-19 en 2020) à la suite des reconfinements et de l'aggravation de la crise de l'immobilier.

Croissance économique dans le monde et dans la zone Euro



Sources: BCT, FMI (WEO, July, 2022).

Également, une forte révision à la baisse de la croissance en Europe a été constatée (de -0,2 point de pourcentage en 2022 et de -1,1 points de pourcentage en 2023) qui s'explique par les retombées de la guerre en Ukraine et le resserrement des politiques monétaires.

L'inflation mondiale a été revue à la hausse du fait de l'augmentation des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, ainsi que des déséquilibres persistants de l'offre et de la demande. Elle devrait atteindre 6,6% dans les pays avancés et 9,5% dans les pays émergents et les

pays en développement cette année, soit une révision à la hausse de 0,9 et 0,8 point de pourcentage, respectivement. En 2023, la politique monétaire désinflationniste devrait se faire sentir davantage, et la production mondiale devrait augmenter de seulement 2,9%.

■ Pour tenir compte des risques persistants qui pèsent sur les perspectives mondiales, le FMI a établi un deuxième scénario, qu'il qualifie de plausible. Un scénario prévoyant plus de pressions inflationnistes et une croissance mondiale ramenée à 2,6% et 2,0%, respectivement en 2022 et 2023, contre 3,2% et 2,9% dans le premier scénario. Ces risques sont relatifs à la guerre en Ukraine, aux anticipations d'inflation qui perdent leur ancrage, au durcissement des conditions financières mondiales provoquant le surendettement des pays émergents et de pays en développement, aux nouvelles flambées de Covid-19, ainsi qu'une aggravation de la crise du secteur immobilier freinant davantage la croissance chinoise.

II-Conjoncture économique en Tunisie : une croissance faible, une inflation galopante et des déficits qui s'aggravent

■ En 2022, les retombées du conflit russo-ukrainien ont lourdement pesé sur l'économie tunisienne. Les indicateurs économiques au terme des huit premiers mois de 2022 font état d'une faible croissance économique (au terme du premier semestre), d'une forte accélération de l'inflation, d'une baisse des réserves en devises et de pressions inédites sur les équilibres en raison de prix internationaux plus élevés de l'énergie et des produits alimentaires. Selon le FMI, les discussions sur un nouvel accord

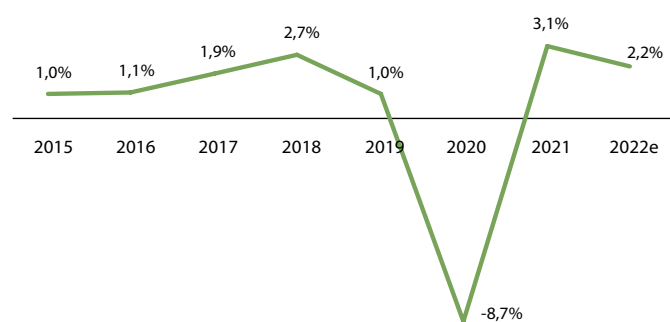
au titre du mécanisme élargi de crédit (MEDC) destiné à soutenir les politiques et les réformes économiques des autorités ont été fructueuses.

a) Une croissance molle

■ Après avoir enregistré des prémices de relance économique courant le deuxième semestre de 2021 grâce à l'amélioration relative de la situation sanitaire, l'environnement national a été, de nouveau frappé par une énième vague pandémique au début de 2022. A l'instar de l'économie mondiale, l'économie tunisienne a également pâti de la guerre russo-ukrainienne, témoignant d'une croissance molle, d'une inflation galopante et d'un creusement du déficit commercial. Courant le premier et le deuxième trimestres de 2022, le produit intérieur brut a enregistré, une croissance en termes réels de 2,4% et de 2,8%, respectivement en glissement annuel, contre une croissance de 1,6% au cours du dernier trimestre de l'année précédente.

■ Cette évolution a été tirée par la dynamique des branches de services (+5,2% en rythme annuel), notamment dans le secteur de l'hébergement et la restauration (+42,5%) et celui du transport (+19%). Dans les industries manufacturières, les industries textiles (+16,4%) et les industries mécaniques et électriques (+6,3%) ont enregistré également une accélération de leur rythme de croissance. En revanche, le régime de croissance s'est inscrit à la baisse dans l'extraction de pétrole et de gaz naturel (-15,7%), la construction (-11,6%), les industries des matériaux de construction (-6,9%) et les industries chimiques (-2%). Selon les projections du FMI qui datent de Juillet 2022, la

Evolution du PIB en Tunisie



Sources: BCT, FMI.

croissance du PIB, en perte de vitesse, devrait s'établir à 2,2% en 2022, contre 3,1% en 2021.

b) Une inflation galopante

■ Au mois d'Août 2022, l'inflation a confirmé sa tendance haussière en augmentant encore une fois pour atteindre le taux de 8,6% en glissement annuel après 8,2% en Juillet, 8,1% en Juin et 7,8% en Mai. Cette progression trouve son origine essentiellement dans l'accélération du rythme des hausses des prix des produits alimentaires (11,9% contre 11% en Juillet), des prix du groupe meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer (11,3% contre 10,6% en Juillet) et des prix des produits et services d'enseignement (10% contre 9,8% en Juillet).

■ Le taux d'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) a augmenté à 7,1% après 6,8% le mois précédent. Les prix des produits libres (non encadrés) se sont hissés de 9,8% sur un an.

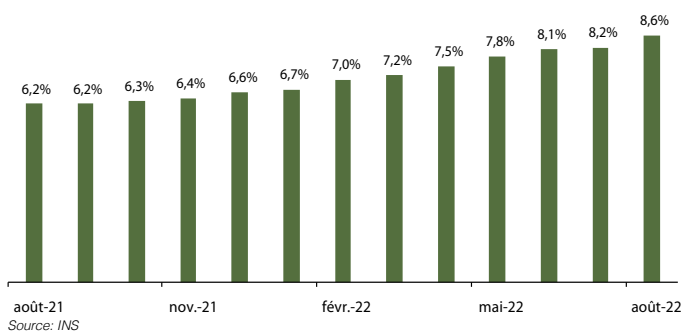
Les produits alimentaires libres ont connu, pour leur part, une hausse de 14,1% contre 0,5% pour les produits alimentaires à prix encadrés.

■ L'accélération de l'inflation s'explique notamment par l'effrètement du dinar par rapport au dollar et par la flambée des prix internationaux des produits de base et des matières premières transmises aux prix à l'importation, portant ainsi la marque d'un accroissement quasi-généralisé des prix au niveau de tous les secteurs d'activité.

■ Sur le court et moyen termes, les pressions inflationnistes s'intensifient notamment avec la volonté de l'Etat de réduire ses dépenses de compensation dans un but d'apaiser ses déficits budgétaires et extérieurs. La hausse des prix internationaux de l'énergie et des produits alimentaires viendra, alors, s'ajouter à une inflation déjà très forte.



Evolution de l'inflation en glissement annuel



c) Des pressions inédites sur la balance commerciale

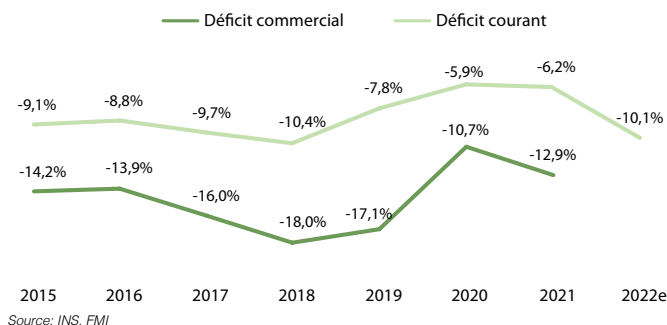
■ A la fin des huit premiers mois de l'année en cours, les exportations se sont hissées de +24,4% pour atteindre 36925,8MDt. Cette croissance a concerné plusieurs secteurs. En effet, les exportations de l'énergie ont augmenté de +61,2%, celles des mines, phosphates et dérivés de +75%, celles des industries agro-alimentaires de +33%, celles des textiles, habillement et cuirs de +21,7% et celles des industries mécaniques et électriques de +13,2%.

■ Les importations se sont accrues, pour leur part, de +34% contre une croissance de +20,8% durant les huit mois de l'année précédente

pour atteindre 53824,8MDt à fin Août 2022. Cette hausse provient de la flambée enregistrée au niveau des importations de l'énergie (+90,2%), des matières premières et demi-produits (+38,7%), des biens de consommation (+14,1%) et des biens d'équipement (+11,2%).

■ Suite à ces évolutions, le solde commercial, à fin Août 2022, s'est établi à -16899MDt contre -10480MDt durant les huit mois de l'année 2021. Le taux de couverture a perdu 5,3 points par rapport à la même période de l'année 2021 pour s'établir à 68,6%. A fin Juin 2022, le déficit courant s'est établi à -7102,5MDt, contre un déficit courant de -7771,3MDt sur toute

Evolution du déficit commercial et du déficit courant en % du PIB



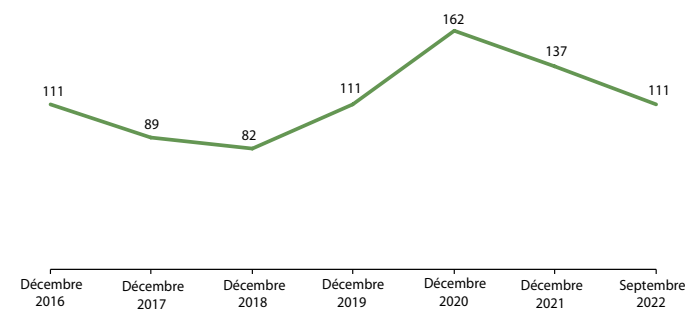
l'année 2021. Selon les estimations du FMI, le déficit courant devrait représenter -10,1% du PIB sur l'année 2022, contre 6,2% une année auparavant.

d) Les réserves de change en baisse

■ En date du 21 Septembre 2022, les avoirs nets en devises se sont

élevés à 23,7 milliards de dinars, soit 112 jours d'importation contre 137 jours en Décembre 2021. Cette baisse des réserves en devises s'explique par le creusement du déficit de la balance commerciale et le remboursement de la dette publique extérieure dont le service a atteint 5,4 milliards de dinars jusqu' au 10 Août 2022.

Les avoirs nets en devises en nombre de jours



e) Un retard dans l'exécution du Budget et l'endettement public atteint un nouveau pic

■ A fin Juin 2022, selon les résultats provisoires de l'exécution du Budget de l'Etat, les recettes fiscales et non fiscales se sont hissées de 22,2% à 19,3 milliards de dinars grâce notamment aux recettes exceptionnelles issues de l'amnistie fiscale.

■ Les dépenses de gestion ont, pour leur part, évolué à un rythme moindre, progressant de 7,1% à 15,3 milliards de dinars. Il est important de préciser, qu'à fin Juin 2022, l'Etat n'a dépensé que 28,4% (soit 4 milliards de dinars) du total des dépenses d'intervention «qui englobent le paiement des fournisseurs et des compensations» de 14,2 milliards de dinars prévus pour l'année

2022. De même, pour les dépenses d'investissement qui devraient s'établir à 4183,2MDt à fin 2022, dont uniquement 1520MDt ont été exécutés. Il convient de préciser que la poursuite des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et la hausse des prix internationaux de l'énergie et des produits de base, sous l'effet de la crise russo-ukrainienne, a fait flamber les dépenses de compensation (+ 51% à 2112MDt à fin Juin 2022 contre 1398MDt une année auparavant). La compensation pour les carburants est passée de 300MDt à fin Juin 2021 à 1415MDt à fin Juin 2022, soit 67% des dépenses totales de compensation.

■ Ainsi, à fin Juin 2022, le déficit budgétaire s'est établi à -470,8MDt, contre -1900,9MDt un an auparavant. Un apaisement



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

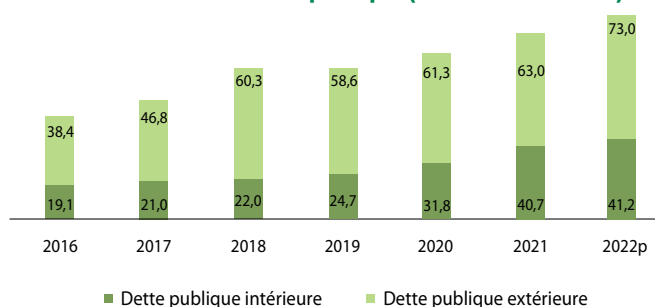
qui trouve alors son origine dans le retard d'exécution du Budget de l'Etat.

■ Au vu de l'effritement du dinar par rapport au dollar et du renchérissement des prix de l'énergie et des produits de base, la Banque Centrale de Tunisie s'attend à un déficit budgétaire représentant 9,7% du PIB, en 2022, contre un déficit de 7,5% une année auparavant.

■ Le financement du déficit budgétaire pose actuellement

des défis réels, notamment avec le retard dans la mobilisation des ressources extérieures. A fin Juin 2022, l'encours de la dette publique a augmenté, en glissement annuel, de 7,4 milliards de dinars pour s'établir à 106,7 milliards de dinars. Ce financement supplémentaire est essentiellement d'origine intérieure. Selon la Loi de Finances de 2022, la dette publique devrait s'élever à 114,1 milliards de dinars, à fin 2022, soit 82,6% du PIB contre 79,2% du PIB à fin 2021.

Structure de la dette publique (en milliards de DT)



Source: Ministère des finances.

«Le financement du déficit budgétaire pose, actuellement, des défis réels, notamment, avec le retard dans la mobilisation des ressources extérieures»

Evolution du Budget de l'Etat

	2018	2019	Provisoire 2020	Provisoire 2021	LF 2022	juin-22	juin-21
Ressources (MDt)							
Ressources propres	27942	32185	30494	33547	38618	19323	15818
Fiscales	24503	28901	27147	30405	35091	17472	14688
Non fiscales	3439	3284	3347	3143	3527	1851	1130
Emprunts	9808	10089	18343	21307	18673	5393	7014
Intérieur	2433	2640	11126	6768	7331	3345	4114
Extérieur	7065	7053	4771	7360	12652	5394	3150
Autres	310	397	2447	7179	-1310	-3346	-250
Total Ressources	37750	42274	48838	54855	57291	24716	22832
Dépenses (MDt)							
Titre 1 : Dépenses de gestion	23680	26433	32972	35034	37959	15292	14278
Salaires	14776	16765	19203	20182	21573	10551	10019
Compensation	4900	4790	4486	6031	7262	2112	1398
Autres	4004	4878	9283	8821	9123	2629	2862
Titre 2 : Dépenses d'Investissement	5945	6140	4186	4513	4183	1520	1415
Titre 3 : Service de la dette	7928	9601	11135	14792	14351	8011	6174
Principal	5127	6396	7398	11097	10025	5842	4243
Intérêt	2802	3205	3736	3695	4326	2169	1931
Crédits et avances sur trésor	198	100	545	516	798	-107	965
Total Dépenses	37750	42274	48838	54855	57291	24716	22832
Solde budgétaire*		-4142,8	-11229,3	-9788,8	-9308,0	-470,8	-1900,9
Solde budgétaire en % du PIB		-3,4%	-9,4%	-7,5%	-6,7%		

Source: Ministère des Finances.

* Le solde budgétaire: Ressources propres (hors dons et privatisations (813MDt en Juin 2022)) - Dépenses de gestion et d'Investissement - Les intérêts.



III-Perspectives

■ Pour l'année 2022, la croissance économique devrait ralentir davantage, en raison des faiblesses structurelles persistantes et sous-jacentes à l'économie tunisienne et d'une conjoncture internationale difficile marquée par la guerre en Ukraine et la flambée des prix mondiaux de l'énergie et des produits de base. Ces pressions inflationnistes sur les prix ont déjà conduit à un resserrement monétaire et à plus de pressions sur l'équilibre budgétaire et extérieurs du pays.

■ Face à l'accélération des pressions inflationnistes, en 2022, la Banque Centrale s'est orientée vers un resserrement monétaire afin de contrer une dérive de l'inflation. Ainsi, le Conseil d'Administration de la BCT a décidé, lors de sa réunion du 17 Mai 2022, d'augmenter de 75 points de base le taux d'intérêt directeur pour le porter à 7%. Parallèlement, il a décidé de relever de 5% à 6% le taux minimum de rémunération de l'épargne.

■ Les pressions sur les équilibres macroéconomiques s'intensifient avec le retard dans la mise en

place des réformes structurelles et les difficultés à mobiliser les ressources financières nécessaires pour le financement du Budget de l'Etat. L'obtention de l'accord avec le FMI au titre du mécanisme élargi de crédit, portant sur un prêt entre 2 et 4 milliards de dollars sur 3 ans, constituerait une bouffée d'oxygène pour le pays sur le court terme et lui ouvrirait des perspectives pour d'autres accords de financement bilatéraux, notamment, avec le Japon et les pays du Golfe.

■ Toutefois, l'obtention de cet accord n'est pas la panacée. Il devient impératif pour la Tunisie d'assurer une solide croissance inclusive et créatrice d'emploi, et de réduire les déséquilibres macro-économiques persistants grâce à la mise en oeuvre d'un programme de réformes national, permettant de promouvoir l'investissement par le regain de confiance des investisseurs locaux et étrangers, ainsi que des bailleurs de fonds internationaux. En effet, la résorption du chômage structurel élevé, principal défi auquel fait face la Tunisie depuis plusieurs années, nécessite une reprise solide de l'investissement et la promotion des projets

créateurs de valeur ajoutée et à forte employabilité. Selon les services du FMI, les réformes doivent porter sur :

1/ **l'amélioration de l'équité fiscale**, en ramenant l'économie informelle dans le système fiscal et en assurant de plus grandes contributions de la part des professions libérales.

2/ **la maîtrise des dépenses publiques courantes** à travers la maîtrise de la masse salariale de la fonction publique au cours des prochaines années et la suppression des subventions à l'énergie par des hausses régulières des prix en vue d'aligner les prix nationaux sur les prix mondiaux du pétrole et du gaz naturel. Le Gouvernement et l'UGTT ont signé, le 15 Septembre 2022, un accord sur les augmentations salariales (une révision à la hausse de 3,5% pour les agents du secteur public est prévue durant les trois prochaines années).

3/ **le renforcement et l'élargissement de la portée des filets de protection sociale** afin de compenser les effets de la hausse des prix des produits administrés au moyen de transferts monétaires en faveur des ménages vulnérables et aussi d'allocations pour la classe moyenne.

4/ **le redressement des entreprises publiques déficitaires**. Pour se rendre à l'évidence, l'interventionnisme massif de l'Etat en Tunisie a démontré ses limites, aboutissant à des situations problématiques, caractérisées par une croissance anémique, un chômage alarmant et une protection sociale précaire. Un changement de modèle économique s'impose. Un nouveau modèle prônant plus de liberté économique est nécessaire pour libéraliser l'initiative entrepreneuriale et l'investissement privé. Une telle approche pourrait assurer une croissance durable et inclusive à moyen terme et réduire la dépendance à l'endettement.

«Un nouveau modèle économique prônant plus de liberté économique est nécessaire pour libéraliser l'initiative entrepreneuriale et l'investissement privé»

Les principaux agrégats économiques

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
PIB (en milliards de dinars)	90,4	97,4	105,6	122,5	119,6	130,9	138,1
Taux de croissance du PIB	1,1%	1,9%	2,7%	1,0%	-8,7%	3,1%	2,2%
Taux d'investissement (% du PIB)	18,4%	19,4%	21,1%	19,5%	15,8%	16,0%	16,2%
Taux d'épargne nationale (% du RNDB)	9,1%	8,9%	9,6%	11,1%	6,20%	9,00%	8,6%
Taux d'inflation	3,7%	5,3%	7,3%	7,0%	5,7%	5,7%	7,7%
Budget de l'Etat (en milliards de dinars)	29,2	34,3	37,8	42,3	49,7	55,5	57,3
Déficit budgétaire (% du PIB)	-6,1%	-6,1%	-4,8%	-3,5%	-9,4%	-7,5%	-9,7%
Dettes publiques (en milliards de Dt)	57,5	67,9	82,3	83,3	93,0	103,6	114,1
Dettes publiques (% du PIB)	63,6%	69,7%	77,9%	68,0%	82,6%	79,2%	82,6%

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



Rédigé le 30/09/2022

Actualité internationale

L'appréciation du dollar américain: les causes et les conséquences

- L'économie mondiale a subi une série de chocs majeurs ces dernières années parmi lesquels figurent la pandémie de la Covid-19 et la guerre russo-ukrainienne. Ces chocs ont directement alimenté l'inflation et ralenti substantiellement l'activité économique, plongeant l'économie mondiale dans la stagflation. Ils ont également contribué, indirectement, à créer des turbulences sur les marchés des changes.
- L'une des évolutions les plus surveillées sur les derniers mois a été la forte appréciation de dollar américain par rapport aux principales devises mondiales et par rapport au dinar tunisien. Le billet vert a marqué son plus long cycle d'appréciation de l'histoire. Le renforcement du dollar a connu un coup d'accélérateur au cours des quinze derniers mois. Depuis le début de l'année en cours, le Nominal Broad US Dollar Index - une mesure du dollar américain pondérée en fonction des échanges par rapport à d'autres devises d'économies avancées et émergentes - a grimpé de 10,7%, retrouvant un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis pratiquement quatre décennies.
- L'année 2022, s'est montrée particulièrement difficile pour les principales devises mondiales qui ne cessent pas de perdre de la valeur, alors que le dollar se renforce. Cette situation trouve son origine dans plusieurs facteurs. Par ailleurs, elle affecte le commerce et la finance mondiale de différentes manières.

I- Le dollar américain : une hégémonie de longue date pour la monnaie internationale de référence

■ Après la seconde guerre mondiale, 44 pays alliés se sont mis d'accord et ont créé les accords de Bretton Woods. Comme les États-Unis détenaient la majeure partie des réserves d'or mondiales et que le dollar garanti par l'or était relativement stable, il a été convenu que le dollar américain serait la monnaie de réserve officielle. Au lieu de réserves d'or, les autres pays ont accumulé des réserves de dollars américains.

■ Comme le souligne un rapport de la Banque des règlements internationaux de 2020, le dollar domine dans plusieurs domaines. Près de la moitié des prêts bancaires internationaux sont libellés en dollars. De nombreux pays, en particulier les pays pauvres, ne peuvent pas emprunter dans leur propre monnaie pour le montant et les conditions qu'ils souhaitent parce que les prêteurs ne veulent pas risquer d'être remboursés dans une monnaie instable. Par conséquent, ces pays empruntent généralement

en dollars et promettent de rembourser dans la même devise, quel que soit le taux de change ce qui renforce la croissance de la monnaie américaine.

■ Selon le Fonds Monétaire International, le dollar américain représente 60% des réserves des banques centrales mondiales et il est l'une des deux monnaies utilisées dans 90% des transactions internationales. Le dollar s'apprécie principalement en raison d'une forte demande de billets verts. La demande et l'appréciation sont intimement liées. Lorsque la valeur d'une monnaie s'élève, sa demande augmente également. Le dollar américain ce que l'on appelle la principale monnaie de réserve du monde et la monnaie la plus utilisée dans le commerce international comme elle est adoptée par les parties internationales, telles que des citoyens étrangers, des banques centrales étrangères ou des institutions financières

«Selon le Fonds Monétaire International, le dollar américain représente 60% des réserves des banques centrales mondiales et il est l'une des deux monnaies utilisées dans 90% des transactions internationales»

étrangères pour acheter les produits de base désirés. Lorsque les vendeurs de ces produits demandent à être payés dans la monnaie de réserve, une demande artificielle pour cette monnaie est créée, ce qui la maintient plus forte qu'elle ne l'aurait été autrement.

II- Une appréciation qui trouve son origine dans maints facteurs

■ L'économie américaine se porte mieux que les autres économies avancées. Même si l'inflation est élevée (un taux d'inflation de 8,2% à fin Septembre 2022), le marché du travail américain demeure stable (un taux de chômage de 3,5% à fin Septembre 2022). Les États-Unis ont une bonne croissance économique (la croissance du PIB a atteint 5,7% en 2021, après -3,4% en 2020, tirée par une consommation dynamique et l'investissement privé. En 2022, le PIB s'est contracté de -0,4% au 1^{er} trimestre et de -0,1% au 2^{ème} trimestre en raison du

ralentissement de la demande. Malgré ce recul, au 2^{ème} trimestre, le PIB américain se trouve +2,6 % au-dessus de son niveau d'avant crise) qui tend à apprécier le dollar. La reprise économique américaine, favorisée par de fortes mesures de relance budgétaire et monétaire, a surpassé les reprises dans la plupart des autres pays avancés depuis l'éclatement de la crise de la Covid-19. En termes nominaux, une hausse du PIB américain peut inciter les investisseurs à placer leur argent dans ce pays. L'augmentation de l'intérêt des investisseurs pour les États-Unis va renforcer sa monnaie. Quand les spéculateurs sur les devises remarquent cette force, ils essayent de supporter la devise, ce qui tend à la faire apprécier davantage.

■ Le principal facteur derrière la puissance accrue du dollar est la nouvelle stratégie de taux d'intérêt de la Réserve Fédérale. Figurant parmi les principaux argentiers du monde, la banque centrale américaine a relevé ses taux directeurs (federal funds rate) à cinq reprises (depuis le début de l'année et jusqu'au 30 Septembre 2022), avec la promesse de

nouvelles augmentations à venir. Par conséquent, on remarque une diminution de l'offre de dollars aux pays étrangers et une augmentation de la demande de dollars dans les pays étrangers car les placements en dollars sont devenus plus attractifs, ce qui représente un facteur clé de soutien du dollar.

■ Les États-Unis ne sont pas touchés par l'incertitude géopolitique découlant de l'éclatement du conflit russo-ukrainien et ils ont aussi été moins affectés par les conséquences de la guerre en Ukraine ce qui a provoqué une augmentation du dollar par rapport aux devises des marchés émergents. Au contraire, la zone euro, dépendante des importations de gaz et de pétrole (dont le pétrole et le gaz russe), a été directement affectée par la hausse des prix d'où une baisse du pouvoir d'achat de la monnaie unique européenne.

III- De lourdes conséquences à l'échelle mondiale

■ Selon M. Marcello Estevão, Directeur mondial, Macroéconomie, Commerce et Investissement à la Banque Mondiale, un dollar fort peut peser sur le commerce mondial, car le billet vert domine les échanges internationaux. Les entreprises opérant dans des économies hors de la zone du dollar l'utilisent pour chiffrer et régler les transactions. D'ailleurs, les principales matières premières comme le pétrole sont achetées et vendues en dollars.

■ En outre, de nombreuses économies en développement sont des «preneurs de prix» : elles ne sont pas en mesure de négocier et leurs politiques et leurs actions n'ont aucun impact sur les marchés mondiaux. Elles

sont aussi largement tributaires du commerce mondial et un dollar fort peut avoir des répercussions majeures sur leur économie nationale, notamment une flambée de l'inflation.

■ Quand le dollar s'apprécie, les importations deviennent plus chères (dans la monnaie nationale), ce qui oblige les entreprises à réduire leurs investissements ou à dépenser davantage pour des importations indispensables.

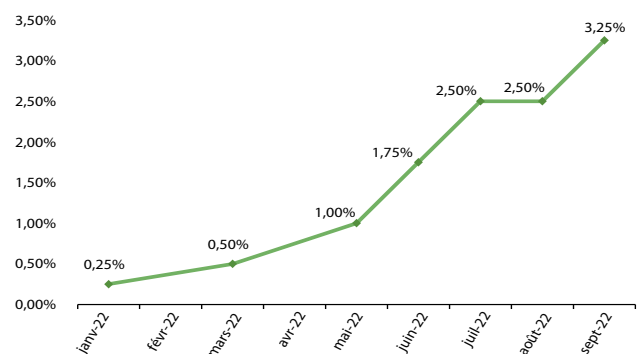
■ Et de préciser que si le panorama commercial à long terme est plus favorable pour certains pays, dans l'ensemble il est contrasté. En effet, les importations sont plus chères dans un contexte de dollar fort, mais les exportations sont relativement moins onéreuses pour les acheteurs étrangers. Les économies exportatrices pourraient en profiter, car l'augmentation des exportations stimule la croissance du PIB et les réserves de change.

■ Pour les États-Unis, l'appréciation du dollar rend les exportations américaines plus chères et les importations plus abordables sur le marché. Cela affecte positivement la balance commerciale, ceteris paribus et sous l'hypothèse de l'inélasticité de la demande.

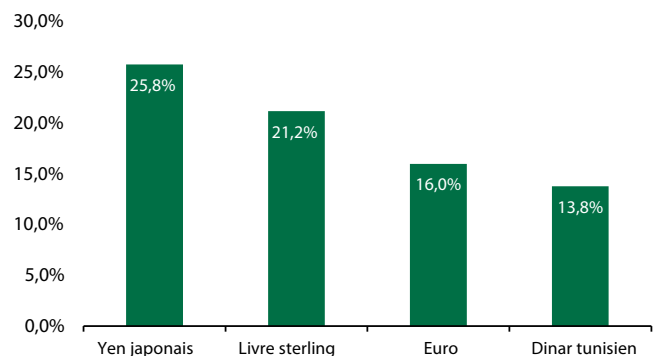
■ Les pays émergents et en voie de développement sont davantage affectés par l'appréciation du dollar américain. En effet, ils sont plus dépendants des importations, dont une part considérable est facturée en dollars. De plus, leur système financier est moins développé, de sorte que leurs résidents sont plus susceptibles d'être endettés en dollars.

1) **La chine** : L'appréciation du dollar est susceptible d'être

Evolution du taux directeur de la Réserve Fédérale américaine



Evolution du taux de change du dollar américain face aux principales monnaies



«Un dollar fort peut peser sur le commerce mondial, car le billet vert domine les échanges internationaux»

gênante pour la Chine ces jours-ci puisqu'elle est exposée à des milliards de dollars d'emprunts non bancaires et ses sociétés vont avoir du mal à rembourser la dette à mesure que le dollar se renforce, car il faudra davantage de yuan pour rembourser la même dette. C'est un scénario sombre, car la Chine est également confrontée à son propre ralentissement

économique en raison d'une profonde crise immobilière et d'une diminution de la demande mondiale pour les produits chinois.

2) **La Turquie** : L'appréciation du dollar par rapport à l'euro affecte négativement la balance extérieure de la Turquie. Alors que 58 % de la dette extérieure et 71 % des importations sont en dollars, les

revenus de la Turquie provenant des exportations et du tourisme sont principalement en euros. Par conséquent, le déficit extérieur se creuse.

3) Le Brésil : En Amérique latine, les économies émergentes comme le Brésil sont des exportateurs de matières premières. Les marchés internationaux fixent le prix des produits de base en dollars américains, et un dollar fort rendra les produits de base plus chers pour les autres pays. La demande étant en baisse, le prix des produits de base diminuera.

4) La Russie et l'Arabie saoudite : Les principaux exportateurs de pétrole, sont confrontés aux conséquences d'un dollar fort, qui fait diminuer les prix du pétrole en raison de la baisse de la demande eu égard au caractère onéreux du pétrole pour les pays dont la devise n'est pas ancré sur le billet vert. La baisse des prix aura un impact considérable sur les comptes commerciaux de la plupart des pays exportateurs de pétrole. La monnaie de ces pays est susceptible de se déprécier également par rapport au dollar américain.

■ Selon M. Marcello Estevão, dans un contexte de dollar haussier, il faut s'attendre à des tensions grandissantes sur les dettes souveraines, dont la situation est déjà préoccupante.

■ De nombreux pays, et en particulier les plus pauvres, ne peuvent pas emprunter dans leur propre monnaie pour les montants ou les échéances qu'ils souhaitent, car les prêteurs ne veulent pas assumer le risque d'être remboursés dans une devise instable. Donc, ces pays empruntent généralement

en dollars, en promettant de rembourser leurs dettes dans cette même devise, quel que soit le taux de change. Ainsi, à mesure que le dollar se renforce par rapport aux autres monnaies, ces remboursements deviennent beaucoup plus coûteux. C'est ce que l'on appelle, dans le jargon de la dette publique, le «péché originel».

IV- Quid de la Tunisie ?

■ Depuis le début de l'année 2022 et jusqu'à la date de rédaction de la présente note, le dollar s'est apprécié de 13,8% face au dinar tunisien. La dépréciation du dinar face à la monnaie américaine a de multiples impacts macro et micro-économiques.

1) Les impacts macro-économiques

■ **Un creusement du déficit courant à court terme :** La dépréciation de la monnaie nationale renchérit le prix des importations. A court terme, cet «effet prix» dégrade la balance commerciale. Néanmoins, à moyen terme, la situation devrait se redresser puisque «l'effet volume» compenserait (les exportations deviennent plus compétitives et les volumes augmentent) l'effet prix, pourvu que la production reprenne en Tunisie, ce qui est conditionnée notamment par une meilleure visibilité économique.

■ **Une aggravation du déficit budgétaire :** La dépréciation de la monnaie alourdit le poids des intérêts à rembourser sur la dette extérieure. Suite à la dépréciation du dinar face au dollar, le coût des subventions dépassera toutes les prévisions budgétaires. Le Budget de l'Etat de 2022 est construit sur la base de l'hypothèse d'un taux de change du dollar de 2,900Dt. Chaque augmentation du taux de

change du dollar de 10 millimes, générera une hausse de 40MDt des dépenses de compensation. Partant de ce constat, sur la base d'un taux de change moyen de 3,063Dt depuis le début de l'année 2022, l'Etat devrait supporter des dépenses de subvention supplémentaires de 650,8MDt sur l'année 2022.

■ **Une augmentation du ratio d'endettement :** Environ 1/4 de la dette publique extérieure est libellé en dollar américain. La dépréciation du dinar face au billet vert va automatiquement gonfler la valeur de la dette extérieure (qui devrait se monter à 73 milliards de dinars selon la Loi de Finances de 2022).

■ **Une hausse de l'inflation et un affaissement du pouvoir d'achat du Tunisien :** par l'effet de l'inflation importée qui sera «transmise» sur les prix à la consommation. La hausse des taux d'intérêt de 75pb décidée par la Banque Centrale cette année

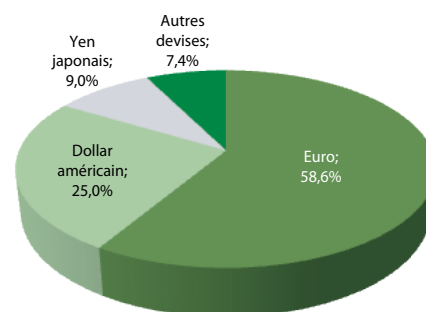
devrait permettre de contenir l'inflation. Mais, cet ajustement risque de compromettre la reprise économique, espérée pour 2022.

2) Les impacts micro-économiques

■ La dépréciation du dinar face au dollar américain impactera la rentabilité des industries exposées au risque de change en dollar, c'est-à-dire, les sociétés importatrices de matières premières et qui affichent, en face, une faible proportion à l'export en cette monnaie. L'impact sur les résultats 2022 dépendra donc du rapport entre le pourcentage des ventes à l'export et la part des importations dans la structure des charges. Les entreprises devraient encaisser dans un premier temps la surcharge de l'inflation importée, avant de répercuter les hausses de coûts de production sur les prix de vente. Cet ajustement des prix ne devrait pas se faire, naturellement, de manière automatique, générant ainsi des sacrifices au niveau des marges, sur le court terme.

«Face à la force du dollar, les entreprises tunisiennes seront amenées à opérer des ajustements de prix pour juguler l'envolée des coûts des matières premières importées en cette monnaie. Mais, ces ajustement ne devraient pas se faire de manière systématique, engendrant des sacrifices sur les marges»

Structure de la dette extérieure de la Tunisie par devises (à fin Août 2022)





Rédigé le 30/09/2022

Rétrospective boursière de 2022

Un bon parcours boursier

Points clés

- 2022 s'est avérée une année porteuse pour l'investissement en bourse. Malgré la recrudescence de la Covid-19, le manque de visibilité politique, la situation économique difficile et des finances publiques exsangues, notre marché a manifesté une résistance salutaire, dopé par les valeurs bancaires. La capitalisation boursière a progressé et l'indice de référence a affiché une performance à deux chiffres. Cependant, le constat est moins reluisant au rayon des volumes, notre bourse ayant enregistré une décélération notable du rythme des échanges, témoignant d'un assèchement de la liquidité.
- L'éclatement de la guerre en Ukraine a entraîné une hausse de l'inflation et un resserrement des conditions financières. En venant s'ajouter aux dégâts causés par la pandémie de Covid-19, l'invasion russe de l'Ukraine a accentué le ralentissement de l'économie mondiale, qui entre dans ce qui pourrait devenir une période prolongée de croissance faible et d'inflation élevée, selon les dernières «Perspectives économiques mondiales» publiées par la Banque mondiale. Il en résulte un risque grandissant de stagflation, ce qui aurait des conséquences délétères tant pour les pays à faible revenu que pour ceux à revenu intermédiaire comme la Tunisie.
- A trois mois de la fin de l'année, 2022 se révèle déjà riche en événements entre les rendez-vous électoraux et les bons résultats des entreprises tels qu'affichés dans les comptes semestriels mais un marché perturbé par la vigueur persistante de l'inflation et le resserrement monétaire de la BCT. Dans un climat qui offre peu de visibilité, la fin de l'année 2022 s'annonce mitigée. Alors que les incertitudes économiques et politiques nous incitent à la prudence et à l'heure où la Tunisie mène des négociations décisives avec l'institution de Bretton Woods, le FMI, pour un nouveau prêt qui lui permettrait de financer son budget pour le reste de l'année en cours (salaires, dépenses de compensation et paiement du service de la dette, etc.) et envisager l'avenir avec moins de craintes et d'appréhensions, trois facteurs accréditent la thèse d'une poursuite du rebond boursier: la solide croissance bénéficiaire, le retour des introductions en bourse et le programme de relance économique annoncé par le Gouvernement.

I - Un bilan des neuf premiers mois de 2022 encore sous le ton bancaire

■ 2022 s'est avérée une année porteuse pour l'investissement en bourse. Malgré la recrudescence de la Covid-19, le manque de visibilité politique, la situation économique difficile et des finances publiques exsangues, notre marché a manifesté une résistance salutaire, dopé par les valeurs bancaires (une performance de 18,1% pour le Tunindex à la fin du mois de Septembre 2022). Le secteur bancaire, poids lourd de la cote, représentant plus de 40% de la capitalisation flottante de l'indice de référence, est de nouveau dans le radar des investisseurs grâce à la bonne croissance bénéficiaire affichée en 2021 et sur le S1 2022, à la distribution généreuse de dividendes, malgré les conditions strictes de distribution des dividendes imposées par la BCT et aux anticipations de relèvement des taux bénéfique pour le PNB (une

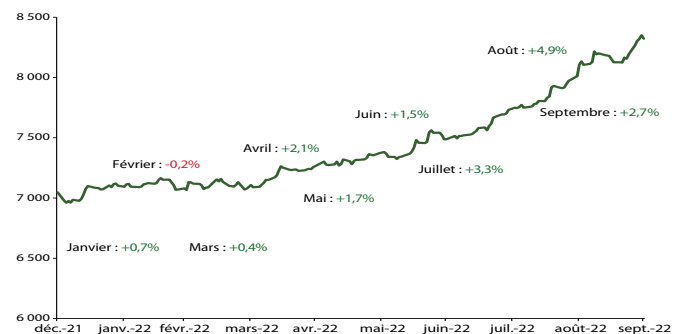
envolée 37,3% pour l'indice bancaire depuis le début de l'année).

■ Dans une place dominée par les investisseurs particuliers, les annonces de dividendes revêtent un intérêt capital et la confirmation de la reprise de la distribution des dividendes par les banques, en 2022, au titre de l'exercice 2021, a créé un effet d'entraînement sur l'ensemble du marché.

■ L'essentiel de la performance de l'indice de référence a été réalisé sur les mois d'Avril (+2,1%), de Juillet (+3,3%), d'Août (+4,9%) et de Septembre (+2,7%), mois qui ont coïncidé avec la publication des résultats et des indicateurs d'activité des banques, traduisant un secteur bancaire bien portant.

■ La cote de la bourse s'est enrichie d'une nouvelle société au mois de Mars 2022. STA, le concessionnaire automobile de la marque chinoise Chery en Tunisie, s'est introduit sur le marché principal de la cote de la

Evolution du Tunindex en 2022



bourse au moyen d'une offre à prix ferme (OPF) de 480 000 actions et d'un placement global de 120 000 actions, soit 30% du capital social avec un cours d'introduction de 17 dinars par action (correspondant à une capitalisation boursière de 34MDt). Ainsi, le nombre de sociétés cotées est passé à 81 sociétés à la fin du mois de Septembre 2022.

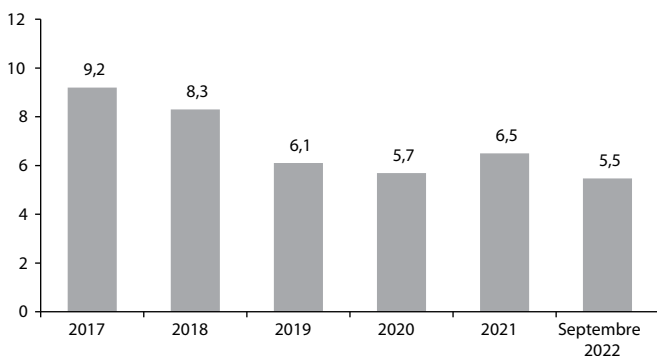
■ Au terme des neuf premiers mois de 2022, la capitalisation boursière de la cote s'est accrue de 6,2% à 24,7 milliards de dinars.

■ Si l'indice vedette et la capitalisation boursière ont opposé la meilleure résistance face à la morosité ambiante, le constat est beaucoup moins reluisant sur le front des volumes.

■ Le marché a connu, en effet, une décélération notable du

rythme des échanges courant les neuf premiers mois de 2022. Les volumes transigés sur le compartiment actions de la bourse de Tunis ont régressé de 16,8% à 1,1 milliard de dinars, soit une moyenne quotidienne de 5,5MDt, contre une moyenne quotidienne de 6,8MDt pour la même période de l'année 2021.

Evolution du volume moyen des échanges (en MDt)



«Le marché des blocs qui jouait un rôle de tremplin pour les échanges du marché a, également, souffert de l'assèchement de la liquidité»

■ Les capitaux échangés sur les neuf premiers mois de l'année en cours tiennent compte de deux mouvements capitalistiques :

1) L'entrée du Groupe KILANI dans le capital de Adwya : Il s'agit de la cession de la participation de la société Royal Investissements et Participations Holding (détenue par les héritiers du feu Taher EL MATERI) aux Messieurs Rafik KILANI et Lassaad KILANI. L'opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe globale de 51,2MDt et qui valorisent Adwya à 128,1MDt. S'en est suivie une Offre Publique d'Achat Obligatoire au prix unitaire de 5,950 dinars, ouverte dans un premier temps,

■ Le marché des blocs qui jouait un rôle de tremplin pour les échanges du marché a, également, souffert de l'assèchement de la liquidité. 20 transactions de bloc, seulement, ont eu lieu depuis le début de l'année en cours, cumulant 190,9MDt contre 67 transactions de bloc pour la même période de 2021, cumulant 445,6MDt.

du 10 Août 2022 au 30 Août 2022 inclus et prorogée par décision du CMF jusqu'au 5 Septembre 2022.

2) La cession par la STB d'une part de sa participation dans Wifack International Bank, soit 7,7% à 6,6 dinars l'action. Suite à cette transaction, un franchissement de la part de la STB du seuil de 5% à la baisse dans le capital de Wifack Bank a été enregistré.

■ Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à manifester un appétit pour les émissions obligataires. 15 émissions obligataires, dont 9 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées

depuis le début de l'année (du 1er Janvier au 30 Septembre 2022) pour une enveloppe totale de 532,5MDt.

■ Sur les neuf premiers mois, le Trésor a effectué 20 adjudications de BTA (y compris trois adjudications d'échange) ce qui lui a permis de lever 1874,3MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3650MDt. Sur le court terme, le Trésor a levé 9892MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 800MDt). Ce montant tient compte de 15 émissions exceptionnelles faites exclusivement auprès des banques, et portant sur 9710MDt.

■ Depuis le début de l'année en cours, le Trésor a lancé trois tranches de l'emprunt obligataire national de 2022 (en Mars, Juin et Septembre) lui permettant de mobiliser 2,1 milliards de dinars, contre un montant budgétisé dans la Loi de Finances de 2022 de 1,4 milliard de dinars.

■ Dans le cadre du financement du budget de l'État, le Gouvernement a contracté, le 18 Mai 2022, un prêt syndiqué en devises auprès d'un consortium de 9 banques de la place lui permettant de lever 81,5 millions d'euros et 25 millions de dollars, soit l'équivalent de 341,8MDt. Rappelons que selon la Loi de Finances de 2022, l'Etat compte émettre des prêts syndiqués en devises auprès des banques de la place, en 2022, pour un montant de 1481MDt.

II - Quelle stratégie d'investissement à adopter pour le reste de 2022?

■ L'éclatement de la guerre en Ukraine a entraîné une hausse de l'inflation et un resserrement des conditions financières. En venant s'ajouter aux dégâts causés par la pandémie de Covid-19, l'invasion russe de l'Ukraine a

accentué le ralentissement de l'économie mondiale, qui entre dans ce qui pourrait devenir une période prolongée de croissance faible et d'inflation élevée, selon les dernières Perspectives économiques mondiales publiées par la Banque mondiale. Il en résulte un risque grandissant de stagflation, ce qui aurait des conséquences délétères tant pour les pays à faible revenu que pour ceux à revenu intermédiaire comme la Tunisie.

■ A trois mois de la fin de l'année, 2022 se révèle déjà riche en événements entre les rendez-vous électoraux et les bons résultats des entreprises tels qu'affichés dans les comptes semestriels mais un marché perturbé par la vigueur persistante de l'inflation et le resserrement monétaire de la BCT.

■ Dans un climat qui offre peu de visibilité, la fin de l'année 2022 s'annonce mitigée. Alors que les incertitudes économiques et politiques nous incitent à la prudence et à l'heure où la Tunisie mène des négociations décisives avec l'institution de Bretton Woods, le FMI, pour un nouveau prêt qui lui permettrait de financer son budget pour le reste de l'année en cours (salaires, dépenses de compensation et paiement du service de la dette, etc..) et envisager l'avenir avec moins de craintes et d'appréhensions, trois facteurs accèdent la thèse d'une poursuite du rebond boursier.

1) **La croissance des bénéficiaires :** Soutenue par le secteur bancaire et par son autre poids lourd, la SFBT, nous pensons que la cote devrait enregistrer une croissance notable de sa masse bénéficiaire (+29,3%). En tenant compte de cette reprise, notre marché affiche des multiples incontestablement acheteurs (un multiple de PER estimé de 8,5x pour l'année 2022)



et un rendement en dividende alléchant (un dividend yield 2022 estimé de 5,7%). En tout état de cause, les indicateurs d'activité trimestriels du T4 2022 seront très suivis pour avoir un aperçu sur la tendance des résultats et ajuster le consensus du marché.

2) Le retour des introductions en bourse : 2022 devrait connaître une accélération du rythme des introductions en bourse. Après l'IPO réussie de STA en ce début d'année (une capitalisation boursière de 34MDt), pas moins de deux nouvelles sociétés devront faire leur entrée en bourse en 2022. La réussite de ces opérations dépendra des niveaux de valorisation proposés qui ont tout intérêt à être attractifs pour attirer de nouveaux investisseurs (locaux ou étrangers), soulager la tension sur la liquidité et améliorer l'offre de papier.

3) Le programme de relance économique annoncé par le Gouvernement : Le Gouvernement a annoncé un ambitieux programme de relance économique qui s'articule autour de quatre grands axes prioritaires : 1) soutenir la trésorerie et l'accès au financement des entreprises, 2) redynamiser l'investissement, 3) faciliter la réglementation des affaires et 4) simplifier les procédures et promouvoir les exportations. Nous pensons que ce programme est faisable malgré l'ambiance politique délétère. Bien que ce programme de relance contienne plusieurs signaux positifs pour l'investissement en bourse, la réaction du marché face à ces mesures d'urgence a été limitée, jusqu'à présent. Les investisseurs attendent le passage à l'acte avant de faire leur retour !

- La question qui se pose maintenant: l'économie étant encore à la peine et l'épargne au plus bas, le placement en bourse garde-t-il un effet d'appel? Le placement boursier pourrait constituer un rempart

contre l'érosion de la valeur de la monnaie étant donné l'hypothèse de résistance des marges des entreprises sélectionnées à la hausse des prix.

- A noter que selon plusieurs experts, l'inflation devrait franchir cette année le cap record de 10%, se ressentant de la flambée des prix de l'énergie et des produits de première nécessité comme le blé, contre des estimations initiales de 6,8% pour la BCT et un TMM de 7,03% (celui du mois de Septembre 2022). Ce constat est de nature à favoriser l'arbitrage des investisseurs pour les actifs risqués de qualité.

- La deuxième raison qui explique la résistance de l'investissement en bourse dans ce contexte morne est la résilience des grands comptes (les *Family Offices*). Ces derniers génèrent avec les OPCVM mixtes et les FCP mixtes CEA le plus clair des volumes en bourse. Les investisseurs restent intéressés par les opportunités de placement surtout dans les valeurs à fort rendement en dividendes.

- 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 à moyen terme, d'au moins deux ans.

- Pour le reste de l'année, 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 SFBT,

SAH Lilas, Délice Holding et UNIMED. Ces quatre valeurs présentent des vertus recherchées dans les périodes de crise : un positionnement solide sur le marché, un dynamisme qui défie la conjoncture et une bonne santé financière. Ces sociétés affichent également une visibilité appréciable, un management de qualité et une bonne capacité à attirer les investisseurs institutionnels en quête d'actifs refuges.

2) Rester aux aguets sur les valeurs exportatrices

- Depuis le choc de la Révolution de 2011, les valeurs exportatrices ont fait le bonheur des investisseurs. Ces actions ont pleinement rempli leur rôle de bouclier face à l'étrouffement du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.

- À l'évidence, ces valeurs subissent les contrecoups de la flambée des prix des matières premières, l'asthénie de l'euro, l'onde de choc de la crise russo-ukrainienne sur les prix de l'énergie et les 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 au **Groupe Telnet**. La manne financière de cette valeur, son tournant vers l'innovation (ciblage de l'activité «Aérospace») et la perspective d'un rebond de son activité dans les prochaines années nous semblent opportuns.

- D'une manière générale, nous conseillons de continuer à surveiller de très près les valeurs exportatrices car elles offrent un «remède» implicite contre le risque de change. Toute dépréciation éventuelle du dinar, dans les prochaines années,

devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre dans le viseur des investisseurs.

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

3) Profiter du réveil de l'industrie

- Les indicateurs d'activité et les états financiers au 30 Juin 2022 le montrent : un rebond technique de l'activité industrielle pour l'année en cours se profile pour la majorité des sociétés industrielles. Les prémices de normalisation de l'activité, après une période 2020-2021 difficile, se traduisent par une croissance à deux chiffres au niveau du chiffre d'affaires pour la majorité des compagnies industrielles.

- Malgré un top line qui affiche bonne mine, le constat est tout autre au niveau de la rentabilité. La majorité des sociétés industrielles ont pâti d'un effritement de leurs marges et de leur profitabilité en raison de la flambée des coûts



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

des intrants aggravée par la hausse des coûts de l'énergie, par l'éclatement de la guerre en Ukraine et par l'appréciation du billet vert.

- Les compagnies industrielles ont aussi payé les frais de l'augmentation exponentielle des frais de logistique en raison de la désorganisation sensible du commerce international qui marque la période post-Covid. A cela s'ajoutent l'augmentation des frais financiers à cause du rehaussement récent du taux directeur par la BCT et la constatation de pertes de change pour les entreprises importatrices en dollar américain.

- Pour ce faire, nous ne conseillons pas une exposition à toutes les entreprises industrielles en général. Nous recommandons une exposition aux titres **SOTUVER**, **MPBS** et **TPR**. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position confortable sur le plan commercial, ces trois groupes jouissent d'une bonne capacité à répercuter la hausse des prix des matières premières sur les prix de vente. Elles affichent, par ailleurs, des réalisations satisfaisantes sur la première moitié de l'année en cours qui laissent entrevoir un excellent cru 2022.

4) Viser les Blue Chips bancaires

- Contrairement aux sociétés industrielles et de services, l'onde de choc de la crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente de la conjoncture économique devraient se répercuter avec un certain décalage sur le secteur bancaire. Grâce à la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de la récupération du manque à gagner en termes de commissions et du rehaussement du taux directeur (+75pb, depuis Mai 2022, à 7%) et à une bonne «digestion» de la hausse des frais généraux intervenue en 2021, les banques devraient afficher une

amélioration de leur capacité bénéficiaire.

- Il convient de souligner que le manque de visibilité entache le coût du risque à accuser en 2022. Ce dernier devra continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-Covid dégradée, d'une situation tendue au niveau de la trésorerie des entreprises et des ménages et de la levée du moratoire d'échéances au profit des entreprises depuis Septembre 2021 (circulaire BCT n°2020-2021) qui devrait révéler la qualité du portefeuille réelle de chaque banque. Le manque de visibilité concerne, également, l'impact chiffré de la migration vers les normes IFRS sur les comptes consolidés des banques et notamment de l'adoption de la norme IFRS 9. Cette nouvelle norme de comptabilisation des instruments financiers modifie en profondeur les règles actuelles de classement et d'évaluation des actifs financiers, ainsi que le modèle de dépréciation des actifs financiers.

- En tout état de cause, les réserves de solvabilité accumulées par les banques sur les trois

dernières années grâce à la solide croissance bénéficiaire, aux levées de dette subordonnée réalisées, aux exigences supplémentaires de provisionnement au titre des provisions collectives et aux conditions de distribution de dividendes fixées par la BCT afin de maintenir un matelas de solvabilité, permettront aux banques d'absorber le choc de la crise et de réduire l'impact de la transition à la norme IFRS 9.

- 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 de crédits, un matelas confortable de ressources faiblement rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice de commissions et une bonne culture de gestion des risques seront les mieux disposées à résister à la crise actuelle et à profiter nettement du réveil boursier actuel du secteur bancaire. C'est en ce sens que nous choisissons la **BIAT**, l'**UIB** et **Attijari Bank** à l'achat. Les multiples actuels de ces Blue chips sous-estiment nettement la capacité de

rebond commercial et financier de ces trois banques.

5) Profiter de la mise sur le marché d'un leader dans le secteur de la distribution de l'IT en Tunisie

- SMART Tunisie**, le leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, s'est introduit, en 2021, sur le marché principal de la cote de la bourse via une opération mixte de cession de titres (46MDt) et d'augmentation de capital (10MDt). La levée de fonds permettra au Groupe de renforcer son assise financière et de financer un programme d'investissement, portant sur une enveloppe de 17MDt.

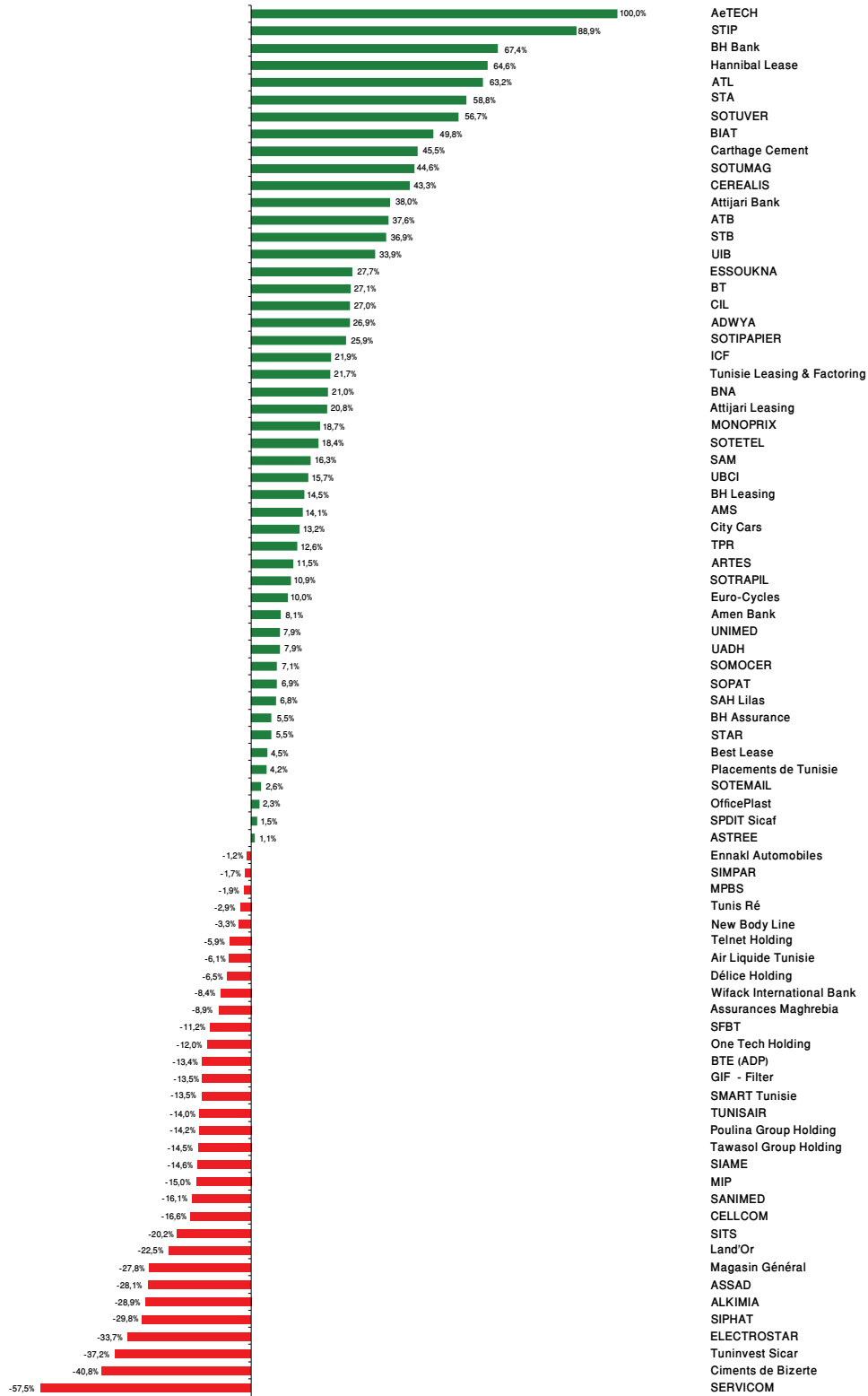
- La valorisation actuelle affichée par le Groupe est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, SMART Tunisie présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre : une position de leadership sur un marché en pleine croissance, un business model innovant et résilient et une vision globale grâce à un système d'information performant. Nous continuons à recommander **SMART Tunisie** à l'achat.

«La valorisation actuelle affichée par le Groupe SMART est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions»

Chiffres clés du marché financier	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Septembre 2022
Performance du Tunindex	-0,9%	+8,9%	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%	+2,3%	+18,1%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	17,8	19,3	21,9	24,4	23,7	23,1	23,3	24,7
Capitalisation boursière en % PIB	21,1%	21,5%	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%	17,9%	17,3%
Nombre de sociétés cotées	78	79	81	82	81	80	80	81
Volumes de transaction (en MDt)	2 108	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423	1 614	1 051
Participation étrangère	25,6%	24,5%	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%	23,1%	21,8%
Nombre d'OPCVM en activité	125	125	123	124	119	119	115	118
Actifs gérés des OPCVM en MDt	4 368	4 544	4 361	3 956	3 675	4 683	5 511	5 375



Performances annuelles des sociétés cotées au 30 Septembre 2022





Rédigé le 30/09/2022

Secteur bancaire

■ Une capacité de résilience prouvée pour le *pacemaker* du marché actions

Points clés

- Une collecte dynamique, en 2021, impulsée par la politique monétaire non conventionnelle de la Banque Centrale et ce, malgré la morosité ambiante et le contexte pandémique. Au même volet de l'activité d'intermédiation, nous notons un ralentissement notable et quasi général de l'activité du crédit en raison de la combinaison de plusieurs facteurs endogènes et exogènes aux banques.
- Une accélération remarquable de la croissance du PNB, en 2021, dopée principalement par les commissions et par les autres revenus. La bonne orientation des commissions trouve son origine dans la récupération du manque à gagner en termes de commissions en raison de la levée des mesures de tarification instituées par la Banque Centrale, en 2020, pour soulager les entreprises et les ménages des répercussions de la crise de la Covid-19. La forte progression des autres revenus est principalement attribuable à la forte activité d'émission de bons du Trésor par l'Etat et par l'amorce de la normalisation de l'activité du commerce extérieur, permettant aux salles de marché de renouer avec les gains de change.
- Une dégradation quasi générale de la productivité du secteur, malgré la bonne tenue du PNB et ce, en raison de l'élargissement prononcé des frais du personnel et de la hausse concomitante des charges générales d'exploitation. L'élargissement de la masse salariale des banques est essentiellement imputable à l'application de l'accord de la place signé en Juillet 2021 prévoyant des augmentations salariales et la révision de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite de 6 mois à 12 mois. Quant aux charges générales d'exploitation, leur évolution s'explique substantiellement par la hausse des cotisations au fonds de garanties des dépôts bancaires, dopée par la collecte dynamique.
- Une résistance au niveau de la qualité du portefeuille favorisée par le moratoire d'échéances décrété par la Banque Centrale en 2020, et qui s'est poursuivi jusqu'en Septembre 2021 pour les entreprises, et une relative accalmie au niveau du coût du risque bénéficiant principalement de la baisse des dotations aux provisions collectives. La régression des provisions a libéré un important potentiel de croissance profitable pour le secteur. La masse bénéficiaire du secteur coté a, ainsi, retrouvé le chemin de la croissance sans pour autant renouer avec ses niveaux d'avant Covid.
- Une consolidation globale de la solvabilité, en 2021. Cette évolution a profité des conditions de distribution des dividendes imposées par la Banque Centrale, du niveau appréciable des provisions constituées, de la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées, de la décélération de la production des crédits et des levées de dette subordonnée réalisées en 2021.

Le secteur bancaire coté en chiffres⁽¹⁾

- 12 banques cotées
- Une capitalisation boursière de 8 milliards de dinars soit **34,3%** de la capitalisation du marché
- **78,3** milliards de dinars de dépôts
- **77,2** milliards de dinars d'encours de crédits
- **5,5** milliards de dinars de PNB
- **1199** millions de dinars de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de **32,9%**
- **33,2%** des échanges annuels du marché

Ratios boursiers⁽²⁾

- PER 2022e : 6,2x
- P/B ajusté 2022e⁽³⁾ : 0,8x
- Dividend yield 2022e : 5,5%
- ROE part du groupe 2021 : 14,4%
- Performance 2022 : **+37,3%**

(1) Données au 31 Décembre 2021.

(2) Données au 30 Septembre 2022.

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



■ Un bon millésime qui s'annonce pour 2022 : 1) une bonne tenue de la collecte impulsée par le relèvement du Taux de Rémunération de l'Épargne depuis Mai dernier et les efforts soutenus par les banques pour capter des ressources, 2) une accélération au niveau de l'activité de distribution du crédit bénéficiant de la bonne collecte et de l'apaisement des tensions sur la liquidité bancaire et sur le ratio de transformation réglementaire 3) une bonne orientation du PNB boostée essentiellement par le relèvement du taux directeur, par une activité de crédit qui retrouve du poil de la bête et par une activité d'émission d'emprunts d'Etat toujours intense et 4) une croissance soutenue au niveau des bénéficiaires, bénéficiant d'une hausse prononcée du PNB, d'une meilleure «digestion» des frais généraux et d'une accalmie relative au niveau du coût du risque telle que pressentie dans les états financiers de la première moitié de l'année en cours. A l'image de la BT et de la BNA qui ont d'ores et déjà renoué avec les bénéfices de 2019, il est fort probable que la majorité des banques cotées retrouveraient, en 2022, leur rentabilité nette d'avant Covid.

■ Un parcours boursier sans faute, depuis le début de l'année, favorisé par la bonne croissance bénéficiaire affichée en 2021 et sur le S1 2022, la distribution généreuse de dividendes (malgré les conditions strictes de distribution des dividendes imposées par la BCT) et les anticipations de relèvement des taux bénéfique pour le PNB. L'embellie affichée depuis le début de l'année en cours a valu au secteur de récupérer la totalité

du terrain perdu en bourse depuis l'éclatement de la crise sanitaire de la Covid-19 en Tunisie le 2 Mars 2020 (+17,5% pour l'indice bancaire depuis le 2 Mars 2020).

■ Une valorisation moyenne attractive pour le secteur avec une majorité des banques qui traitent à moins que leurs fonds propres. Ces multiples intègrent les surcoûts de la crise économique et laissent entrevoir une poursuite du rattrapage boursier d'ici la fin de l'année. Cette crise conjuguée aux chantiers de la transition vers les normes de Bâle III et de la migration vers les normes IFRS est susceptible de creuser davantage les disparités entre les banques, alimentant un mouvement de «Flight to Quality».

Introduction

■ Le secteur bancaire tunisien est relativement jeune. Né au lendemain de l'indépendance, c'est au cours des 30 dernières années que se sont opérées ses transformations majeures. Aujourd'hui, le marché compte 29 établissements dont 12 banques cotées. Contrairement aux marchés voisins et occidentalisés, concentrés autour de quelques grandes institutions financières, le secteur bancaire tunisien se différencie par «son atomaticité». Entre les banques publiques, les banques privées universelles, les banques non résidentes, les banques d'affaires,...une meilleure concentration du marché bancaire serait, aujourd'hui, bien plus souhaitable pour la stabilité du système financier. Avec une capitalisation boursière de 10,3 milliards de dinars (à fin Septembre 2022), le secteur

bancaire est la première force de notre marché des actions et son pacemaker, représentant 41,5% de la capitalisation totale. Son état de santé reste un baromètre essentiel de l'investissement en bourse. Aujourd'hui, 11 ans après la Révolution, l'heure est au bilan, et le secteur prouve d'année en année son étonnante capacité de résilience face à la morosité ambiante et au durcissement du cadre réglementaire.

■ Décidément, l'année 2021 n'a pas été si mauvaise que ça pour le secteur bancaire. C'est ce qui ressort de l'analyse des états financiers des banques cotées. Ces dernières ont affiché la meilleure résistance face au contexte économique morbide et à la détérioration du climat des affaires, sur fond de crise de la Covid-19.

■ Le Conseil National de la Comptabilité (CNC) s'est réuni au début du mois de Janvier 2022, sous la présidence de la ministre des Finances. La réunion a porté sur la révision de la norme comptable relative aux immobilisations corporelles, l'amendement de la loi relative au système comptable des entreprises et l'examen de l'état d'avancement du projet d'implémentation des normes IFRS (International Financial Reporting Standards). Sur décision du CNC, les normes IFRS devraient être adoptées pour les exercices comptables ouverts à compter du 1er Janvier 2023, pour les états financiers consolidés des entités à intérêt public (établissements financiers, compagnies d'assurance et de réassurance et sociétés cotées). Pour les banques, nous n'avons pas, au

jour d'aujourd'hui, de visibilité sur l'impact financier de l'application des normes IFRS, notamment de la norme IFRS 9. Cette nouvelle norme de comptabilisation des instruments financiers modifie en profondeur les règles actuelles de classement et d'évaluation des actifs financiers, ainsi que le modèle de dépréciation des actifs financiers.

I - Etat des lieux 2021 et perspectives 2022

1) Les dépôts

■ Malgré le contexte économique morne, l'activité de la collecte a été bien résiliente courant l'année écoulée. Nos banques cotées ont enregistré une croissance de l'encours des dépôts de 8,2% à 78,3 milliards de dinars. Il semble que l'amorce de la reprise économique après la récession de 2020 (une croissance du PIB de 3,1% en 2021 contre une contraction du PIB en 2020 de 8,7%) ait favorisé le retour de la liquidité vers le circuit bancaire.

■ Toutes les catégories de ressources ont affiché des évolutions positives et respectables. Alors que les dépôts à vue ont réalisé une progression de 7,4% à 29,5 milliards de dinars, les dépôts d'épargne et les dépôts à terme ont enregistré des hausses respectives de 9,3% à 24,5 milliards de dinars et de 8,2% à 24,4 milliards de dinars. Malgré la reprise de la collecte des dépôts à terme après la décollecte subie en 2020 (-2,5%), leur contribution dans l'encours des dépôts a été maintenue quasiment stable, en 2021, comparativement à l'année 2020 (31,1%). Ce qui retrace la stratégie des banques de se



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

désengager progressivement des ressources onéreuses. La reprise affichée au niveau des dépôts à terme est, également, imputable à l'annulation, en 2021, par le Gouvernement du relèvement du taux de retenue à la source définitive de 20% à 35% pratiquée en 2020 sur lesdits dépôts.

■ Avec la sortie partielle du Groupe BNP Paribas du capital de l'UBCI (cession de 39% du capital au Groupe CARTE) et la tunisification du capital de la banque, la physionomie des dépôts du secteur coté a changé. La part des dépôts détenus par les filiales de

banques étrangères a diminué de 30% en 2020 à 25,4% en 2021.

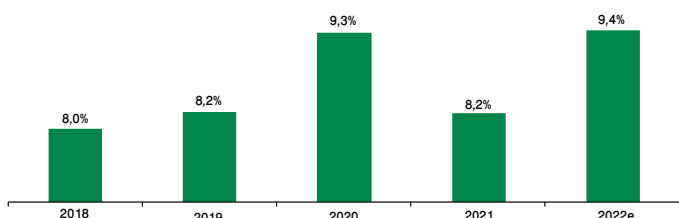
■ L'invariabilité du taux directeur de la BCT et du Taux de Rémunération de l'Épargne (TRE) à 6,25% et à 5% respectivement, la baisse du TMM moyen annuel de 62pb à 6,2% sur l'année 2021, par rapport à l'année 2020, et la stabilité de la proportion des dépôts à terme à 31,1% ont permis de soulager le coût des ressources du secteur. Selon nos estimations, le coût moyen apparent des ressources du secteur s'est déprécié de 55pb à 4,4%; une baisse qui reste moins prononcée que celle du TMM.

■ La meilleure performance de l'année est revenue à **Wifack International Bank**. L'unique banque islamique de la cote a vu son encours des dépôts s'envoler de 29,2% à seulement 629,5MDt. Wifak Bank ayant vécu la transformation d'une société de leasing en une banque universelle et ayant subi les contraintes financières imposées aux banques islamiques telles que l'impossibilité d'accéder au marché obligataire, au marché financier et à une ligne de financement extérieure, et eu égard au niveau du coût des ressources, au risque de concentration et aux charges financières engendrées par certains dépôts notamment ceux à terme, Wifak Bank a saisi l'opportunité d'innover en proposant une alternative à ses clients et prospects ; le produit Hissab ITHMAR est un compte épargne dédié aux clients souhaitant fructifier leurs avoirs stables dans le temps avec un taux bonifié supérieur au taux de rémunération de l'épargne TRE appliqué sur la place, selon la technique de placement Wakala Bil istiithmar Moukaida qui a pour objectif de drainer des ressources et de capter de nouvelles relations.

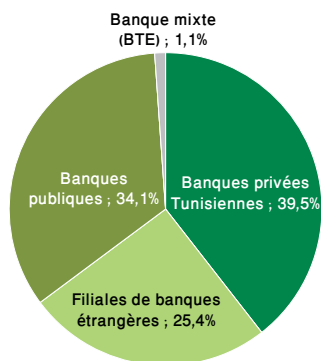
■ L'UBCI s'est, également, distinguée du côté de la collecte en 2021. Le changement du tour de table réalisé en Mars 2021 semble donner un nouvel élan aux performances commerciales de la nouvelle filiale du Groupe CARTE. La banque a enregistré une croissance à deux chiffres au niveau de son encours des dépôts (+16,7%), dépassant le cap de 3 milliards de dinars. L'UBCI doit cette performance, principalement, à la bonne évolution des dépôts à vue et des dépôts à terme (une croissance respective de 19,8% à 1,8 milliard de dinars et de 26,5% à 473MDt). Malgré la faible étendue de son réseau commercial (qui compte 103 agences seulement contre une moyenne de 135 agences pour le secteur coté), l'UBCI tire sa force de sa structure des ressources avantageuse dominée par les dépôts faiblement rémunérés (58% des ressources proviennent des dépôts à vue, à fin 2021, soit la part la plus élevée à l'échelle du secteur bancaire). Cet atout lui vaut d'afficher le coût moyen apparent des ressources le plus bas de la place (de 2,8%, selon nos estimations).

■ La BTE semble démarrer une nouvelle politique de collecte plus dynamique en 2021. L'ancienne

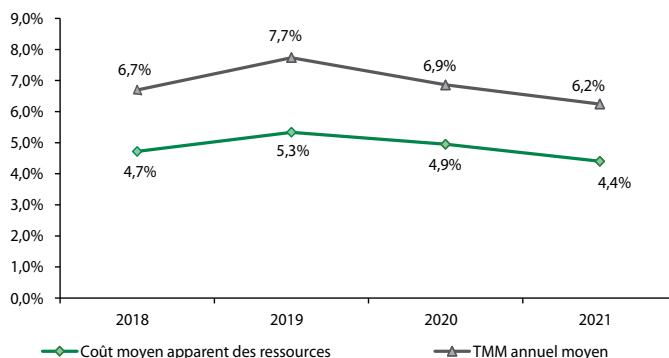
Croissance annuelle des dépôts du secteur bancaire coté



Répartition des dépôts du secteur coté en 2021



Evolution du TMM annuel moyen et du coût moyen apparent des ressources du secteur coté





Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2021	Variation 2020-2021	Part de marché 2021	Encours des dépôts 2022e	Variation 2021-2022e
BIAT	16 220,1	+9,7%	20,7%	18 194,5	+12,2%
BNA	9 858,3	+12,3%	12,6%	10 676,5	+8,3%
STB	9 047,6	+7,2%	11,6%	10 032,0	+10,9%
Attijari Bank	8 545,0	+7,2%	10,9%	9 074,8	+6,2%
BH	7 782,2	+7,6%	9,9%	9 074,1	+16,6%
Amen Bank	6 343,8	+8,2%	8,1%	6 845,0	+7,9%
ATB	5 902,3	-1,1%	7,5%	6 049,9	+2,5%
UIB	5 412,2	+5,4%	6,9%	5 726,1	+5,8%
BT	4 634,1	+7,8%	5,9%	5 046,5	+8,9%
UBCI	3 084,8	+16,7%	3,9%	3 226,7	+4,6%
BTE	871,5	+13,6%	1,1%	984,7	+13,0%
WIB	629,5	+29,2%	0,8%	739,6	+17,5%
Secteur bancaire coté	78 331,4	+8,2%		85 670,5	+9,4%
Dont secteur public*	26 688,1	+9,1%	34,1%	29 782,6	+11,6%
Dont secteur privé*	50 771,8	+7,7%	64,8%	54 903,1	+8,1%

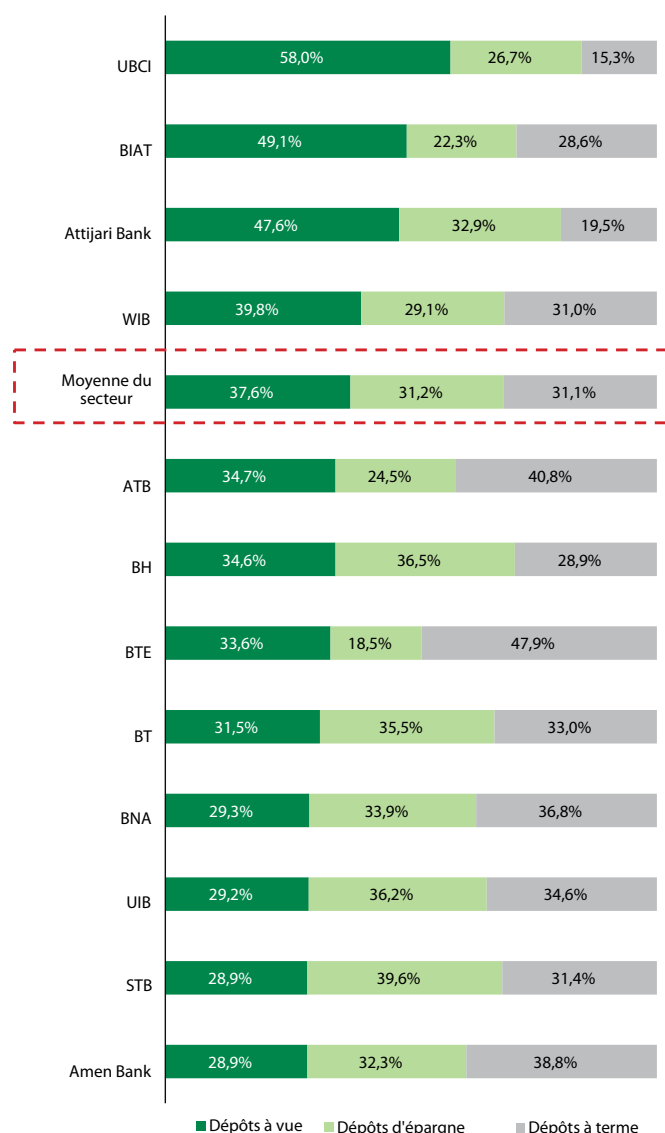
* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

banque de développement a réalisé un bond de 13,6% au niveau de ses dépôts à 871,5MDt. La décollecte subie sur les dépôts à vue (-4,5% à 293,1MDt) a été contrebalancée par la vigueur des dépôts d'épargne (+16,9% à 161,3MDt) et surtout par la bonne orientation des dépôts à terme (+29,4% à 417,1MDt). Notons que la BTE conserve une part élevée de dépôts à terme dans ses ressources (47,9% à fin 2021, soit la proportion la plus élevée à l'échelle du secteur), ce qui pénalise son coût des ressources. Il sied de rappeler que la banque mixte tuniso-émirati affiche, au terme de l'exercice 2021, un coût moyen apparent des ressources de 5,5%, soit le niveau le plus élevé du secteur coté. Avec un réseau commercial peu développé (de 30 agences seulement à fin 2021), et des parts de marché qui stagnent à 1,1%, en termes de dépôts, l'influence de la BTE reste limitée sur le marché.

■ Après la performance «fade» de l'année 2020, la BNA a remis le pas sur l'accélérateur, en 2021, terminant l'année avec un encours des dépôts qui effleure les 10 milliards de dinars (+12,3%). Il semble que la volonté de réduire le ratio de transformation réglementaire «Crédits/Dépôts» a de nouveau orienté la banque vers les dépôts à terme (+23,6% à 3,6 milliards de dinars) après avoir subi une décollecte sur cette catégorie de ressources en 2020 (-15% à 2,9 milliards de dinars). Avec une contribution des dépôts à vue dans l'ensemble des dépôts de 29,3% à fin 2021, parmi les plus faibles à l'échelle du secteur (contre une moyenne sectorielle de 37,6%), il reste un long chemin à parcourir pour la banque étatique pour s'aligner à la concurrence cotée.

■ La BIAT continue à battre des records en matière de collecte en réalisant une progression de 9,7% de son encours des dépôts.

Structure des dépôts du secteur bancaire coté en 2021



En dépassant la barre symbolique de 16 milliards de dinars, la banque creuse davantage l'écart avec son principal concurrent la BNA (une part de marché de 20,7% pour la BIAT et de 12,6% pour la BNA à fin 2021). La banque doit cette position de leadership à son réseau d'agences étendu (205 agences) et à sa base de clientèle la plus large du secteur (plus de 960 000 clients à fin 2021). La BIAT jouit d'un matelas confortable de dépôts faiblement rémunérés, 49,1% des ressources provenant des dépôts à vue, à fin 2021. Notons, à cet effet, que la BIAT conserve à l'échelle du secteur une position dominante sur cette catégorie de ressources, en concentrant 27% de l'encours des dépôts à vue du secteur coté, en 2021. La stratégie de collecte mise en place par la banque depuis des années et centrée sur les dépôts à vue a valu à la BIAT d'afficher le deuxième coût des ressources le plus faible du secteur coté après l'UBCI (un coût moyen apparent des ressources de 3,2% fin 2021 selon nos estimations, contre une moyenne de 4,7% pour la concurrence cotée).

■ **Amen Bank** accélère sa croissance au rayon de la collecte. Le bras financier du Groupe Amen a vu son encours des dépôts inscrire une hausse de 8,2% à 6,3 milliards de dinars. La bonne dynamique de la collecte est redevable aux dépôts à terme (+13,9% à 2,5 milliards de dinars) et aux dépôts d'épargne (+9,1% à 2 milliards de dinars). Les dépôts à vue ont, quant à eux, affiché une croissance terne de 0,7% à 1,8 milliard de dinars. Il semble que la levée des mesures fiscales prises par le Gouvernement ciblant les dépôts à terme en 2020 (hausse du taux de retenue à la source libératoire de 20% à 35% sur lesdits dépôts) a de nouveau orienté la banque vers les dépôts à terme. En dépit de la focalisation sur les dépôts à terme en 2021, Amen Bank a tant bien que mal maîtrisé son coût des ressources sur l'année. Selon nos estimations, ce dernier s'est rétracté de 62pb à 5,1%. Un niveau qui demeure tout de même supérieur à la concurrence cotée (un coût moyen apparent des ressources de 4,3% pour la concurrence cotée).

■ Les chiffres du premier semestre de l'année 2022 ont été bien concluants du côté des dépôts : une progression de 3,7% depuis le début de l'année. L'évolution de la collecte s'annonce prometteuse sur l'année pleine. Le relèvement du Taux minimum de Rémunération de l'Épargne opéré depuis le 18 Mai dernier de 100 pb à 6%, la poursuite de la politique monétaire non conventionnelle menée par l'institut d'émission et les efforts soutenus par les banques pour capter des ressources devraient continuer à stimuler un retour de l'épargne dans le circuit bancaire. Nous tablons sur une croissance de l'encours de dépôts du secteur bancaire coté de 9,4% à 85,7 milliards de dinars, en 2021.

2) Les crédits

■ En 2021, l'activité du crédit a affiché un essoufflement quasi général qui contraste avec la bonne dynamique de l'activité de la collecte. Nos banques ont vu

leur encours des crédits afficher une croissance modérée de 4,7% à 77,2 milliards de dinars. Le ralentissement de la distribution du crédit observé en 2021 semble trouver son origine dans deux principaux types de facteurs :

1) **Des facteurs exogènes** : Le climat des affaires peu propice à l'investissement et la poursuite du grippage de la machine économique ont induit une baisse de la demande des crédits et des projets bancables.

2) **Des facteurs endogènes** : malgré l'assouplissement de la réglementation prudentielle notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire* et ce, depuis l'éclatement de la crise sanitaire, les banques poursuivent leur politique volontariste de réduction du ratio de transformation réglementaire donnant plus de priorité à la collecte des dépôts qu'à la distribution des crédits.

«En 2021, l'activité du crédit a affiché un essoufflement quasi général dû à la combinaison de facteurs endogènes et exogènes aux banques»

■ Avec une collecte soutenue et une croissance des crédits décélérée, le ratio de transformation global** du secteur coté a poursuivi son trend baissier, dans la continuité des dernières années. Ce dernier s'est rétracté de 2,6 points de pourcentage à 91,6%, à fin 2021.

■ Toutes les banques de la cote ont enregistré des progressions, relativement modérées, au niveau de leur encours des crédits, hormis la BH dont le volume des engagements a légèrement reculé (-0,1%) à 9,8 milliards de dinars. Au vu de la conjoncture difficile et de la raréfaction des bonnes signatures, la banque semble jouer la carte de la prudence pour préserver sa qualité du portefeuille. Rappelons que le leader des crédits logement

a accusé, depuis l'exercice 2020, une dégradation ponctuelle de sa qualité d'actifs avec un taux des créances classées passant à 15,9% en 2021 et un taux de couverture de 71,3% (contre un taux de créances classées de 12,5% couvertes à hauteur de 76,5% avant l'éclatement de la crise sanitaire de la Covid-19, en 2019). La crise de la Covid-19 a sans doute orienté la banque étatique vers une plus grande sélectivité en matière de crédits.

■ Force est de constater que ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur (+5% à 32,4 milliards de dinars) en 2021. Le secteur privé a, quant à lui, vu son encours des crédits augmenter de 4,4% à 43,9 milliards de dinars.

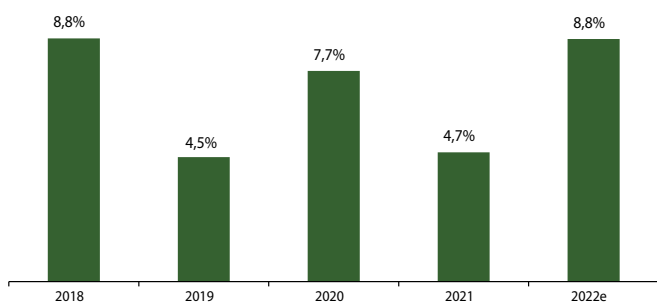
Coût des ressources moyen apparent	2020	2021	Variation 2020-2021 (en points de base)
UBCI	3,2%	2,8%	- 38
BIAT	3,4%	3,2%	- 15
Attijari Bank	3,8%	3,3%	- 47
UIB	4,6%	4,2%	- 44
BT	4,8%	4,3%	- 48
ATB	5,3%	4,4%	- 89
BH	5,6%	4,4%	- 114
STB	4,8%	4,4%	- 40
WIB	5,3%	4,7%	- 55
Amen Bank	5,7%	5,1%	- 62
BNA	6,0%	5,3%	- 69
BTE	5,7%	5,5%	- 23
Moyenne du secteur	4,9%	4,4%	- 55

* La BCT autorise, désormais, les banques à déduire le cumul des tombées des crédits reportés pour les entreprises et les professionnels (circulaire BCT n°2020-21), ainsi que les financements exceptionnels prévus par la circulaire BCT n°2020-12 du numérateur du ratio de transformation réglementaire. Par ailleurs, pour les banques en dépassement de la limite de 120%, l'exigence trimestrielle de réduction du ratio a été ramenée à 1% contre 2% précédemment.

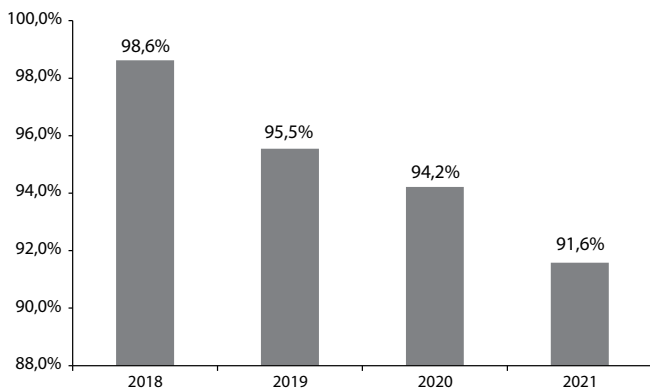
** Le ratio de transformation global nous sert de «benchmark» pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire. Faute d'informations suffisantes sur la composition des dépôts et des ressources spéciales au 31 Décembre 2021, notre ratio de transformation global inclut les dépôts en devises, les emprunts obligataires et les emprunts sur le marché monétaire. Ce faisant, le ratio de transformation réglementaire devrait être plus élevé pour le secteur coté. Le numérateur du ratio de transformation global est constitué par les crédits et son dénominateur est constitué par les dépôts majorés des ressources spéciales.



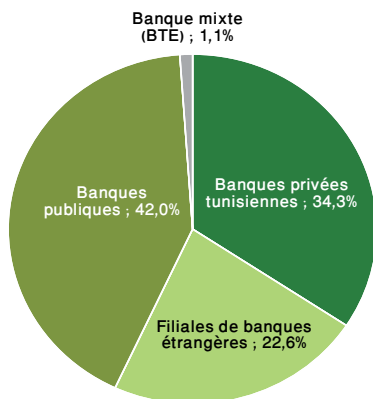
Croissance annuelle des crédits du secteur bancaire coté



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



Répartition des crédits du secteur coté en 2021



Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2021	Variation 2020-2021	Part de marché 2021	Encours des crédits 2022e	Variation 2021-2022e
BNA	12 844,8	+7,7%	16,6%	15 118,3	+17,7%
BIAT	12 138,0	+7,0%	15,7%	12 820,8	+5,6%
BH	9 817,9	-0,1%	12,7%	10 475,7	+6,7%
STB	9 731,1	+7,2%	12,6%	11 191,8	+15,0%
Attijari Bank	6 344,7	+6,1%	8,2%	6 541,4	+3,1%
Amen Bank	6 245,7	+4,0%	8,1%	6 676,6	+6,9%
UIB	5 950,0	+2,0%	7,7%	6 140,4	+3,2%
ATB	5 156,0	+0,7%	6,7%	5 176,6	+0,4%
BT	4 925,9	+2,0%	6,4%	5 275,7	+7,1%
UBCI	2 542,6	+3,0%	3,3%	2 829,9	+11,3%
BTE	853,4	+7,2%	1,1%	956,6	+12,1%
WIB	603,6	+25,7%	0,8%	760,5	+26,0%
Secteur bancaire coté	77 153,6	+4,7%		83 964,3	+8,8%
Dont secteur public*	32 393,8	+5,0%	42,0%	36 785,8	+13,6%
Dont secteur privé*	43 906,5	+4,4%	56,9%	46 221,8	+5,3%

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

■ Forte de ses fonds propres solides (des ratio de solvabilité globale et Tier 1 de 19,9% et de 15,9%, au 31 Décembre 2021, soit presque le double de l'exigence réglementaire), la **BNA** poursuit sur sa lancée commerciale. La banque étatique a vu l'encours de ses crédits augmenter de 7,7% à 12,8 milliards de dinars. La croissance des crédits qui est supérieure à la moyenne sectorielle a permis à la

banque publique de conforter son statut de premier pourvoyeur de crédits en Tunisie avec une part de marché de 16,6% dans le secteur bancaire coté. Si la BNA continue à faire pression à la baisse sur son ratio de transformation global (un repli de 4,2 points de pourcentage à 122,2%), ce dernier demeure de loin le plus élevé à l'échelle du secteur coté.

«En 2021, ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur»

■ Les actifs de la BNA comportent des engagements importants envers les entreprises publiques dont des entreprises en difficultés financières. Le volume des engagements envers les entreprises et organismes publics a totalisé, en 2021, 5,2 milliards de dinars, soit une hausse de 20,7% par rapport à 2020 et l'équivalent de 31,8% du total des engagements de la banque.

■ Parmi les entreprises publiques auxquels est exposée la BNA, nous citons l'Office des Céréales (une exposition de 3,9 milliards de

dinars), l'ETAP (des engagements de 70,5MDt), la TRANSTU (des engagements de 94,4MDt), l'Office des Terres Domaniales (une exposition de 162,2MDt), l'Office National de l'Huile (des engagements de 182,5MDt) et la société EL FOULEDH (une exposition de 94,2MDt). Les engagements non couverts par les garanties de l'État concernent essentiellement des entreprises publiques (ETAP, CNRPS, CPG, etc.) dont les engagements sont qualifiés de réguliers et totalisent 562MDt au 31 Décembre 2021.

■ Malgré la dégradation de la qualité du portefeuille de la BTE et de ses ratios de solvabilité sur les dernières années, la banque a fait preuve de résistance sur le front des crédits. Le volume de ses engagements a cru de 7,2% à 853,4MDt, en 2021. Une évolution sans doute encouragée par la bonne collecte et par la baisse du ratio de transformation réglementaire en deçà du plafond fixé par la BCT de 120%, depuis 2020 (à 115,6%).

■ A l'image de la collecte et dans la continuité de 2020, l'activité du crédit s'est bien comportée, en 2021, pour la STB. La

banque publique a réalisé une augmentation de 7,2% au niveau de son portefeuille des crédits à 9,7 milliards de dinars, surperformant, ainsi, de 3% le Business Plan de sa dernière sortie obligataire subordonnée (une levée de 100MDt clôturée le 31 Janvier 2022). Ce rythme de croissance lui a valu de se maintenir à la quatrième place dans le palmarès des crédits avec une part de marché de 12,6%. Rappelons que depuis 2020, le bras financier de l'Etat affiche un ratio de transformation réglementaire conforme aux exigences de la BCT (un ratio de 117% en 2020 et de 119,8% en 2021).

le 4 Mai dernier), la banque n°1 en Tunisie prévoit de réaliser une croissance annuelle moyenne de son encours des crédits de 8,1% sur la période 2021-2025. Malgré sa dynamique commerciale escomptée sur la période prévisionnelle, la BIAT devrait être en mesure de maintenir un ratio de transformation réglementaire dans les standards les plus élevés du secteur (un ratio de transformation réglementaire passant de 85% en 2021 à 88% en 2025).

■ A un rythme moins soutenu que la collecte mais supérieur aux trois dernières années, Attijari Bank a affiché une bonne croissance de

son encours des crédits. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a réalisé une progression de 6,1% à 6,3 milliards de dinars au niveau de son encours des crédits. La réactivité commerciale de la banque n'a pas altéré sa liquidité. Avec un ratio de transformation global de 73,5% à fin 2021, le deuxième le plus faible de la place après celui de la BIAT, et un portefeuille de crédits parmi les plus sains du secteur (un taux de créances classées de 6% couvertes à hauteur de 72,3% par les provisions, à fin 2021), Attijari dispose d'un potentiel de croissance encore inexploité sur les crédits.

Ratios de transformation	Ratio de transformation global			Ratio de transformation réglementaire (2021)
	31/12/20	31/12/21	Variation 2020-2021	
BIAT	75,0%	72,7%	▼	85,0%
Attijari Bank	73,8%	73,5%	~	NC
ATB	79,3%	80,0%	▲	NC
UBCI	87,6%	80,0%	▼	103,0%
BTE	91,6%	85,8%	▼	NC
Amen Bank	87,9%	85,9%	▼	100,1%
WIB	90,8%	87,9%	▼	94,0%
BT	101,2%	97,9%	▼	107,8%
STB	103,1%	102,0%	▼	119,8%
BH	109,6%	103,3%	▼	115,9%
UIB	105,9%	103,6%	▼	113,5%
BNA	126,4%	122,2%	▼	NC
Secteur bancaire coté	94,2%	91,6%	▼	-
Dont secteur public*	113,3%	109,6%	▼	-
Dont secteur privé*	83,9%	81,8%	▼	-

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

■ La BIAT, deuxième pourvoyeur de crédits en Tunisie avec une part de marché de 15,7% dans le secteur bancaire coté, a affiché un bond de 7% à 12,1 milliards de dinars au niveau de ses engagements. La bonne collecte et le ralentissement au niveau de la distribution des crédits ont permis de diluer le ratio de transformation réglementaire. Ce dernier est revenu de 94,5%, en 2020, à 85%, en 2021, soit

une régression de 9,5 points de pourcentage et une marge flexibilité de 35 points de pourcentage par rapport à la limite réglementaire de 120%. Partant de ce constat, la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années. Selon le plan d'affaires publié en marge de la dernière émission obligataire subordonnée (portant sur une levée de 200MDt et bouclée

« Avec une marge de flexibilité de 35 points de pourcentage au niveau de son ratio de transformation réglementaire, la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années »

■ L'activité du crédit a bien résisté sur le premier semestre de 2022, cumulant une hausse du volume des engagements du secteur de 3,5% à 79,9 milliards de dinars. Malgré le climat des affaires atone, nous pensons que la production du secteur devrait continuer à être soutenue d'ici la fin de l'année par : 1) la bonne collecte, 2) l'apaisement des tensions sur le ratio de transformation réglementaire et sur la liquidité bancaire, 3) la base de comparaison favorable de 2021 qui a été marquée par un ralentissement sensible du rythme de la production et 4) les remboursements importants de Bons de Trésor Assimilables depuis le début de l'année assurant une entrée d'argent frais aux banques. Nous estimons que le secteur bancaire coté devrait réaliser une croissance de son encours des crédits de 8,8% à 84 milliards de dinars, sur l'année pleine 2022.

3) Le produit net bancaire

■ L'année 2021 a été marquée par une accélération notable de la croissance du PNB du secteur coté. Nos banques ont réalisé un bond de 10,8% à 5,5 milliards de dinars, au niveau de leurs revenus nets.

■ Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leur PNB ce qui est une performance en soi dans ce contexte pandémique.

■ Ce qui nous interpelle le plus dans la lecture des indicateurs d'activité des banques, c'est l'envolée spectaculaire des autres revenus. Ces derniers se sont accrus de 25,7% à 1,5 milliard de dinars. La forte activité d'émission de bons de Trésor par l'Etat, en 2021, la redistribution des dividendes par les filiales de leasing après leur suspension par la BCT, en 2020, et le début de normalisation de l'activité du commerce extérieur

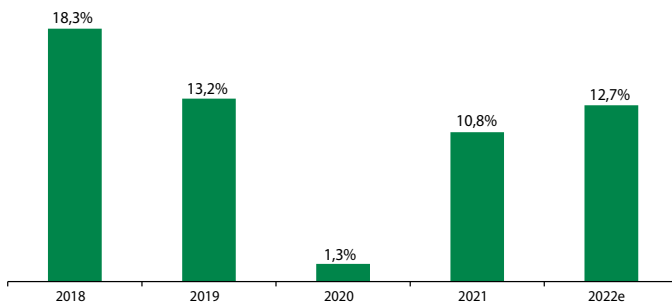


en Tunisie en 2021, permettant aux salles de marché de renouer avec les gains de change expliquent cette tendance.

■ Un autre constat et non des moindres explique l'accélération de la croissance des PNB au niveau du secteur bancaire en 2021. Il s'agit de la bonne

orientation des commissions. Ces dernières se sont engraisées de 13,4% à 1,2 milliard de dinars, profitant de la levée, depuis Juin 2020, des mesures de tarification instituées par la Banque Centrale pour soulager les entreprises et les ménages des répercussions de la crise de la Covid-19*.

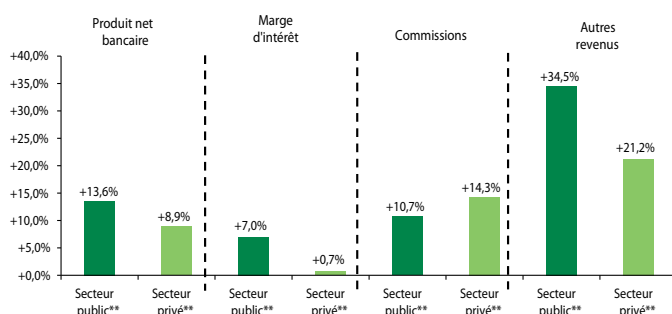
Evolution annuelle du produit net bancaire du secteur bancaire coté



■ En 2021, la vigueur des autres revenus et des commissions contraste avec le manque de dynamisme de la marge d'intérêt. Cette dernière a augmenté de 3,4% seulement à 2,8 milliards de dinars, se ressentant du ralentissement substantiel de

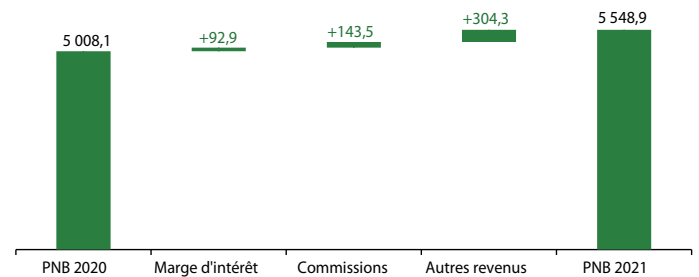
l'activité de distribution du crédit et de la baisse du TMM. Il appert, également, que le secteur a subi un léger effritement de son spread de crédit. Selon nos estimations, ce dernier s'est rétracté de 14pb en moyenne à 3,9%.

Performances comparées du secteur public** Vs secteur privé** en 2021



** Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

Décomposition de la croissance du PNB en 2021 du secteur bancaire coté



«La forte activité d'émission de bons de Trésor par l'Etat, en 2021, la redistribution des dividendes par les filiales de leasing après leur suspension par la BCT, et le début de normalisation de l'activité du commerce extérieur en Tunisie en 2021, permettant aux salles de marché de renouer avec les gains de change expliquent le dynamisme des autres revenus affiché en 2021»

■ La plus forte hausse de PNB du secteur bancaire coté réalisée en 2021 est revenue à **Wifack International Bank**. L'ex-leaseur a vu ses revenus croître de 69,6% à 49,7MDt. A noter que la banque a aussi réalisé la meilleure progression de la marge de profit (équivalent de marge d'intérêt pour les banques islamiques) et des commissions à l'échelle du secteur. Ces dernières ont respectivement évolué de 99,2% à 33,2MDt et de 54,2% à 14,1MDt. Rappelons que pour diversifier ses canaux de financement, la banque a émis en 2021 deux emprunts obligataires islamiques sans recours à l'appel public à l'épargne pour un montant cumulé de 25MDt.

Notons, par ailleurs, que WIB continue à pâtir de l'absence de Sukuk souverains sur le marché ce qui ne met pas la banque sur le même pied d'égalité avec les autres banques conventionnelles de la cote autorisées à placer dans

les bons d'Etat. Ce constat trouve son reflet dans la faible contribution des autres revenus au PNB de Wifak Bank (4,8% à fin 2021, soit la proportion la plus faible à l'échelle du secteur, contre une moyenne sectorielle de 26,8%).

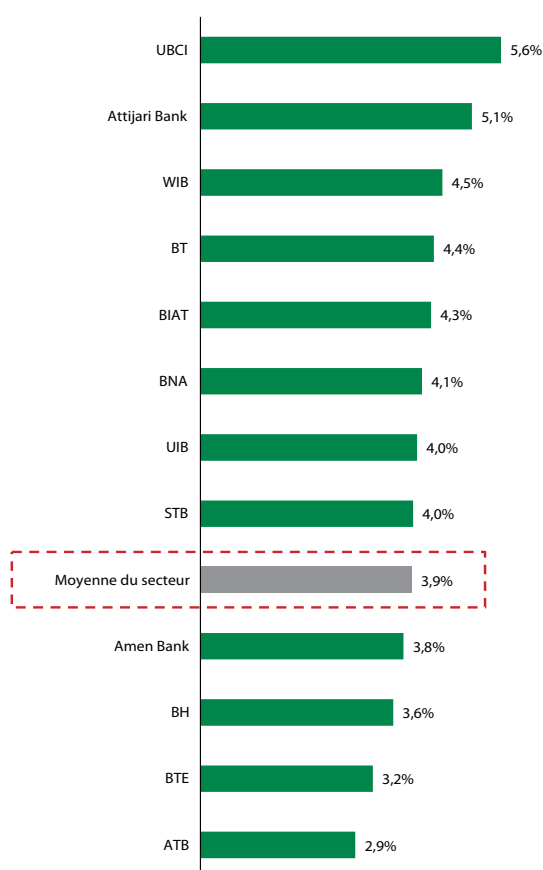
■ La BTE s'est ressaisie en 2021 après avoir subi une baisse de son PNB de 8,3% en 2020, en réalisant un rebond de ses revenus de 29,1% à 63,1MDt. L'ex-banque de développement a enregistré une croissance à deux chiffres au niveau de toutes les composantes de son PNB (voir le tableau de la page suivante). A noter que la banque affiche la plus forte contribution des commissions dans ses revenus nets à l'échelle du secteur (40,3% à fin 2021).

■ L'exercice 2021 a été un excellent crû pour la BNA. La banque étatique a affiché une accélération remarquable de la croissance de ses revenus avec un PNB en

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

Spread d'intérêt apparent moyen par banque (2021)



hausse de 23,2% à 850MDt, se maintenant ainsi au deuxième rang en matière de revenus (avec une part de marché de 15,3%). Cette performance est attribuable surtout à la hausse vertigineuse des autres revenus (+80,6% à 220,4MDt) qui a été la plus soutenue à l'échelle du secteur coté. La contribution de cette source de revenus a gagné 8,2 points de pourcentage dans le PNB à 25,9%, supplantant, ainsi, les commissions (une contribution dans le PNB de 18,4% à fin 2021). Notons que la banque possède un stock de bons du Trésor parmi les plus élevés du secteur bancaire coté qui s'élève à 2,2 milliards de dinars. La valeur brute des BTA s'est accrue de 1,1 milliard de dinars sur l'année 2021, résultant essentiellement des nouvelles souscriptions pour une valeur de 1,2 milliard de dinars dont 1 milliard de dinars relatif à la conversion des créances de l'Office des Céréales en BTA.

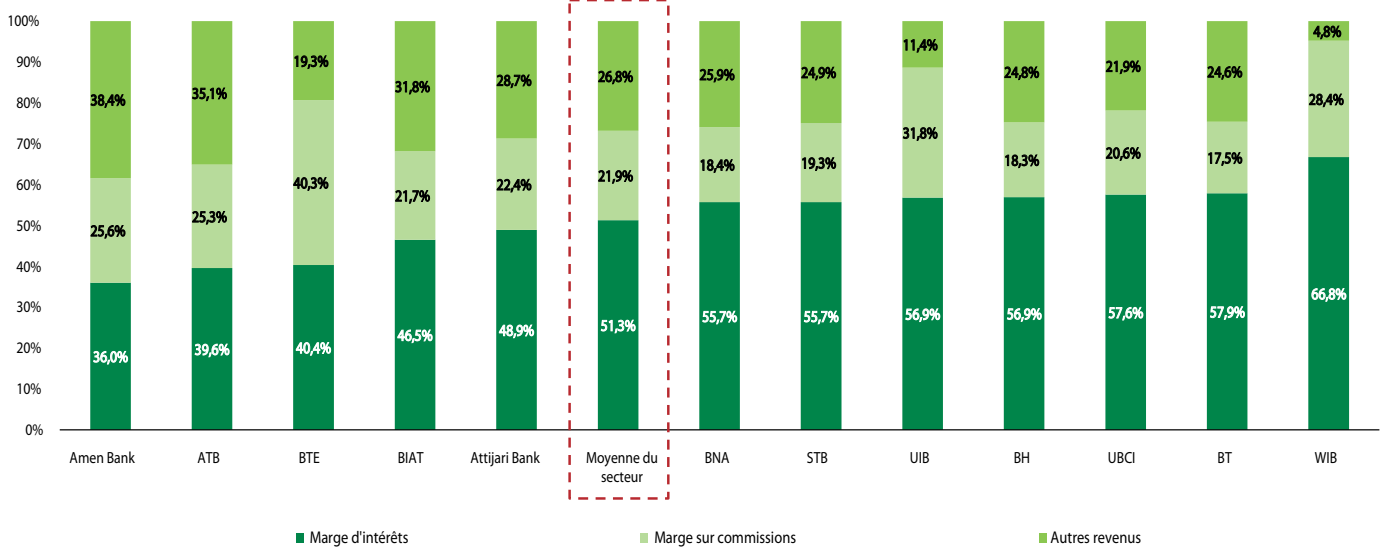
L'année 2021 a été un bon millésime pour Amen Bank en matière de génération de revenus. Malgré le contexte économique difficile, la banque a vu son PNB croître de 13,4% à 454,2MDt. A l'image de ses

consoeurs, la banque a surtout profité de la bonne dynamique des autres revenus (+23,2% à 174,4MDt) et des commissions (+12,3% à 116,2MDt). Tenant compte de ces évolutions, le PNB d'Amen Bank affiche une physionomie intéressante, parmi les plus équilibrées du secteur bancaire coté (voir graphe de la page suivante). En 2021, Amen Bank a poursuivi son programme de transformation «NEXT» notamment, en embarquant tout le réseau d'agences dans ce programme de transformation. Ainsi, les 158 Points de Vente Retail d'Amen Bank, sont fonctionnels avec le nouveau modèle conforme aux standards des banques internationales. Les efforts se poursuivront en 2022 pour le rééquilibrage de l'activité commerciale entre le Corporate et le Retail et la diversification des revenus à travers l'élargissement de l'offre de la Banque Digitale, l'enrichissement des produits de la Bancassurance, le développement des activités Banque d'Affaires et Banque de Détail et le lancement d'une branche de Finance Islamique et d'une branche de Private Banking,

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2021	Variation 2020-2021	Commissions 2021	Variation 2020-2021	Autres revenus 2021	Variation 2020-2021	PNB 2021	Variation 2020-2021	Part de marché 2021	PNB 2022e	Variation 2021-2022e
BIAT	472,4	-3,4%	220,0	+3,9%	323,0	+34,6%	1 015,5	+7,9%	18,3%	1 222,6	+20,4%
BNA	473,5	+11,1%	156,1	+10,0%	220,4	+80,6%	850,0	+23,2%	15,3%	993,6	+16,9%
STB	362,5	-1,5%	125,8	+11,2%	162,2	+12,2%	650,6	+4,0%	11,7%	715,2	+9,9%
BH	324,3	+11,7%	104,2	+11,3%	141,0	+14,9%	569,5	+12,4%	10,3%	608,8	+6,9%
Attijari Bank	255,6	-5,3%	116,9	+21,6%	150,0	+23,8%	522,5	+7,3%	9,4%	571,7	+9,4%
Amen Bank	163,6	+5,3%	116,2	+12,3%	174,4	+23,2%	454,2	+13,4%	8,2%	503,3	+10,8%
UIB	251,8	+3,2%	140,7	+21,0%	50,3	+20,1%	442,8	+10,1%	8,0%	474,7	+7,2%
BT	218,5	+1,4%	66,2	+14,1%	92,9	-6,9%	377,6	+1,1%	6,8%	415,8	+10,1%
ATB	114,9	+0,1%	73,6	+26,4%	101,9	+14,4%	290,4	+10,8%	5,2%	347,3	+19,6%
UBCI	151,4	+5,2%	54,1	+11,4%	57,5	+17,4%	263,0	+8,9%	4,7%	289,8	+10,2%
BTE	25,5	+22,7%	25,4	+30,6%	12,2	+41,3%	63,1	+29,1%	1,1%	52,8	-16,4%
WIB	33,2	+99,2%	14,1	+54,2%	2,4	-31,3%	49,7	+69,6%	0,9%	59,9	+20,6%
Secteur bancaire coté	2 847,3	+3,4%	1 213,4	+13,4%	1 488,2	25,7%	5 548,9	+10,8%		6 255,5	+12,7%



Structure du PNB du secteur bancaire coté en 2021



tout en suivant des pratiques de gestion saine et prudente et ce, par le renforcement du système de maîtrise des risques.

■ La **BH** a figuré parmi les plus grands gagnants de l'année 2021 sur le front du PNB. Les revenus de la banque publique se sont hissés de 12,4% à 569,5MDt, s'alignant, ainsi, aux projections dévoilées dans le cadre de l'émission obligataire subordonnée de 70MDt, avec recours à l'appel public à l'épargne (clôturée le 24 Septembre 2021). La progression du PNB enregistrée a été à deux chiffres toutes catégories de revenus confondues. Malgré une évolution en berne des crédits, la marge d'intérêt a affiché une hausse remarquable de 11,7% à 324,3MDt, laissant entrevoir une amélioration du spread de crédit. Selon nos estimations, ce dernier a augmenté de 18 points de base à 3,6% sur l'année 2021 mais reste inférieur à la moyenne sectorielle (estimée 3,9% à fin 2021, selon nos calculs). Les commissions se

sont, pour leur part, engraisées de 11,3%, dépassant pour la première fois dans l'histoire de la banque le cap de 100MDt. Force est de constater que la contribution de cette source de revenus reste faible dans le PNB de la banque. Cette dernière se chiffre à 18,3% seulement, soit la deuxième proportion la plus faible du secteur après celle de la **BT**. Enfin, les autres revenus ont continué à profiter d'une activité de placement en bons d'Etat historiquement dynamique. La **BH Bank** compte, en fait, dans ses actifs un portefeuille de bons du Trésor parmi les plus fournis du secteur bancaire coté, dont la valeur s'élève, au 31 Décembre 2021, à 1,3 milliard de dinars. Outre les gains sur portefeuille titres (+14,5% à 108MDt), la banque a profité de la bonne tenue de l'activité de la salle de marché. Cette dernière a engrangé des gains nets de change de 32,8MDt, en hausse de 15,3%, par rapport à 2020. Ainsi, les autres revenus

de la **BH** se sont finalement hissés de 14,9%, sur l'année passée, à 141MDt.

■ L'**ATB** parvient à réaliser une croissance de son PNB de 10,8% à 290,4MDt, au 31 Décembre 2021. Cette performance est d'autant plus louable qu'elle a été alimentée par toutes les sources de revenus, sans exception. Prenant conscience de son potentiel, l'**ATB** a réalisé en 2021 une levée de fonds propres de 70MDt, par l'émission de 28 millions de certificats d'investissement, réservée à son actionnaire de référence, l'Arab Bank. Cette augmentation de capital devrait permettre à la banque de restaurer ses ratios prudentiels, de financer son programme de restructuration organisationnelle et commerciale et de redoubler en agressivité commerciale pour reconquérir des parts de marché et atteindre de nouveaux paliers de rentabilité.

■ Le premier semestre de l'année en cours a été porteur pour le

secteur bancaire coté. Les revenus agrégés du secteur ont bondi de 12,1%, en glissement annuel, à 3,1 milliards de dinars. Cette bonne performance est redevable à la bonne dynamique des autres revenus (+21,6% à 952,3MDt) qui ont profité d'une forte activité d'émission de bons de Trésor, principalement des Bons de Trésor à Court Terme et du contexte de change volatil. A cela s'ajoute, la bonne tenue de la marge d'intérêt (+8,7% à 1,5 milliard de dinars). Principale source de revenus pour les banques tunisiennes, la marge d'intérêt a bénéficié d'une activité de crédit bien portante et du relèvement du taux d'intérêt directeur de la **BCT** à partir du 18 Mai dernier de 75pb à 7%. Quant aux commissions, elles ont enregistré une progression de 7,9% à 662,8MDt.

■ Nous pensons que les tendances précitées devraient se prolonger sur l'année pleine 2022 et anticipons une progression moyenne du PNB agrégé du



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

secteur d'au moins 12,7% à 6,3 milliards de dinars.

4) La productivité

■ En 2021, nos banques ont enregistré une dégradation quasi générale de leur productivité. Le coefficient d'exploitation agrégé du secteur a signé une avancée de 2,4 points de pourcentage à 47,5%. Dans le même ordre d'idées, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes a régressé de 3,9 points de pourcentage à 70,4%.

■ La croissance du PNB s'est avérée insuffisante pour absorber la flambée des frais généraux. Ces derniers se sont hissés de 16,7%, atteignant un record historique de 2,6 milliards de dinars. Les

charges opératoires des banques ont été boostées par les frais de personnel (+19,7% à 1,7 milliard de dinars) et les charges générales d'exploitation (+ 12,2% à 746,7MDt).

■ L'élargissement des frais de personnel trouve son origine dans l'application de l'accord de la place, signé le 26 Juillet 2021, prévoyant l'augmentation salariale (+5,3% au titre de l'exercice 2020 et de 6,7% au titre de l'exercice 2021) et la modification de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite à 12 mois au lieu de 6 mois. Tandis que l'augmentation des charges générales d'exploitation est essentiellement imputable à l'évolution des cotisations au fonds de garanties des dépôts bancaires.

■ **BT** (un coefficient d'exploitation de 35,5%, à fin 2021), **BH** (un coefficient d'exploitation de 39,2%) et **Amen Bank** (un coefficient d'exploitation de 40,7%) forment le trio de tête des banques les plus productives de la place en termes de coefficient d'exploitation. Les trois banques font preuve de rigueur, malgré: 1) l'environnement inflationniste 2) le climat social tendu, 3) une politique de rémunération attractive pour la **BT** (adoption de la politique d'intéressement pour les salariés) et 4) les surcoûts de la relance commerciale et de l'extension du réseau sur les dernières années pour la **BH** (ouverture de neuf agences, sur la période 2018-2021). S'agissant d'**Amen Bank** et après avoir atteint un pic de 41,5% sur les cinq dernières années en 2020, le coefficient d'exploitation de la banque privée a affiché une inflexion de tendance en 2021, reculant de 0,8 point de pourcentage à 40,7%. Il semble qu'**Amen Bank** ait commencé à récolter les fruits du programme de transformation **NEXT** prévoyant une réallocation des effectifs, une optimisation de la répartition géographique du réseau commercial et de la productivité au niveau des agences.

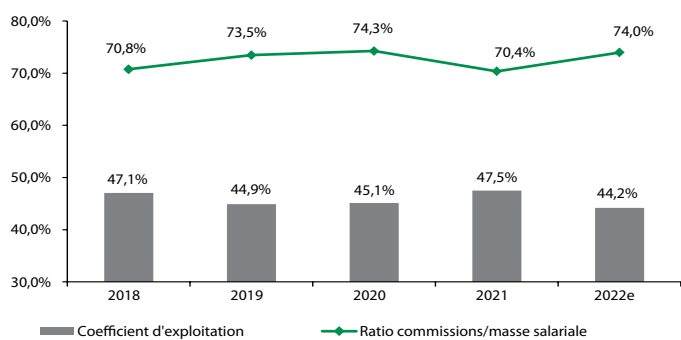
■ Les autres banques publiques, à savoir la **BNA** (un coefficient d'exploitation de 41,1%, à fin 2021) et la **STB** (un coefficient d'exploitation de 43,4%) demeurent dans le Top 5 des banques les plus productives de la place en termes de coefficient d'exploitation. Cependant, leur ratio de couverture de la masse salariale par les commissions se comparent défavorablement par rapport aux standards du secteur.

■ Les majors privés du secteur: **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 44,3%, à fin 2021), **Attijari**

Bank (un coefficient d'exploitation de 53,1%, à fin 2021) et **UIB** (un coefficient d'exploitation de 53,9% à fin 2021), ont subi une dégradation ponctuelle, en 2021, de leur coefficient d'exploitation, en 2021, mais maintiennent des ratios de couverture de la masse salariale par les commissions supérieurs à 60%.

■ A l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les banques les moins productives de la place, **BTE**, **UBCI**, **WIB** et **ATB**. Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour **Wifak Bank** du fait des investissements importants du démarrage, la sous-productivité est une carence de longue date pour la **BTE**, l'**UBCI** et l'**ATB**. Elle devrait être au centre des préoccupations du futur repreneur de la **BTE**, du nouveau management de l'**ATB** et du nouvel actionnaire de référence de l'**UBCI**. A noter que la **WIB** a été la seule banque de la cote sur l'année 2021 à pouvoir concilier les objectifs de baisse du coefficient d'exploitation et de consolidation du ratio de couverture de la masse salariale par les commissions. La banque islamique s'est distinguée par une amélioration sensible au niveau de ces deux ratios (un repli de 29 points de pourcentage au niveau du coefficient d'exploitation à 75,3% et un accroissement du ratio de couverture de la masse salariale par les commissions de 10,5 points de pourcentage à 60,5%). **Wifak Bank** projette dans les prochaines années d'achever la transformation digitale de l'ensemble de ses process et services afin de se positionner en tant que leader en finance islamique en Tunisie. Le management de la banque vise à atteindre un coefficient d'exploitation de 36,5% d'ici 2026

Evolution des indicateurs de productivité du secteur coté



Chiffres de 2021	Secteur public*	Secteur privé*
Coefficient d'exploitation	41,3%	50,6%
Commissions/salaires	65,5%	73,0%
PNB/agence (en MDt)	4,3	3,1
Employés/agence	12	9

* Hors **BTE** car elle est considérée comme une banque mixte.

■ Certes, les banques publiques jouissent aujourd'hui d'un meilleur coefficient d'exploitation que leurs pairs privés mais il leur reste encore du chemin à parcourir pour converger vers la norme sectorielle

au niveau du ratio de couverture des salaires par les commissions et du ratio du nombre d'employés par agence (voir tableau ci-dessus).

Indicateurs de productivité	Coefficient d'exploitation				Ratio commissions/masse salariale				Nombre d'agences (2021)	Effectif (2021)
	2020	2021	Variation 2020-2021	2022e	2020	2021	Variation 2020-2021	2022e		
BT	30,4%	35,5%	▲	34,9%	79,0%	71,4%	▼	73,3%	126	1 045
BH	38,5%	39,2%	▲	42,0%	75,1%	69,3%	▼	69,9%	149	1 691
Amen Bank	41,5%	40,7%	▼	39,2%	89,4%	89,1%	≈	87,6%	158	1 197
BNA	41,9%	41,1%	▼	36,8%	69,4%	60,1%	▼	56,7%	184	2 091
STB	39,6%	43,4%	▲	42,7%	72,1%	70,0%	▼	66,7%	149	1 966
BIAT	43,4%	44,3%	▲	39,8%	97,5%	92,3%	▼	98,2%	205	1 935
Attijari Bank	47,1%	53,1%	▲	46,0%	62,5%	62,1%	≈	71,9%	200	1 816
UIB	50,3%	53,9%	▲	45,7%	81,1%	79,9%	▼	98,4%	147	1 497
ATB	69,7%	70,8%	▲	60,7%	55,3%	63,4%	▲	76,4%	135	1 325
WIB	104,2%	75,3%	▼	72,4%	50,0%	60,5%	▲	56,7%	37	311
UBCI	63,0%	76,8%	▲	74,9%	49,6%	40,5%	▼	42,0%	103	1 125
BTE	87,4%	83,1%	▼	111,6%	66,3%	71,5%	▲	74,8%	30	NC
Secteur bancaire coté	45,1%	47,5%	▲	44,2%	74,3%	70,4%	▼	74,0%	1 623	15 999***

*** Total sans compter la BTE dont l'effectif en 2021 n'est pas communiqué.

■ Sur la première moitié de l'année en cours, nos banques ont affiché une bonne maîtrise de leurs frais généraux, après avoir subi de fortes pressions inflationnistes en 2021. Le secteur bancaire a vu ses charges opératoires augmenter de 4,7% en moyenne, selon nos estimations*, à 1,3 milliard de dinars à fin Juin 2022. Le ralentissement notable de la croissance des frais généraux est redevable essentiellement à la quasi stabilité des frais du personnel (+0,8% à 820,7MDt). Certaines banques ont même affiché une baisse de leur masse salariale, comme l'UIB, Attijari Bank et l'ATB. Ainsi, au 30 Juin 2022, le coefficient d'exploitation moyen estimé du secteur bancaire ressort à 40,8%, soit un recul de 6,6 points de pourcentage comparativement à fin Juin 2021. Quant au ratio de couverture de la masse salariale par les commissions, il s'est également amélioré passant de 75,4% à la fin du premier semestre 2021 à 80,8% à fin Juin 2022. Nous pensons que l'amélioration

des indicateurs de productivité du secteur bancaire coté devrait se poursuivre sur l'année pleine 2022. Nous anticipons une meilleure absorption des coûts pour les banques, profitant d'un effet ciseau positif entre la vigueur de la croissance du PNB et la bonne orientation des commissions et la bonne maîtrise des frais généraux avec à leur tête les frais de personnel. Ainsi, nous tablons sur une baisse du coefficient d'exploitation agrégé du secteur de 3,3 points de pourcentage à 44,2% et une consolidation du ratio de couverture des salaires par les commissions de 3,6 points de pourcentage à 74%.

5) La qualité du portefeuille

■ Le secteur bancaire coté a tant bien que mal sauvé sa qualité du portefeuille malgré le contexte économique morose qui a prévalu en 2021 et les dégâts de la crise de la Covid-19. Selon nos estimations, le taux des créances classées moyen s'est établi à 11,5%, en régression

de 0,3 point de pourcentage par rapport à 2022. Le taux de couverture moyen estimé desdites créances par les provisions s'est, également amélioré (+2,2 points de pourcentage) pour se situer à 70,4%, s'alignant ainsi au seuil recommandé par la BCT. Notons que selon l'autorité monétaire, le taux des créances classées du secteur bancaire (coté et non coté) s'est établi à 13,3% à fin 2021, contre 13,6% une année plus tôt. Quant au taux de couverture moyen, il est ressorti à 57,5% à fin 2021, contre 55,4% en 2020.

■ Au même volet des risques, le secteur a affiché une légère baisse de son coût net du risque en 2021. Les dotations aux provisions sur les créances constatées en 2021, se sont dépréciées de 5,1% à 1 milliard de dinars, mais demeurent à un palier historiquement élevé. Ce constat est en lien avec l'impact de l'entrée en vigueur des circulaires n°2021-01 et n°2022-02 relatives aux provisions collectives, ainsi qu'une persistance anticipée des

impayés et des entrées en défaut impactée par la crise sanitaire de la Covid-19.

■ En 2021, le secteur coté a constaté des provisions collectives additionnelles de 161MDt (contre 274,5MDt en 2020) pour couvrir les risques latents sur les engagements courants et les engagements nécessitant un suivi particulier au sens de la circulaire de la BCT n°91-24.

■ L'instauration du moratoire d'échéances** par la BCT depuis 2020 qui masque les défauts de paiement des entreprises et l'exigence supplémentaire de provisionnement au titre des provisions collectives expliquent la résistance manifestée par les banques cotées au niveau de leur qualité du portefeuille, et ce malgré une activité de distribution du crédit qui a été au ralenti en 2021.

■ En 2021, les banques publiques se positionnent moins favorablement par rapport à leurs consoeurs privées à la fois

au rayon du taux des créances classées et du taux de couverture (voir tableau ci-dessus).

■ L'UBCI continue à montrer l'exemple en matière de qualité du portefeuille avec un taux des créances classées inférieur à 7% et un taux de couverture inégalé au-dessus de 80%. Elle confirme sa capacité à maîtriser ses risques.

■ La BIAT et Attijari Bank continuent à récolter les fruits de leur politiques de crédit rigoureuse avec les taux de créances classées les plus faibles du secteur et des taux de couverture proches du seuil recommandé par la BCT.

■ La BT a réussi sensiblement à améliorer sa qualité d'actifs sur l'année 2021. Le taux des

politique de crédit plus prudente qui a été instaurée conformément à leur plan de transformation. Le portefeuille des crédits des banques étatiques est désormais, en moyenne, mieux provisionné que les années passées. Malgré tous les efforts d'assainissement des bilans consentis, la qualité du portefeuille de la BNA demeure la plus fragile du secteur public (un taux de créances classées de 17,1% couvertes à hauteur de 64%).

■ L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits produits sur les dernières années (4,2 milliards de dinars distribués sur la période 2018-2021) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède, que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture. Toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de

Chiffres de 2021	Secteur public*	Secteur privé*
Taux des créances classées moyens estimés	15,6%	8,4%
Taux de couverture moyens estimés des créances classées par les provisions et les agios réservés	69,2%	72,5%

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

créances classées a régressé de 1,6 point de pourcentage à 8% et le taux de couverture des créances classées a augmenté d'une manière significative (+12,5 points de pourcentage) ressortant à 74,1%. Durant l'AGO du 27 Avril 2022, le management de la banque a signalé la volonté de la BT d'atteindre un taux des créances classées de 7% et un taux de couverture de 85% au terme des cinq prochaines années, et ce en vue de se conformer aux dispositions de la circulaire BCT n°2022-01 du 1^{er} Mars 2022 portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes. La baisse notable du coût du risque a aussi été l'évènement marquant de l'année 2021 pour la BT. Profitant d'une opération de reprise sur provisions de 100MDt sur Carthage Cement, l'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances a décroché de 81,7% à 13,7MDt; un niveau historiquement bas pour la banque. La baisse importante du coût du risque est un constat d'autant plus à saluer au vu de la dégradation du climat des affaires et des dégâts de la crise de la Covid-19. Elle confirme la pertinence de la stratégie de

développement de la BT qui a de tout temps joué la carte de la prudence, privilégiant la qualité aux volumes.

■ Nonobstant un environnement opérationnel ardu marqué par le grippage de l'activité économique et la détérioration de la qualité des créanciers, Amen Bank a affiché une amélioration de sa qualité du portefeuille. Le taux des créances classées s'est plié de 1,2% à 13,5% mais demeure le niveau le plus élevé du secteur privé. Quant au taux de couverture, il a signé une avancée de 4,1% à 71,2%. Les bienfaits de la stratégie de rationalisation des octrois de crédit suivie sur les dernières années sont perceptibles au niveau de la structure des engagements de la banque. Amen Bank continue à faire pression à la baisse sur son exposition aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière. Ces dernières ressortent respectivement à 7% et à 8,4% en 2021 contre 9,5% et 14,8% cinq années plus tôt.

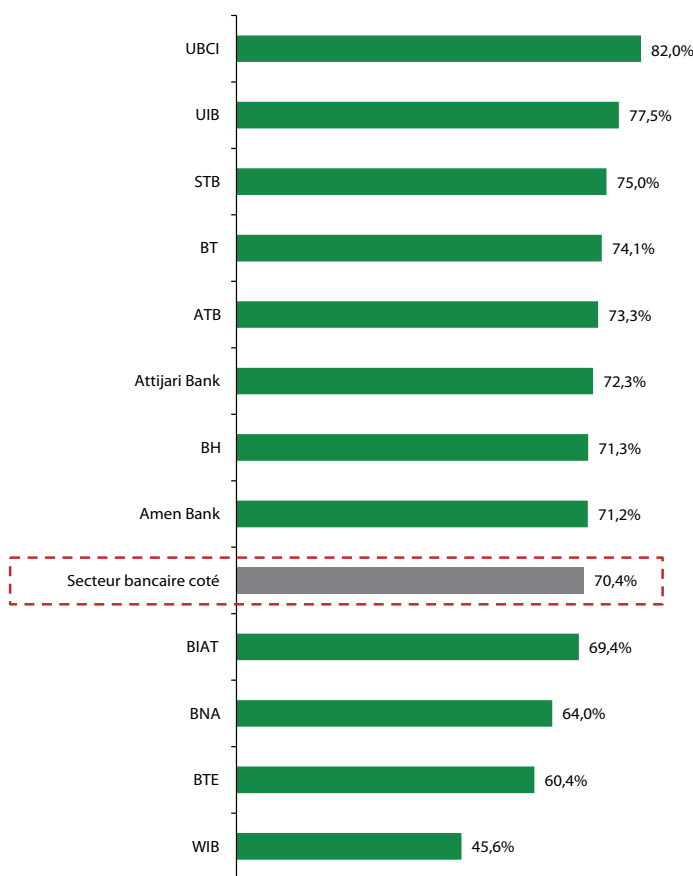
■ Les banques publiques continuent à tirer profit des efforts de nettoyage du bilan, du démarrage depuis 2018 du traitement transactionnel des créances classées et de la nouvelle

Taux de créances classées par banque (en 2021)





Taux de couverture des créances classées par banque (en 2021)



2,8 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins une année de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de couverture de 70%.

■ Sur le premier semestre de l'année en cours, nos banques cotées ont enregistré une baisse de leur coût net du risque de 9,2% à 391,5MDt*. Mais ce chiffre ne nous donne qu'une vision partielle du montant des provisions sur les créances que le secteur devrait constater en 2022 car il est déterminé en fin d'exercice par l'autorité monétaire. Le coût du

risque de l'année 2022 dépend aussi du montant des dotations aux provisions collectives** à constater conformément à la circulaire BCT n°91-24 du 17 Décembre 1991 modifiée par la circulaire 2012-20 du 6 Décembre 2012 telle que modifiée par la circulaire 2021-01 du 11 Janvier 2021 et par la circulaire 2022-02 du 4 Mars 2022 dont les dispositions sont applicables à l'exercice 2021 et les exercices ultérieurs.

■ La nouvelle circulaire BCT n°2022-01 du 1er Mars 2022 portant sur la prévention et la résolution

des créances non performantes, constitue une véritable révolution dans la gestion des créances classées du secteur; un dossier lourd qui traîne depuis des années et qui a longtemps freiné son essor, son développement et son accès à des nouvelles ressources de financement. L'objectif de cette circulaire est de réduire le montant des créances classées à un niveau économiquement raisonnable dans un horizon de 5 ans et amener les banques à gérer proactivement leurs créances durant tout leur cycle de vie allant de l'octroi à la résolution.

■ D'après la circulaire de la BCT, les établissements, dont la part des engagements bruts non performants dans le total des engagements sur base individuelle est supérieure ou égale à 7%, doivent élaborer une stratégie écrite de résolution des créances non performantes visant à réduire ces créances en termes de volume, de nombre et d'ancienneté pour atteindre une part inférieure à 7% et ce, dans un horizon raisonnable ne dépassant pas dans tous les cas 5 ans à partir de l'année 2022.

■ Pour les établissements qui présentent une part des engagements bruts non performants supérieure ou égale à 10% compte tenu des engagements cédés à leurs filiales de recouvrement, la stratégie de résolution des créances non performantes susvisée doit permettre de ramener cette part à un niveau inférieur à 10% dans un horizon raisonnable ne dépassant pas dans tous les cas 5 ans à partir de l'année 2022.

■ L'application de cette circulaire devrait inciter les banques à intensifier les efforts d'assainissement du bilan et à

renforcer la culture et les processus de gestion des risques. Ce faisant, nous anticipons une poursuite de l'amélioration de la qualité d'actifs du secteur dans les prochaines années.

6) La rentabilité

■ 2021 a été l'année du retour à la croissance profitable par excellence pour le secteur bancaire après une année 2020 éprouvante. La masse bénéficiaire du secteur s'est engraisée de 21,3% à 1,2 milliard de dinars, sans pour autant retrouver ses niveaux d'avant Covid. En dépit de la dégradation circonstancielle de la productivité, la rentabilité du secteur a profité d'une accalmie au niveau des provisions (une baisse des dotations aux provisions (-4,1% à 1,1 milliard de dinars). Sur douze banques cotées, seulement deux banques ont affiché des évolutions négatives de leurs profits. Il s'agit de l'UBCI (-10,7% à 37,6MDt au niveau des bénéfices nets individuels) et de la BIAT (-5,3% à 266,8MDt au niveau des bénéfices nets individuels). Ces deux banques ont essentiellement pâti de la forte progression des frais généraux. En sus de cette tendance, le leader du secteur bancaire, la BIAT, a accusé une flambée ponctuelle de son coût du risque (+42,6% à 190,8MDt). Un phénomène sans surprise en raison de la dégradation du climat des affaires qui a ponctué la crise de la Covid-19. Il est à noter que les provisions sur les créances tiennent compte de l'augmentation des provisions collectives de 61,3% à 48,7MDt et de la flambée des provisions pour risques et charges à 44,6MDt, à fin 2021, contre 9,3MDt, à fin 2020.

«2021 a été l'année du retour à la croissance profitable par excellence pour le secteur bancaire»

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

ROE part du groupe par banque* (2021 et 2022e)



Ce montant englobe la dotation de l'indemnité de départ à la retraite estimée à fin 2021 selon la méthode actuarielle en retenant les paramètres de calcul modifiés issus de l'accord de place signé le 26 Juillet 2021 et ce, pour 30MDt.

■ Seulement deux banques de la cote ont réussi à surperformer leurs résultats nets d'avant Covid. Il s'agit de la **BNA** (+59,5% à 163,1MDt) et de la **BT** (+57,8% à 161,4MDt).

■ Il est à noter que les bénéfices nets du secteur auraient été légèrement plus élevés n'eussent été la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat (de 15,1MDt) et les dons au profit de l'Etat (de 115MDt).

«En 2021, seulement deux banques de la cote ont réussi à surperformer leurs résultats nets d'avant Covid. Il s'agit de la BNA et de la BT»

Chiffres en MDt	Résultat net individuel					Résultat net part du groupe				
	2020	2021	Variation 2020-2021	2022e	Variation 2021-2022e	2020	2021	Variation 2020-2021	2022e	Variation 2021-2022e
Amen Bank	99,7	129,7	+30,1%	158,6	+22,3%	98,4	136,1	+38,3%	153,2	+12,5%
ATB	8,2	-68,5	-	-10,9	-	12,5	-61,4	-	-2,2	-
Attijari Bank	131,7	160,0	+21,5%	196,2	+22,6%	140,1	166,3	+18,8%	203,7	+22,5%
BH	72,9	134,7	+84,7%	162,1	+20,3%	73,1	137,8	+88,6%	165,4	+20,0%
BIAT	281,8	266,8	-5,3%	418,3	+56,8%	277,5	283,4	+2,1%	427,2	+50,7%
BNA	102,3	163,1	+59,5%	207,7	+27,3%	107,6	173,4	+61,1%	216,3	+24,8%
BT	102,3	161,4	+57,8%	161,3	+0,0%	94,4	152,1	+61,1%	152,7	+0,4%
BTE	-17,2	-31,7	-	-40,4	-	-18,3	-32,4	-	-41,1	-
STB	72,2	115,5	+60,0%	96,6	-16,4%	68,4	128,5	+87,9%	110,4	-14,1%
UBCI	42,1	37,6	-10,7%	44,2	+17,5%	42,5	30,5	-28,1%	37,5	+22,9%
UIB	61,6	81,4	+32,0%	135,3	+66,3%	65,2	82,8	+27,0%	136,8	+65,3%
WIB	-8,3	1,8	-	0,2	-	-8,2	1,8	-	0,3	-86,1%
Secteur bancaire coté	949,3	1 151,9	+21,3%	1 529,2	+32,8%	953,1	1 199,0	+25,8%	1 560,2	+30,1%
Secteur public**	247,4	413,3	+67,1%	466,3	+12,8%	249,1	439,7	+76,5%	492,1	+11,9%
Secteur privé**	719,1	770,2	+7,1%	1 103,2	+43,2%	722,3	791,7	+9,6%	1 109,2	+40,1%

* Hormis **ATB** et **BTE** dont le ROE est négatif en 2021 et en 2022 (selon nos estimations).

** Hors **BTE** car elle est considérée comme une banque mixte.



■ Outre la bonne orientation des résultats nets des sociétés mères, les bénéfices nets part du groupe ont été tirés vers le haut par les bonnes performances des filiales dont l'activité a commencé à se rétablir des répercussions de la crise de la Covid-19. Le résultat net part du groupe agrégé du secteur coté a augmenté à un rythme plus soutenu que celui des bénéfices individuels (+25,8%) à 1,2 milliard de dinars. En 2021, le ROE consolidé du secteur s'est, pour sa part, apprécié de 3,5 points de pourcentage pour se situer à 14,4%.

■ **Attijari Bank** et la **BIAT** restent les références du secteur en termes de rentabilité. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité, de rigueur et de discipline prudentielle leurs valent d'afficher un ROE respectif de 22,1% et de 17,8%.

■ La **BT** s'est maintenue sur la troisième marche du podium en termes de rentabilité financière avec un ROE de 17,4%, en progression de 6,6 points de pourcentage comparativement à l'année 2020.

■ La **STB** et la **BH** ont significativement amélioré leur classement en termes de rentabilité des capitaux propres, profitant de

hausse carabinée des résultats nets part du groupe; les plus élevées à l'échelle du secteur (+87,9% à 128,5MDt et +88,6% à 137,8MDt, respectivement).

■ Malgré son retour aux bénéfices (un bénéfice net de 1,8MDt) après avoir passé par une longue phase de transition organisationnelle et commerciale, **Wifack International Bank** reste à la traîne du secteur en termes de ROE (un ROE de 1,3% à fin 2021). Pour développer la **Bancatakaful**, **WIB** s'est offert, en 2022, la compagnie d'assurance **At-Takafulia** pour plus de 15 millions de dinars, devenant l'actionnaire majoritaire de la compagnie d'assurances à hauteur de 96%. Ce rapprochement entre la banque islamique et l'assurance **Takaful** en quête d'expansion ne fera que renforcer le positionnement d'une niche de services financiers islamique basés sur la plateforme commerciale des services et produits dans le but d'élargir l'offre existante et de répondre aux besoins des clients.

«Attijari Bank et la BIAT restent les références du secteur en termes de rentabilité financière»

■ L'année 2022 s'annonce de bon augure pour le secteur bancaire du côté de la rentabilité. Les banques de la cote devraient enregistrer

une croissance soutenue de leurs résultats nets, bénéficiant d'une hausse prononcée du PNB, d'une meilleure «digestion» des frais généraux et d'une accalmie relative au niveau du coût du risque telle que pressentie dans les états financiers de la première moitié de l'année en cours. En effet, au terme du premier semestre 2022, nos banques ont enregistré une hausse remarquable au niveau de leur capacité bénéficiaire. Le bénéfice net agrégé du secteur s'est envolé de 48,5% à 738,4MDt*. Sur l'année pleine 2022, nous prévoyons la réalisation d'une croissance de 32,8% à 1,5 milliard de dinars au niveau de la masse bénéficiaire du secteur. Le résultat net part du groupe agrégé du secteur devrait, à notre sens, s'établir à 1,6 milliard de dinars, en hausse de 30,1%, comparativement à l'année 2021. Selon nos estimations, également, le ROE consolidé moyen du secteur devrait ressortir à 13,6%.

7) La solvabilité

■ Le secteur bancaire a affiché une amélioration générale de sa solvabilité en 2021. En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables:

- Le renforcement de la capacité bénéficiaire,
- Les conditions de distribution des dividendes au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et

2020, imposées par la Banque Centrale pour renforcer la capacité de résilience du système bancaire face à la crise de la Covid-19**,

- Le ralentissement substantiel des octrois de crédits impliquant une décélération des actifs pondérés par les risques,

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

- Le renforcement des ressources stables du secteur en raison de la réalisation d'une augmentation de capital pour l'ATB portant sur une levée de 70MDt et de sept émissions obligataires subordonnées pour une enveloppe globale de 472,1MDt (dont 262MDt émis sans appel public à l'épargne).

■ La consolidation de l'assise financière du secteur est, également, attestée par le ratio du levier financier (fonds propres/total actifs) qui a marqué, en 2021, une pause à 10,2%.

■ Le renforcement de la solvabilité affiché sur les dernières années a valu au secteur de confirmer son retour aux dividendes au titre de l'exercice 2021 et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la note BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022***.

* Ne tenant pas compte de la STB qui n'a pas encore publié ses états financiers au 30 Juin 2022 à la date de rédaction de la présente étude.

** La BCT a publié le 19 Mars 2021 une note aux banques et aux établissements financiers (la note n°2021-08). Les banques et les établissements financiers peuvent distribuer des dividendes sur les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 à condition que leurs ratios de solvabilité et de Tier 1, après déduction du montant des dividendes à verser, dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5% au moins. Il est à préciser que le montant des dividendes à verser ne peut dépasser 35% des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020.

*** Considérant que les banques et les établissements financiers doivent adopter des politiques de distribution de dividendes suffisamment prudentes et adaptées au contexte national et international permettant de maintenir des niveaux de fonds propres supérieurs aux minimums réglementaires en vigueur pour couvrir les pertes inattendues en rapport avec :

i/ la persistance d'un niveau d'incertitude élevé quant à l'étendue de l'impact de la pandémie de la Covid-19 sur le secteur réel et le secteur bancaire en particulier ;

ii/ les effets négatifs de la crise sanitaire qui ne se sont pas encore totalement matérialisés ; et

iii/ les retombées éventuelles de la crise russo-ukrainienne sur les équilibres économiques et financiers de la Tunisie.

Et considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards baïso et des normes IFRS, l'autorité monétaire définit les conditions suivantes pour la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 pour les banques et les établissements financiers :

1) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 de 2021 après distribution de dividendes est supérieur à 10,5% (minimum réglementaire de 7% plus une marge de sécurité de 3,5%) : il n'y a pas de limite de distribution des dividendes,

2) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité de 2021 après distribution de dividendes est respectivement supérieur à 9,5% (minimum réglementaire de 7% plus une marge de sécurité de 2,5% tout en étant inférieur à 10,5%) et à 12,5% (minimum réglementaire de 10% plus une marge de sécurité de 2,5%) : ils peuvent distribuer des dividendes dans la limite de 35% des bénéfices de l'exercice,

3) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 et/ou le ratio de solvabilité de 2021 après distribution de dividendes est respectivement inférieur ou égal à 9,5% et à 12,5% : ils ne peuvent pas distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2021.



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

■ En 2021, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe de dividendes de 551MDt, soit un payout moyen appréciable de 47,8%.

■ En 2021, toutes les banques cotées affichent un ratio de solvabilité globale supérieur à l'exigence réglementaire de 10%.

■ Notons que pour l'ensemble du secteur bancaire (coté et non coté), le ratio de solvabilité globale et de celui du Tier1 se sont accrus, en 2021, pour se situer à 13,6% et 10,6% contre 12,9% et 10,1% à fin 2020.

■ L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 (pour un montant de 338MDt dont une levée de 168MDt) et le renforcement de la capacité bénéficiaire dû à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et aux plus-values juteuses sur la cession de la participation dans la SFBT (des plus-values de 319,1MDt réalisées sur la période 2015-2019) ont sensiblement consolidé la solvabilité de la **BNA**. Les ratios de solvabilité globale et Tier 1 ressortent, en 2021, respectivement à 19,9% et à 15,9%, soit des niveaux inimitables sur le marché et historiquement élevés pour la banque, qui correspondent approximativement au double de l'exigence réglementaire. La **BNA** dispose, ainsi, d'une bonne marge de manoeuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête des parts de marché dans les prochaines années.

■ Vu le renforcement de la capacité bénéficiaire, le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques, le ratio de solvabilité globale de la **BT** a atteint, en 2021, un niveau de 17,1%, contre 15,8%, à fin 2020. La banque dispose, ainsi d'une marge considérable par rapport au minimum réglementaire de 10%, et pour revigorer sa politique commerciale dans les prochaines

Ratio de solvabilité globale	2020	2021	Variation
BNA	19,8%	19,9%	≈
BT	15,8%	17,1%	▲
Amen Bank	16,4%	16,6%	≈
WIB	21,1%	15,3%	▼
BIAT	13,3%	14,2%	▲
BH	11,8%	14,1%	▲
STB	12,5%	13,3%	▲
UBCI	12,7%	12,9%	≈
UIB	12,6%	12,8%	≈
Attijari Bank	13,2%	12,5%	▼
ATB	12,5%	12,3%	≈
BTE	11,5%	11,1%	▼

années. Le management de la banque a affirmé, à cet effet, que la **BT** n'affiche pas pour le moment des besoins en fonds propres et que son ratio de solvabilité Tier 1 après distribution des dividendes de l'exercice 2021 s'établit à 16% (contre un minimum réglementaire de 7%).

■ Les résultats de 2021 et la politique prudente de sélection des risques se sont fait ressentir sur la solvabilité de **Amen Bank** qui reste dans les standards les plus élevés du secteur coté. Le

ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité globale se sont respectivement établis à 12% et à 16,6% à fin 2021 contre des minima réglementaires de 7% et de 10%.

■ Les niveaux de solvabilité confortables ont permis à **Amen Bank** de se conformer aux dispositions de la note BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022, régissant la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 par les banques et les établissements financiers et de distribuer un dividende par action de 1,450Dt au titre de

l'exercice 2021 (soit un payout de 29,6%).

■ Nonobstant la baisse de la rentabilité au niveau des comptes individuels, la **BIAT** a pu consolider ses niveaux de solvabilité. Le ratio de solvabilité globale et Tier 1 ont respectivement augmenté d'un point de pourcentage à 14,2% et de 0,4 point de pourcentage à 10,6%, se maintenant ainsi bien au-delà des minima réglementaires. La **BIAT** affiche des excédents en fonds propres confortables conférant ainsi à la banque une capacité supplémentaire de développement et une meilleure résilience. L'assise financière robuste de la banque reflétée au niveau de ses ratios de solvabilité confortables a permis au leader du secteur de se conformer aux dispositions de la note aux banques et aux établissements financiers n°2022-11 du 25 Mars 2022 tout en distribuant un dividende alléchant de 5,200Dt par action au titre de l'exercice 2021 (soit un payout attrayant de 69,6%), contre un montant 5,000Dt, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020.

Chiffres individuels en MDt	Fonds propres avant affectation			Lever financier (Fonds propres/ Total actifs)		
	2020	2021	Variation	2020	2021	Variation
Amen Bank	1 114,0	1 186,2	+6,5%	12,1%	12,4%	≈
ATB	554,0	555,5	+0,3%	7,5%	7,3%	≈
Attijari Bank	852,1	902,3	+5,9%	8,8%	8,8%	≈
BH	1 054,6	1 161,4	+10,1%	8,6%	9,4%	▲
BIAT	1 753,9	1 842,8	+5,1%	9,8%	9,6%	≈
BNA	1 626,2	1 758,4	+8,1%	11,3%	10,4%	▼
BT	1 020,7	1 103,3	+8,1%	16,2%	16,6%	▲
BTE	119,9	88,2	-26,4%	10,0%	6,9%	▼
STB	1 100,1	1 215,3	+10,5%	9,0%	9,0%	≈
UBCI	429,6	447,2	+4,1%	12,4%	11,3%	▼
UIB	685,2	742,5	+8,4%	10,6%	11,0%	≈
WIB	165,2	154,9	-6,2%	20,0%	15,6%	▼
Secteur bancaire coté	10 475,3	11 158,0	+6,5%	10,3%	10,2%	≈
Dont secteur public*	3 780,9	4 135,1	+9,4%	9,7%	9,7%	≈
Dont secteur privé*	6 574,6	6 934,7	+5,5%	10,7%	10,7%	≈

* Hors **BTE** car elle est considérée comme une banque mixte.

«La BIAT affiche des excédents en fonds propres confortables, conférant ainsi à la banque une meilleure résilience»



	Dividendes distribués, en 2021, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020		Payout moyen (2019-2020)	Dividendes distribués au titre de l'exercice 2021		Payout (2021)
	En MDt	Dividende par action en Dt		En MDt	Dividende par action en Dt	
Amen Bank	56,9	2,150	23,3%	38,4	1,450	29,6%
ATB	-	-	0,0%	-	-	0,0%
Attijari Bank	110,0	2,700	36,0%	128,3	3,150	80,2%
BH	28,6	0,600	13,3%	45,2	0,950	33,6%
BIAT	178,5	5,000	29,0%	185,6	5,200	69,6%
BNA	32,0	0,500	14,2%	51,2	0,800	31,4%
BT	78,8	0,350	33,1%	63,0	0,280	39,0%
BTE	-	-	0,0%	-	-	0,0%
STB	-	-	0,0%	-	-	0,0%
UBCI	20,0	1,000	20,1%	15,0	0,750	39,9%
UIB	25,6	0,700	14,3%	24,2	0,700	29,7%
WIB	-	-	0,0%	-	-	0,0%
Secteur bancaire coté	530,3	-	22,8%	551,0	-	47,8%
Secteur public*	60,6	-	9,0%	96,4	-	23,3%
Secteur privé*	469,8	-	28,2%	454,6	-	59,0%

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

■ Malgré la baisse de son ratio de solvabilité globale de 0,7 point de pourcentage à 12,5%, **Attijari Bank** continue à afficher une politique de distribution en dividende attractive avec le payout le plus élevé à l'échelle du secteur (de 80,2% à fin 2021).

■ En dépit de lourdes pertes de 68,5MDt subies en 2021 en raison de la flambée des provisions (des provisions qui ont plus que doublé à 144,2MDt), l'**ATB** a tant bien que mal réussi à préserver sa solvabilité. En effet, l'injection de fonds propres de 70MDt réservée à l'actionnaire de référence, l'Arab Bank, a valu à la banque d'éponger son déficit et d'atteindre un ratio de solvabilité globale de 12,3% à fin 2021.

■ En 2022, nous nous attendons à ce que les banques maintiennent leur solvabilité à ses niveaux de 2021 et ce pour deux principales raisons:

- La solide croissance bénéficiaire attendue en 2022,

- La poursuite du retour de l'épargne vers le marché obligataire et la reprise de la demande pour le papier frais sur le marché obligataire en matière d'émissions de dette subordonnée. Rappelons que depuis le début de l'année en cours, les banques ont réalisé trois émissions obligataires subordonnées (dont deux émissions sans recours à l'appel public à l'épargne, portant sur une enveloppe de 260MDt).

■ Par ailleurs, pour renforcer la capacité de résilience des banques face au ralentissement économique que traverse la Tunisie, et considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS, nous n'écartons pas la possibilité que l'autorité monétaire pourrait imposer de nouvelles restrictions sur la distribution des dividendes du secteur au titre de l'exercice 2022.

II - Modèle de Scoring

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

1) La dynamique commerciale

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

■ Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

- La part de marché «dépôts» à fin Décembre 2021,

- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2020-2021,

- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2021.

2) Le Produit Net Bancaire (2021)

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

- L'exposition à la marge d'intérêt,

- Le coût moyen apparent des ressources,

- Le spread d'intérêt moyen apparent,

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

■ Nous préférons, également, les banques avec la plus forte exposition aux commissions; un levier de croissance «sans risque» indispensable pour les banques en cette période de ralentissement économique.

3) La productivité (2021)

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

4) La qualité du portefeuille (2021)

■ Elle est évaluée par le taux des créances classées et le taux de couverture de ces créances par les provisions et agios réservés.

5) La rentabilité des fonds propres (estimations de 2022)

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

6) La solvabilité (2021)

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

7) Le ratio du levier (2021)

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

■ Le numérateur du ratio est constitué par les fonds propres nets. Son dénominateur est le total des actifs.

8) Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2022)

■ Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividendes. Pour neutraliser l'impact de la politique de provisionnement sur les fonds

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

propres et remettre les banques sur le même pied d'égalité au niveau de la couverture des créances classées par les provisions, nous avons déterminé un P/B ajusté. Ce dernier se base sur des fonds propres retraités qui sont calculés par référence à un taux de couverture uniforme de 70% pour tout le secteur. Les retraitements incluent, de surcroît, la dotation de l'Etat à la STB (117MDt).

9) La liquidité boursière (sur la période 2021-Septembre 2022)

■ Elle est jaugée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le flottant du capital social). Nous ne tenons par en compte, dans le calcul de ce ratio, des opérations portant sur les participations stratégiques comme c'est le cas pour l'UBCI (en 2021) et pour la WIB (en 2022).

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31 Décembre 2021 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Arbitrage Activité du crédit/Activité du placement (Encours de crédits / Stok de Bons d'Etat)	Produit Net Bancaire										
	Part de marché dépôts		Croissance moyenne des crédits sur la période 2020-2021		Ratio de transformation réglementaire			Exposition à la marge d'intérêt		Coût moyen apparent des ressources		Spread d'intérêt moyen apparent		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts		Capacité génératrice de commissions : part des commissions dans le PNB		
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang		Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur
1) BIAT	20,7%	1	8,1%	4	85,0%	1	5,4	9	46,5%	9	3,2%	2	4,3%	5	49,1%	2	21,7%	7
2) UIB	6,9%	8	4,0%	9	113,5%	6	25,1	2	56,9%	5	4,2%	4	4,0%	7	29,2%	10	31,8%	2
3) ATTIJARI BANK	10,9%	4	5,4%	6	NC	9	6,7	7	48,9%	8	3,3%	3	5,1%	2	47,6%	3	22,4%	6
4) BT	5,9%	9	5,2%	7	107,8%	5	7,0	6	57,9%	2	4,3%	5	4,4%	4	31,5%	8	17,5%	12
5) UBCI	3,9%	10	-0,5%	12	103,0%	4	NC	12	57,6%	3	2,8%	1	5,6%	1	58,0%	1	20,6%	8
6) BH BANK	9,9%	5	0,6%	11	115,9%	7	7,7	5	56,9%	4	4,4%	7	3,6%	10	34,6%	6	18,3%	11
7) BNA	12,6%	2	10,9%	2	NC	9	5,7	8	55,7%	7	5,3%	11	4,1%	6	29,3%	9	18,4%	10
8) AMEN BANK	8,1%	6	4,4%	8	100,1%	3	5,0	11	36,0%	12	5,1%	10	3,8%	9	28,9%	12	25,6%	4
9) WIB	0,8%	12	22,6%	1	94,0%	2	n.s*	1	66,8%	1	4,7%	9	4,5%	3	39,8%	4	28,4%	3
10) STB	11,6%	3	10,4%	3	119,8%	8	12,0	3	55,7%	6	4,4%	8	4,0%	8	28,9%	11	19,3%	9
11) ATB	7,5%	7	3,4%	10	NC	9	5,3	10	39,6%	11	4,4%	6	2,9%	12	34,7%	5	25,3%	5
12) BTE	1,1%	11	7,1%	5	NC	9	10,6	4	40,4%	10	5,5%	12	3,2%	11	33,6%	7	40,3%	1
Moyenne sectorielle	-	-	6,2%	-	-	-	7,2	-	51,3%	-	4,4%	-	3,9%	-	37,6%	-	21,9%	-

* Non significatif.



Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31 Décembre 2021 (sauf indication contraire)	Productivité				Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2022e		Ratio de solvabilité globale		Ratio du levier		Ratios de valorisation						Liquidité boursière: Taux de rotation sur la période 2021-T3 2022		Score final
	Coefficient d'exploitation		Ratio commissions /masse salariale		Taux des créances classées		Taux de couverture								P/B ajusté 2022e*		P/E 2022e*		Dividend yield 2022e*				
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	
1) BIAT	44,3%	6	92,3%	1	5,5%	1	69,4%	9	20,2%	1	14,2%	5	9,6%	7	1,4	10	7,0	6	6,2%	4	19,5%	8	162
2) UIB	53,9%	8	79,9%	3	8,1%	5	77,5%	2	15,3%	3	12,8%	9	11,0%	5	0,8	7	5,0	4	3,4%	7	82,8%	2	152
3) ATTIJARI BANK	53,1%	7	62,1%	9	6,0%	2	72,3%	6	20,0%	2	12,5%	10	8,8%	10	1,5	12	7,5	7	8,1%	2	61,4%	4	147
4) BT	35,5%	1	71,4%	5	8,0%	4	74,1%	4	13,2%	4	17,1%	2	16,6%	1	1,3	9	9,8	8	4,9%	6	9,3%	11	141
5) UBCI	76,8%	11	40,5%	12	6,6%	3	82,0%	1	7,8%	9	12,9%	8	11,3%	4	0,9	8	11,4	9	3,4%	8	13,3%	10	135
6) BH	39,2%	2	69,3%	7	15,9%	10	71,3%	7	12,7%	5	14,1%	6	9,4%	8	0,5	5	4,3	3	6,4%	3	82,0%	3	133
7) BNA	41,1%	4	60,1%	11	17,1%	11	64,0%	10	11,2%	7	19,9%	1	10,4%	6	0,3	2	2,4	1	9,6%	1	34,7%	5	126
8) AMEN BANK	40,7%	3	89,1%	2	13,5%	8	71,2%	8	11,3%	6	16,6%	3	12,4%	3	0,5	4	4,2	2	5,9%	5	13,6%	9	124
9) WIB	75,3%	10	60,5%	10	8,5%	6	45,6%	12	0,0%	10	15,3%	4	15,6%	2	1,4	11	n.s**	10	0,0%	10	152,5%	1	122
10) STB	43,4%	5	70,0%	6	13,5%	9	75,0%	3	7,9%	8	13,3%	7	9,0%	9	0,5	3	5,6	5	0,0%	10	25,3%	7	120
11) ATB	70,8%	9	63,4%	8	12,1%	7	73,3%	5	Négatif	11	12,3%	11	7,3%	11	0,7	6	n.s**	12	0,0%	10	26,6%	6	84
12) BTE	83,1%	12	71,5%	4	18,9%	12	60,4%	11	Négatif	12	11,1%	12	6,9%	12	0,2	1	n.s**	11	0,0%	10	8,2%	12	74
Moyenne sectorielle	47,5%	-	70,4%	-	11,5%	-	70,4%	-	13,6%	-	-	-	10,2%	-	0,8	-	6,2	-	5,5%	-	20,5%	-	127

* Données au 30 Septembre 2022.

** Non significatif.

III - Valorisation et Opinions de Tunisie Valeurs

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

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

plus à même de résister aux retentissements de la crise, à un éventuel assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre réglementaire. Ces banques sont aussi les plus outillées pour la transition vers les normes de Bâle III et la migration vers les normes IFRS. Avec des fondamentaux qui se distinguent nettement de la concurrence, BIAT, UIB et Attijari Bank devraient continuer à profiter d'un mouvement de «*Flight To Quality*».

2) **Les bonnes valeurs** : Les banques qui affichent des leviers de rentabilité partiellement exploités et des valorisations qui reflètent leur fondamentaux actuels et les risques conjoncturels à court terme. Cette catégorie de banques inclut la BT, l'UBCI et la BH.

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

compte tenu de leur valorisation abordable.

4) **Les valeurs à alléger** : Les banques qui présentent un profil de risque plus élevé que la concurrence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs. Cette catégorie de valeurs regroupe les actions WIB, STB, ATB et BTE.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Dividend Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
--------	--------------------------	------------	-------------------	-----------------------	-------------------	---------------------------	------------------------	----------------

						<ul style="list-style-type: none"> - Une capacité inégalée à collecter les ressources «bon marché» qui vaut à la banque d'afficher un coût des ressources et un spread d'intérêt parmi les plus appréciables du secteur. - Une position dominante qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes. - Une bonne diversification du portefeuille de crédits avec une faible présence sur le secteur du tourisme (moins de 5% des engagements). - Le portefeuille de créances le plus sain du secteur avec un taux des créances classées le plus faible à l'échelle du secteur. - Avec une marge de flexibilité de 35 points de pourcentage au niveau du ratio de transformation, par rapport à l'exigence réglementaire (de 120%), la BIAT pourrait facilement réviser sa croissance sur les crédits dans les prochaines années. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'attritage du premier semestre de l'année 2022 de la BIAT nous réconforte une fois de plus sur la solidité de la première banque de la place. L'activité intrinsèque continue à surperformer le secteur et prouve sa capacité de résilience face à un environnement opérationnel ardu. La banque semble, par ailleurs, tenir ses promesses faites en marge de sa dernière émission obligataire subordonnée (clôturée en Mai dernier pour une enveloppe de 200MDt), affichant des résultats qui surperforment le budget. - Le leadership de la banque sur les dépôts à vue, sa marge de manœuvre confortable sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation réglementaire sont les armes de la BIAT face aux contraintes de la crise actuelle qui secouent la sphère économique et financière. - Deuxième plus grande capitalisation du marché actions après la SFBT, la BIAT n'a que faiblement réagi, en bourse, aux nouvelles conditions édictées par la BCT relatives à la distribution des dividendes et imposées aux banques et aux établissements financiers au titre de l'exercice 2021. Et pour cause, la banque n°1 en Tunisie jouit d'une assise financière solide lui permettant de distribuer un dividende alléchant de 5,200Dt par action au titre de l'exercice 2021 (en hausse de 4% par rapport au dividende versé au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020), soit un payout exceptionnel de 69,6%. Malgré son parcours, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation tentants qui intègrent les surcoûts de la crise et sous-estiment les qualités fondamentales de la banque en termes de résilience du business model face aux chocs externes. - La crise de la Covid-19, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement du chantier de la migration vers les normes IFRS, devraient générer un mouvement de «Flight To Quality» qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental comme la BIAT. - Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur. 	
BIAT	2 980	7,0	1,4	6,2%	+49,8%	<ul style="list-style-type: none"> - Un taux de couverture des créances classées (de 69,4%, à fin 2021) inférieur au seuil recommandé par la BCT. Cependant, vu le niveau maîtrise du taux des créances classées, les efforts de provisionnement supplémentaires à consentir par la banque pour renouer avec le taux de couverture de 70% devraient être limités dans le temps. 		

						<ul style="list-style-type: none"> - Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un actionariat stable. - Une dynamique commerciale confirmée et une forte capacité génératrice de commissions avec la 2^{ème} plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (de 31,8% à fin 2022 contre une contribution moyenne de 21,9% pour l'ensemble du secteur coté). - Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt et un coût des ressources parmi les plus faibles du secteur : meilleure posture pour profiter du contexte de taux haussiers. - Une diversification saine du portefeuille de crédits : l'agriculture le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours des crédits de la banque (3,1% des engagements, en 2021). - Une bonne qualité d'actifs, parmi les plus saines du secteur et une productivité historiquement en ligne avec le secteur privé. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'UIB a publié au titre du premier semestre de l'année en cours des résultats d'excellente facture, alliant croissance et rentabilité. Le bilan de la première moitié de 2022 a profité d'une activité d'exploitation qui poursuit sur sa lancée positive et d'une baisse du coût du risque, malgré le contexte économique morne et la dégradation du climat des affaires. - La filiale du Groupe Société Générale a pris option pour s'appuyer sur l'expertise de deux cabinets de conseil pour la construction de son plan stratégique et de sa feuille de route 2022-2025. Une feuille de route qui devrait s'articuler autour des axes suivants: la relation client, l'efficacité opérationnelle et la solidité du bilan. Le management demeure confiant dans la capacité de la banque à atteindre de nouveaux paliers de rentabilité et à consolider son positionnement concurrentiel. En 2022, l'équipe de direction table sur une croissance du PNB de 9,3% à 484MDt et sur une reprise du résultat net de 33,9% à 109MDt. Deux objectifs qui devraient être largement dépassés par la banque au vu des réalisations semestrielles. - Au regard de ses multiples actuels et des perspectives de poursuite de la croissance profitable en 2022, l'UIB est bien outillée pour poursuivre son rebond boursier dans les prochaines années. 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 bâloises de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise actuelle. - Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur la valeur. 	
UIB	662	5,0	0,8	3,4%	+33,9%	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne (8^{ème} position en termes de dépôts et 7^{ème} position en termes de crédits). - Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements et qui fourni 81% des ressources collectées par la banque en 2021). - Un ratio de transformation réglementaire et un ratio de solvabilité globale à améliorer. 		

* Données au 30 Septembre 2022.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Dividend Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/ Menaces	Recommandation
Attijari Bank	1 580	7,5	1,5	8,1%	+38,0%	<ul style="list-style-type: none"> - Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité. - Une référence en matière de réactivité commerciale; une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. - Une capacité de résilience prouvée: la banque la plus rentable en termes de ROE et deuxième banque la plus liquide du secteur après la BIAT (selon le ratio de transformation global avec un taux de 73,5% à fin 2021). - Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un coefficient d'exploitation (53,1%, à fin 2021) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions (de 62,1% en 2021) qui se comparent défavorablement par rapport à la moyenne du secteur coté. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le premier semestre de 2022 a été un bon cru pour Attijari Bank. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a opposé la meilleure résistance face à un environnement économique et opérationnel hostile. L'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance. Quant à la rentabilité, elle a récolté les fruits d'une culture de risque bien ancrée dans la maison et d'une bonne discipline prudentielle. - Dans les prochaines années, Attijari devrait composer avec un environnement post-covid morose marqué par un investissement en berne, une hausse des risques d'imputés et une liquidité tendue. Mais, Attijari devrait être relativement parmi les banques les moins touchées par la crise, grâce à son assise financière solide, à sa bonne qualité du portefeuille et à son matelas de liquidité confortable. - En bourse, l'action n'a que faiblement réajusté aux conditions de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 telles que définies par la BCT (conformément à la note de la BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022). Et pour cause, Attijari dispose d'un matelas confortable de fonds propres, lui permettant d'annoncer un dividende alléchant de 3,150Dt par action, ce qui correspond à un payout exceptionnel de 80,2%. Malgré son évolution depuis le début de l'année, l'action traitée à une valorisation décotée qui sous-estime les qualités fondamentales d'Attijari (une bonne qualité du portefeuille et un ratio de transformation global des plus faibles du secteur) et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés. Prisée par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, Attijari Bank est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté. - Nous continuons à recommander un positionnement à l'«Achat» sur le titre.
BT	1 547	9,8	1,3	4,9%	+27,1%	<ul style="list-style-type: none"> - Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché (adoption de la politique d'intéressement), la BT demeure une véritable référence en terme de productivité. - Une stratégie de développement qui a de tout temps joué la carte de la prudence, privilégiant la qualité aux volumes. - Une exposition élevée à la marge d'intérêt favorable en périodes de taux haussiers. - Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité globale de 17,1%). La BT a engagé une réflexion sur la stratégie de développement à adopter par la banque pour assurer sa croissance et atteindre une part de marché plus significative. Cette réflexion est en cours et la banque se fait assister par son actionnaire de référence (le Groupe CIC) et un cabinet d'expertise externe. L'aboutissement de cette réflexion devrait se faire ressentir sur le positionnement commercial de la banque et ses parts de marché à l'avenir. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne, classée 9^{ème} dans le palmarès des dépôts et crédits. - Un réseau nettement moins développé comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 147 pour l'UIB et 158 pour Amen Bank). 	<ul style="list-style-type: none"> - Le crû de 2021 de la BT a dépassé tous les pronostics. Après le «faux pas» de 2020 sur fond de flambée des provisions sur les créances, notamment des provisions collectives, la doyenne des banques tunisiennes s'est largement rattrapée en 2021. La banque est parvenue à pallier l'atonie de son activité d'exploitation et les pressions inflationnistes grâce à sa gestion rigoureuse et à sa bonne culture de risque. L'enveloppe des provisions constatée l'année dernière a chuté de 80,4%, libérant un important potentiel de croissance bénéficiaire. Le bilan de 2021 devrait, ainsi, entrer dans les annales, 2021, étant l'année des bénéfices les plus élevés jamais enregistrés par la banque. Notons que la BT est aux côtés de la BNA, les seules banques qui ont pu, en 2021, dépasser les niveaux de bénéfices d'avant Covid. Au vu des réalisations de la première moitié de 2022, l'année en cours, s'annonce soude de meilleurs auspices pour la BT profitant de la montée des taux et de opérations ponctuelles de reprise sur provisions. - En bourse, l'action a été bien récompensée, après deux années en berne. Le cours de la valeur a changé de trajectoire saluant la croissance notable des bénéfices et l'annonce d'un dividende par action de 0,280Dt, soit un payout de 39%, malgré les restrictions imposées par la BCT sur la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2021 (selon la note de la BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022). La BT est une banque suffisamment armée pour s'accommoder avec les contraintes de son environnement opérationnel. La banque devrait, dans les prochaines années, capitaliser sur ses atouts pour surmonter la morosité ambiante: une assise financière solide et un niveau de solvabilité des plus confortables du secteur, une productivité à la pointe du secteur, une politique de crédit historiquement sélective et un système rigoureux de pilotage des risques. - Nous recommandons de «Conserver la valeur avec des perspectives positives».

* Données au 30 Septembre 2022.





REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E	P/B ajusté	Dividend Yield	Performance	Points forts/Opportunités	Points faibles/ Menaces	Recommandation
		2022e*	2022e*	2022e*	2022*			

- L'année 2021 a marqué l'entame d'une nouvelle page dans l'histoire de l'UBCI avec l'entrée du Groupe CARTE dans le capital à hauteur de 39%. Cette opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe de 183,3MDt, valorisant l'UBCI à 470MDt exécutée en 2021. Impulsée par l'arrivée d'un nouvel actionnaire de référence et le renforcement de ses organes de gouvernance, l'UBCI a lancé, en 2021, un grand programme de transformation qui devrait révéler son ambition et traduire sa nouvelle stratégie. Il repose essentiellement sur la refonte de son système d'information ainsi que de son identité visuelle. La banque a signé avec BNP Paribas un contrat de « Transition Service Agreement » (TSA) qui définit les différentes étapes devant aboutir à la « désimbrication » totale du système de BNP Paribas, et qui doit s'achever par le remplacement du système d'information (ATLAS 2 et ses pétales) par un nouveau système propre à l'UBCI. Le global bancaire retenu est la solution Flexcube de l'éditeur mondial OPACLE.

- Après une année 2021 de transition, pénalisée par la flambée des frats généraux, 2022 s'annonce sous les meilleurs auspices pour l'ex-filiale du Groupe BNP Paribas. L'UBCI a vu son résultat net plus que doubler à 27,8MDt au 30 juin 2022.

- Nous sommes convaincus que l'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités:

- 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau et 3) un portefeuille de crédits sain qui permet d'assurer une politique commerciale plus dynamique. Attendons de voir les contours de la nouvelle stratégie que le nouveau management compte mettre en oeuvre... mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects du titre et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), notre recommandation est: «**Conserver avec des perspectives positives.**».

- Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est longtemps restée timide au niveau de sa croissance: un réseau commercial qui s'est réduit à 103 agences depuis 2018 et des parts de marché qui stagnent.

- Malgré les efforts de maîtrise des coûts sur les dernières années, l'UBCI reste la banque la moins productive du secteur bancaire après la BTE: un coefficient d'exploitation de 76,8% contre une moyenne de 46,1% pour la concurrence cotée.

- La banque a réussi, au fil des années, à imposer sa rigueur comme exemple: un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux des créances classées de 6,6% et «zéro» exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 82%).

- Une structure des dépôts avantageuse: 58% des ressources sont constituées par des dépôts faiblement rémunérés et le spread d'intérêt le plus élevé du secteur coté (5,6%, selon nos estimations, contre une moyenne sectorielle de 3,9%) d'où une meilleure posture pour profiter du cycle haussier des taux.

UBCI	443	11,4	0,9	3,4%	+15,7%			
------	-----	------	-----	------	--------	--	--	--

- La BH a publié au titre de l'exercice 2021 des résultats réconfortants. Le PNB a accéléré la cadence de croissance comparativement à 2020. L'activité d'intermédiation a affiché, en revanche, un bilan contrasté avec un léger repli de l'encours des crédits et une reprise de l'encours des dépôts. Ces deux évolutions s'inscrivent, sans doute, dans une optique de maîtrise du ratio de transformation réglementaire. Avec un résultat net en hausse de 84,7% à 134,7MDt, la banque a honoré ses engagements annoncés dans le cadre de l'émission obligatoire subordonnée de 70MDt qu'elle a clôturé en Septembre de l'année dernière. Cependant la liquidité reste encore sous pression et la qualité du portefeuille se compare défavorablement par rapport aux majors du secteur. La BH devrait garder le cap sur la croissance profitable en 2022, au vu des résultats du premier semestre.

- La stratégie de la BH dans les prochaines années repose essentiellement sur l'orientation client et la croissance accompagnée par la rentabilité et la conformité. Les efforts de la banque courant 2022 seront principalement axés sur :

- 1) le rééquilibrage de l'activité entre les segments du Corporate, les PME et le Retail, 2) la relance de l'activité du crédit habitat, coeur de métier de la banque et son produit d'appel, 3) la maîtrise de l'activité de la promotion immobilière, 4) la maîtrise du coût des ressources et 5) l'optimisation des processus pour améliorer l'efficacité opérationnelle. La valorisation de la BH est attractive pour une banque très avancée dans son processus de reconstruction et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le «Flight to Quality» qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux, il y a encore du chemin à parcourir par la BH.

- Notre recommandation est «**Conserver avec des perspectives positives.**».

- La banque continue à subir les effets «secondaires» de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015: un ratio de transformation réglementaire parmi les plus élevés du secteur, et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence.

- Une exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP (qui sont respectivement de 13,2% et de 4,5% en 2021) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée de la période post-Covid. Notons, également, que la banque a subi une dégradation de sa qualité d'actifs depuis l'éclatement de la crise sanitaire.

- Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines).

- Une courbe ascendante des résultats (ne tenant pas compte de l'accident de parcours de 2020) qui confirme la capacité de la banque à concilier les objectifs de croissance et de rigueur prudentielle.

- Un coefficient d'exploitation à la pointe du secteur

- Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits.

BH Bank	704	4,3	0,5	6,4%	+67,4%			
---------	-----	-----	-----	------	--------	--	--	--

* Données au 30 Septembre 2022.

Valeur	Capitalisation (en MDT)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Dividend Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités		Points faibles/ Menaces		Recommandation
BNA	531	2,4	0,3	9,6%	+21,0%	<ul style="list-style-type: none"> La consolidation de la capacité bénéficiaire sur les années passées grâce notamment au programme de cession d'actifs (des plus valeurs de 319,1MDt dégagées sur la période 2015-2019) et la recapitalisation réussie de l'année 2019 (une levée de 168MDt) ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. La BNA jouit aujourd'hui de niveaux de solvabilité inégalés sur le marché, qui correspondent quasiment au double des minima réglementaires. Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une exposition raisonnable au secteur agricole (une proportion de 7,4% dans l'encours des engagements). Une physionomie du PNB dominée par la marge d'intérêt favorable en période de taux haussiers. 	<ul style="list-style-type: none"> Avec un taux de créances classées de 17,1% et un taux de couverture de 64%, à fin 2021, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède, que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture. Une exposition élevée à des entreprises et organismes publics dont les entreprises (les entreprises publiques) représentent 31,8% de l'encours des crédits de la banque, en 2021). 	<ul style="list-style-type: none"> La qualité du portefeuille demeure le talon d'Achille de la banque. Etant encore exposée aux secteurs de la promotion immobilière et du tourisme (ces deux secteurs représentent, respectivement, une proportion de 8,4% et de 7% de l'encours des crédits de la banque, en 2021), la banque pâtit des effets de la crise sur son portefeuille de créances (un taux de créances classées de 13,5%). Bien qu'en amélioration sur les dernières années, le taux de couverture des créances classées reste limité (proche du niveau recommandé par la BCT). Des concessions sur les futurs bénéfices peuvent s'avérer nécessaires pour couvrir convenablement les risques dans les prochains exercices si la conjoncture se dégrade davantage. 	<ul style="list-style-type: none"> Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2021 des résultats de bonne facture. Malgré la morosité ambiante, l'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance surperformant nettement la concurrence cotée. Par ailleurs, nonobstant les pressions inflationnistes et la lourde charge de coût du risque, la rentabilité a été sensiblement consolidée. La BNA a affiché parmi les croissances les plus vigoureuses des bénéfices à l'échelle du secteur coté en 2021. La banque devrait au terme de l'année en cours, confirmer la courbe ascendante de ses résultats au regard des chiffres du premier semestre: une croissance du PNB de 16,9% à 448MDt. Mais cette croissance ne devrait pas se répercuter intégralement au niveau du bottom line en raison de la baisse attendue des dotations aux provisions sur les créances telle qu'affichée sur la première moitié de l'année (une flambée de 37,4% à 143,4MDt). Le renforcement de la capacité bénéficiaire, les plus-values juteuses sur la cession de la participation dans la SFBT et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. Cependant, la BNA affiche deux carences de taille dans ses comptes: une qualité du portefeuille encore fragile et des niveaux de liquidité inférieurs à la concurrence. Sur le papier, la valorisation de la banque est intéressante, compte non tenu des plus-values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées. Mais, la fragilité de la qualité du portefeuille et l'exposition élevée aussi bien directe et qu'indirecte au risque souverain ne devraient pas favoriser un retour pérenne des investisseurs sur le titre. Nous mettons la valeur sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications. Nous recommandons de «Conserver» le titre. 	
Amen Bank	654	4,2	0,5	5,9%	+8,1%	<ul style="list-style-type: none"> Après des années de course aux parts de marché la banque change de priorités, focalisant ses efforts sur le reequilibrage de son bilan: rationalisation des octrois de crédits et désengagement des ressources chères. La banque jouit d'une structure du PNB parmi les plus équilibrées du secteur. La productivité reste l'atout majeur d'Amen Bank. La banque affiche un coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (40,7%, à fin 2021) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions appréciable (89,1% à fin 2021). Avec un ratio de solvabilité confortable (un ratio de solvabilité globale de 16,6%), Amen Bank est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur. Un ratio de transformation confortable qui affiche une marge de flexibilité de 19,9 points de pourcentage par rapport à la norme réglementaire. L'appartenance de la banque au Groupe Amen un groupe solide et diversifié, lui permet d'alimenter sa croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> L'année 2021 s'est avérée concluante à tous les niveaux pour l'Amen Bank. Le bras financier du Groupe Amen y a pu confirmer son dynamisme et sa résilience face à un contexte économique moribide profondément marqué par les répercussions de la crise de la Covid-19. En 2021, l'activité d'exploitation a été bien orientée et la rentabilité a été sensiblement consolidée. Malgré les pressions inflationnistes, Amen Bank a figuré parmi la minorité des banques de la cote à voir leur coefficient d'exploitation s'améliorer. En 2022, le tournant vers une croissance plus équilibrée se confirme avec la poursuite de la rationalisation de l'appareil d'octroi des crédits et la qualité du portefeuille continue à converger vers les standards du secteur privé. Dans le cadre du programme de transformation NEXT, lancé en 2019, Amen Bank devrait, dans les prochaines années, continuer à rééquilibrer son business model entre le Corporate et le Retail, diversifier les revenus et renforcer la maîtrise des risques et des charges. Globalement, le bilan du premier semestre de l'année en cours (une croissance du PNB et du résultat net de 10,8% à 247MDt et de 21,5% à 84,1MDt respectivement) nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la crise actuelle. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit Amen Bank sera l'atout majeur de la banque en cette passe difficile. Il lui permettrait d'absorber le « choc » de la crise et de répartir rapidement à la quête de la croissance des premiers signes de reprise économique. Nous recommandons de «Conserver» le titre. 			



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

Recommandation

Points faibles/
Menaces

Points forts/Opportunités

Valeur Capitalisation P/E P/B ajusté Dividend Yield Performance
(en MDt) 2022e* 2022e* 2022e* 2022e*

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Dividend Yield 2022e*	Performance 2022e*	Points forts/Opportunités	Points faibles/ Menaces	Recommandation	
WIB	201	n.s**	1,4	0,0%	-8,4%	<ul style="list-style-type: none"> - Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté. - Wifack International Bank opère sur une niche peu desservie, avec une faible intensité concurrentielle et offrant un important potentiel de croissance dans les prochaines années. - L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier du crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance future. - L'adossement de la banque à un partenaire technique de renom dans le métier (la Banque Islamique de Développement à travers sa filiale la SID, la Société Islamique du Développement du Secteur Privé) lui offre le soutien nécessaire pour développer son activité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un environnement opérationnel difficile et un contexte pénalisant pour une banque en phase de décollage et de déploiement commercial 1) une économie mal en point, 2) une rareté des financements islamiques 3) la concurrence potentielle des banques conventionnelles 4) les autorisations par la nouvelle loi bancaire de 2016 à créer des fenêtres islamiques. - Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité. - Un réseau d'agences en développement nécessitant des ressources importantes. - Une productivité en deçà de la moyenne sectorielle. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'ex-leaseur commence à récolter les fruits de sa transformation en banque islamique. La mutation organisationnelle et commerciale touchée à sa fin, 2021 a été une année charnière pour la benjamine du secteur bancaire. Wifack y a dégagé son premier bénéfice, en tant que banque islamique (un bénéfice net de 1,8MDt) après avoir aligné plusieurs années de pertes (des pertes cumulées de 36,9MDt sur la période 2017-2020). Le premier semestre de 2022 s'est inscrit dans la continuité de 2021. Il a été marqué par une croissance à deux chiffres au niveau des indicateurs clés de performance de la banque et par une consolidation de la rentabilité (un bénéfice net semestriel de 3,3MDt). Cependant, ce constat ne devrait pas occulter une qualité du portefeuille moindre que la concurrence cotée précisément en matière de taux de couverture des créances classées (un taux de couverture des créances classées de 45,6% à fin 2021). Les efforts supplémentaires à déployer par la WIB pour couvrir convenablement ses risques conditionneront la rentabilité future de la banque. - Le potentiel de croissance de la banque est certain. Néanmoins, à l'heure où le «Flight to Quality» prévaut, nous préférons réduire notre exposition à la valeur, en attendant une croissance plus équilibrée. - Notre recommandation est : «Alléger». 	<ul style="list-style-type: none"> - 2021 a été un exercice de rattrapage pour la STB, après avoir subi une dégradation de sa rentabilité en 2020 sur fond de flambée des cotations aux provisions sur les créances. A l'heure de la rédaction de présente étude, la banque n'a pas encore publié ses états financiers au 30 Juin 2022. Cependant, les indicateurs d'activité du deuxième trimestre de l'année en cours dénotent une activité d'intermédiation bien portante, une accélération de la croissance au niveau du PNB et une meilleure maîtrise des charges opératoires. - Sur le papier, la valorisation de la STB est tentante, le Groupe traitant à la moitié de ses fonds propres comptables ajustés de 2022, selon nos estimations. Néanmoins, l'exposition élevée au secteur du tourisme constitue un point de vigilance particulier pour nous à l'aune de la crise actuelle. Les retombées de cette crise devraient retarder le chantier de la restructuration. Elles constituent une menace pour l'élan de la banque et pour les priorités de son nouveau management (nomination de M. Mohamed CHOUIKHA en tant que nouveau Directeur Général en remplacement de Mme Néjia GHAREB, qui a eu un court passage en tant qu'administrateur délégué après le départ de M. Lotfi DEBBABI, en Septembre 2020) nommé en Mars 2021 (décollage commercial et assainissement du portefeuille). - Notre recommandation est «Alléger», dans une optique de prise de bénéfice.
STB	634	5,6	0,5	0,0%	+36,9%	<ul style="list-style-type: none"> - La STB continue à récolter les fruits de son programme de restructuration et à rompre progressivement avec son image contre-productive héritée du passé. Elle affiche, désormais, une productivité appréciable et une meilleure maîtrise de ses ratios prudentiels. - Troisième banque de la place en termes de dépôts avec une part en marché de 11,6%, à fin 2021, la STB profite d'un bon positionnement sur les dépôts d'épargne et affiche la plus grande contribution de cette catégorie de ressources dans la collecte à l'échelle du secteur, ce qui lui permet de soulager son coût de ressources, d'auto-alimenter sa croissance et de se protéger contre la surenchère tarifaire. 	<ul style="list-style-type: none"> - Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise économique. 1) une surexposition au secteur du tourisme, 2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur: un taux des créances classées de 13,5% couvertes à hauteur de 75% par les provisions, 3) une situation critique de certaines filiales comme la BFT et la TFB qui continuent à cumuler les déficits. - Un ratio de transformation réglementaire tendu et parmi les plus élevés du secteur. - Une faible capacité génératrice de commissions avec une contribution des commissions au PNB (19,3% à fin 2021) moindre que la moyenne sectorielle (21,9% à fin 2021). 	<ul style="list-style-type: none"> - 2021 a été un exercice de rattrapage pour la STB, après avoir subi une dégradation de sa rentabilité en 2020 sur fond de flambée des cotations aux provisions sur les créances. A l'heure de la rédaction de présente étude, la banque n'a pas encore publié ses états financiers au 30 Juin 2022. Cependant, les indicateurs d'activité du deuxième trimestre de l'année en cours dénotent une activité d'intermédiation bien portante, une accélération de la croissance au niveau du PNB et une meilleure maîtrise des charges opératoires. - Sur le papier, la valorisation de la STB est tentante, le Groupe traitant à la moitié de ses fonds propres comptables ajustés de 2022, selon nos estimations. Néanmoins, l'exposition élevée au secteur du tourisme constitue un point de vigilance particulier pour nous à l'aune de la crise actuelle. Les retombées de cette crise devraient retarder le chantier de la restructuration. Elles constituent une menace pour l'élan de la banque et pour les priorités de son nouveau management (nomination de M. Mohamed CHOUIKHA en tant que nouveau Directeur Général en remplacement de Mme Néjia GHAREB, qui a eu un court passage en tant qu'administrateur délégué après le départ de M. Lotfi DEBBABI, en Septembre 2020) nommé en Mars 2021 (décollage commercial et assainissement du portefeuille). - Notre recommandation est «Alléger», dans une optique de prise de bénéfice. 	

* Données au 30 Septembre 2022.

** Non significatif.



Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Dividend Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/ Menaces	Recommandation
ATB	315	n.s**	0,7	0,0%	+37,6%	<ul style="list-style-type: none"> - Une orientation vers une activité bancaire plus classique qui permettrait à la banque de diversifier ses sources de revenus et de modérer son exposition aux activités du portefeuille. La banque affiche, en effet, la deuxième plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur après Amn Bank. - Une augmentation de capital, portant sur une levée de 70MDt, réalisée en 2021. Elle devrait permettre à la banque de financer son programme de restructuration organisationnelle et commerciale, de renforcer sa solvabilité, et de restaurer ses ratios prudentiels et de redoubler en agressivité commerciale. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque positionnée en milieu de tableau (7^{ème} position en termes de dépôts et 8^{ème} rang en termes de crédits). - Une forte dégradation de la rentabilité depuis 2016 avec un déficit historique en 2021 (des pertes de 68,5MDt) et une productivité en deçà des standards du secteur privé. - Une détérioration de la qualité du portefeuille depuis 2014. 	<ul style="list-style-type: none"> - Fortement impacté par le poids des provisions (envoie des dotations aux provisions de 114,5% à 144,2MDt) et le contexte inflationniste, le bilan de l'année 2021 est ressorti nettement décevant pour l'ATB. La filiale du Groupe Arab Bank a essuyé une perte de 68,5MDt. En raison d'une activité d'exploitation bien orientée au terme du premier semestre de l'année en cours, portant la marque d'une croissance soutenue du PNB (+19,6% à 154,8MDt), la banque devrait résorber son déficit le portant à 10,9MDt, selon nos estimations. - L'ATB a affiché depuis le début de l'année un parcours boursier exemplaire malgré le changement managérial intervenu en Juillet dernier et l'absence de distribution de dividendes, et ce depuis l'exercice 2018. Théoriquement, la valorisation mérite le détour mais elle reflète convenablement les fondamentaux actuels de la banque en termes de productivité, de qualité du portefeuille et de coût des ressources. - Nous préférons attendre le retour aux bénéfices pour examiner l'opportunité d'un positionnement sur la valeur. Mais, pour le moment, notre recommandation est : Alléger.
BTE (ADP)	6	n.s**	0,2	0,0%	-13,4%	<ul style="list-style-type: none"> - La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence. - La BTE affiche la plus forte contribution de commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (40,3% pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 21,9%, en 2021). 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché dépôts d'à peine 1,1% - Une taille qui reste réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 88,2MDt) d'autant plus altérée par les déficits importants des deux dernières années (un déficit cumulé de 48,8MDt sur l'année 2020-2021). - Une situation de surendettement et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation de 83,1%). - La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 18,9% couvertes à hauteur de 60,4% en 2021). Le coût du risque (40,2MDt, soit 63,7% du PNB en 2021), absorbe une majeure partie de la rentabilité. - Un niveau de solvabilité limite (un ratio de solvabilité Tier 1 de 7,2% et un ratio de solvabilité globale de 11,1% à fin 2021) qui constitue un frein pour une stratégie de croissance plus dynamique. 	<ul style="list-style-type: none"> - La BTE poursuit sa déroute en bourse. Le retour aux bénéfices en 2019 n'aura pas duré longtemps pour la banque à capitaux tuniso-émiratés. La BTE a dégagé des pertes en 2020 et en 2021. Un processus de privatisation en suspens qui laisse les investisseurs et qui entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation bradée mais le déficit qui s'annonce en 2022, au vu des résultats de la première moitié de l'année (des pertes de 12,8MDt), ne rassure pas le marché. Les spéculations sur le déroulement du processus de privatisation devraient tenir en haleine les investisseurs. - Nous recommandons d'alléger l'exposition au titre en attendant des jours meilleurs.
Secteur bancaire Coté	10 258	6,2	0,8	5,5%	+37,3%			

* Données au 30 Septembre 2021.

** Non significatif.

Rédigé le 30/09/2022

Secteur de l'assurance

Les retentissements de la crise se font plus lourds en 2021 et 2022

Points clés

- Très fragmenté, le marché tunisien de l'assurance est composé de 24 compagnies résidentes. Le taux de pénétration du secteur dans l'économie demeure modeste s'établissant à 2,5% en 2021, largement en dessous de la moyenne mondiale de 7%.
- L'environnement réglementaire, pour sa part, est en pleine mutation. Les projets de réformes se sont poursuivis en 2021 et ce, dans un but de faciliter le passage, à compter du 1er Janvier 2023, aux normes internationales IFRS. Au diapason de l'ère digitale, la capacité à se transformer de manière rapide et agile serait le facteur clé de succès qui permettrait de gagner en compétitivité et en rentabilité.
- Pour les assureurs cotés, l'année 2021, a été consacrée, au pansement des plaies de la Covid-19 et à la redynamisation des filières affaiblies par cette crise sanitaire. Pourtant, en dépit d'une sinistralité exceptionnelle en 2021 et d'une activité technique (vie et non vie) frappée de plein fouet, la majorité des assureurs cotés (à l'exception de la BH Assurance) a témoigné d'un Bottom line en amélioration, grâce à une activité financière bien portante.
- Le modèle d'évaluation détaillée dans la présente étude nous permet d'évaluer le risque global inhérent à chaque société dans un but ultime qui consiste à identifier les bonnes opportunités d'investissement dans ce contexte délicat.

I- Etat des lieux du secteur de l'assurance en Tunisie

1) - Un secteur fragmenté à faible contribution dans l'économie

■ Très fragmenté, le marché tunisien de l'assurance est composé de 24 compagnies résidentes, dont deux nouvelles agréées en 2020 et spécialisées en assurance vie et capitalisation : «LLOYD VIE» (qui a démarré son activité) et «Assurances UIB» (dont l'activité n'a pas encore démarré et qui a obtenu l'accord du Comité Général des Assurances (CGA) et du Ministère des Finances pour la prorogation du délai réglementaire de lancement des activités au 4^{ème} trimestre 2022).

■ Le secteur de l'assurance est constitué de : 15 compagnies multibranches, dont 3 compagnies spécialisées en assurance islamique ; 7 compagnies spécialisées en assurance vie et capitalisation, une compagnie spécialisée en assurance crédits et Tunis Ré, la compagnie nationale de réassurance. Huit compagnies

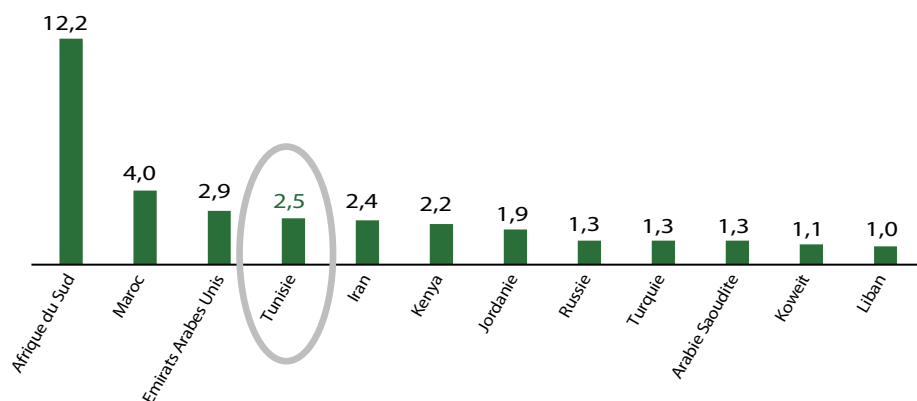
off-shore se trouvent actuellement installées en Tunisie, soit cinq succursales et trois bureaux de représentation des sociétés d'assurance et de réassurance non-résidents.

■ Pourtant, selon le rapport annuel du CGA, le taux de pénétration

de l'assurance (Primes émises/ PIB) dans l'économie demeure modeste en Tunisie. A fin 2021, le taux de pénétration de l'assurance s'est établi à 2,5%, un niveau en dessous des niveaux enregistrés dans des pays émergents, à l'instar du Maroc (4%), des Émirats Arabes Unis (2,9%), et assez loin

de l'Afrique du Sud (12,2%) et des pays développés à savoir : les États Unis (11,7%), le Royaume Uni (11,1%) et la France (9,5%). La moyenne mondiale est passée de 7,4%, en 2020, à 7%, en 2021.

Positionnement de la Tunisie dans la région EMEA Emergente en termes de taux de pénétration de l'assurance dans l'activité économique (en % du PIB)



Source: Rapport annuel de 2021 du CGA.



■ En effet, le secteur de l'assurance en Tunisie souffre de plusieurs carences dont principalement la faible densité (Primes émises/Habitant), le rôle modeste dans la mobilisation de l'épargne, en plus du déficit structurel persistant de certaines branches d'activité : Automobile et groupe Maladie.

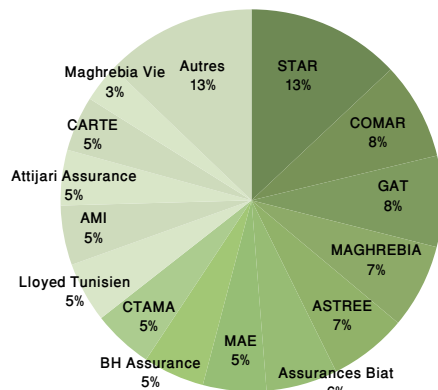
2) - L'assurance au diapason de l'ère digitale et des changements réglementaires

■ En pleine évolution, le secteur de l'assurance en Tunisie est au diapason des défis de plus en plus pressants liés à la digitalisation. L'adoption des outils numériques

Les entreprises concernées sont, toutefois, encouragées à adopter ces normes pour les exercices comptables précédant l'année 2023. Les normes IFRS permettent de développer un modèle de capital économique ainsi que des modèles internes permettant d'optimiser la gestion des risques

Basée sur les Risques (SBR). De même, un projet de mise en place d'un nouveau cadre réglementaire fixant la méthodologie de calcul des provisions pour dépréciation des créances sur les assurés et les intermédiaires fait l'objet d'étude. Un projet de libéralisation des tarifs Automobile est en cours d'étude.

La part de marché en termes de primes émises des principaux assureurs en 2021



et des nouvelles technologies modifiera la conception du service assurantiel, sa nature et sa distribution et serait donc cruciale dans le développement du secteur de l'assurance sur le moyen terme.

■ La capacité à se transformer de manière rapide et agile sera le facteur clé de succès à l'ère du digital et permettrait de gagner en compétitivité et en rentabilité.

■ En Tunisie, l'offre en assurance demeure fortement sensible aux prix, marquée, essentiellement, par le développement des produits de bancassurance et l'émergence des assureurs adossés à des banques tel est le cas de la BIAT Assurance et d'ATTIJARI Assurance.

■ En pleine effervescence, l'environnement réglementaire, financier, comptable et prudentiel pour les assureurs locaux et internationaux connaît de grandes mutations. La nécessaire normalisation mondiale pour la détermination de la valeur des entreprises, afin de se rapprocher de la réalité économique a poussé à l'adoption d'un corps unique de normes comptables, de grande qualité, compréhensibles, applicables et acceptées à l'échelle mondiale à savoir : les normes IFRS.

■ La mise en place des normes IFRS par les assureurs tunisiens serait adoptées pour les exercices comptables ouverts à compter du 1er janvier 2023.

■ Sur le plan national, les évolutions réglementaires et projets de réformes se sont poursuivis en 2021 et ce dans un but de faciliter le passage aux normes internationales IFRS. En effet, les nouvelles mesures de la Loi de Finances pour l'année 2022 ont prévu de : 1/ rétablir la retenue à la source déductible due sur les revenus de capitaux mobiliers, 2/ d'accorder aux sociétés la possibilité de réévaluer leurs immeubles selon leur valeur réelle et 3/ d'inciter les entreprises à financer les dépenses de recherche et de développement.

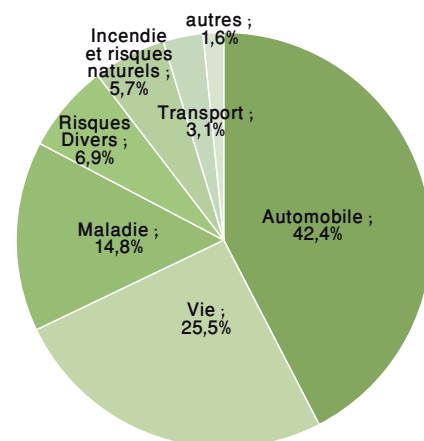
■ Également, un nouveau cadre réglementaire a été adopté par le Comité Général des Assurances portant sur le projet de mise en place d'un référentiel de Solvabilité

3) - Un retour à la normale de l'activité, mais une sinistralité inédite

■ A l'échelle nationale, l'année 2021 a été consacrée au pansement des plaies sociales de la Covid-19 et à la redynamisation des filières affaiblies par cette crise sanitaire.

■ En 2021, la majorité des assureurs ont retrouvé le dynamisme habituel de leurs activités après la forte décélération de la croissance du secteur en 2020 en raison de la crise sanitaire. Le rythme de la collecte des primes émises, s'est accéléré, affichant une évolution à deux chiffres, toutes branches confondues, soit une ascension de 10,2% à 2 833MDt, contre une atone progression de 6,5% en 2020.

La répartition des primes émises par branche en 2021 du secteur de l'assurance





REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

Locomotive du marché, la branche Automobile continue de dominer les produits d'assurance, accaparant, à elle seule, 42,4% du total des primes émises du secteur en 2021. En amélioration continue, la branche vie a ramené sa part de marché à 25,5% en 2021 contre 17,6% en 2014.

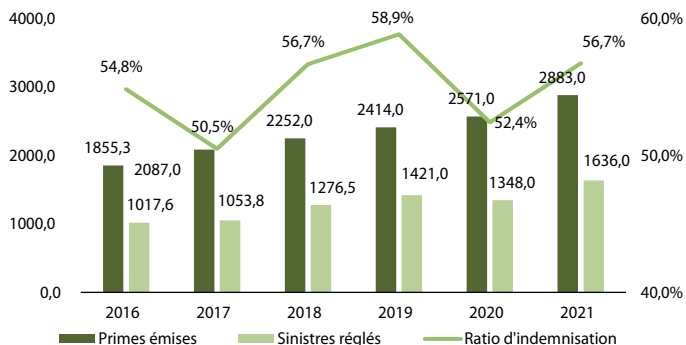
Toutefois, les compagnies d'assurance ont dû faire face à une année exceptionnelle en termes de fréquence de sinistralité. En effet, en l'absence

de confinement comparé à l'année précédente, une aggravation de la sinistralité au niveau de la branche Automobile et Santé (hausse des règlements santé collectives et aux prestations décès Covid-19) a affecté, sans exception, l'ensemble des opérateurs. Les indemnisations du secteur se sont accrues de 21,3% pour s'établir à 1636MDt. Par conséquent, le ratio d'indemnisation (Sinistres réglés/Primes émises) s'est engraisé de 5 points de pourcentage pour s'établir à 57%.

des provisions constituées au titre de l'assurance vie et capitalisation par rapport au total provisions a poursuivi son augmentation pour atteindre 43% (contre 41,1% en

2020 et 38,2% en 2019) et ce, au détriment de la part totale des branches non-vie qui a diminué de 61,8% en 2019 à 58,9%, en 2020, puis à 57%, en 2021.

Evolution des primes émises, des sinistres réglés et du ratio d'indemnisation entre 2016-2021 (en MDt)



4)- Une activité financière bien portante et un effort de provisionnement supplémentaire dans l'activité Vie

Le constat en 2021 est que la baisse des taux d'intérêts, en 2020, n'a pas eu d'impact significatif sur l'évolution des rendements des placements financiers en 2021 pour la majorité des assureurs de la place.

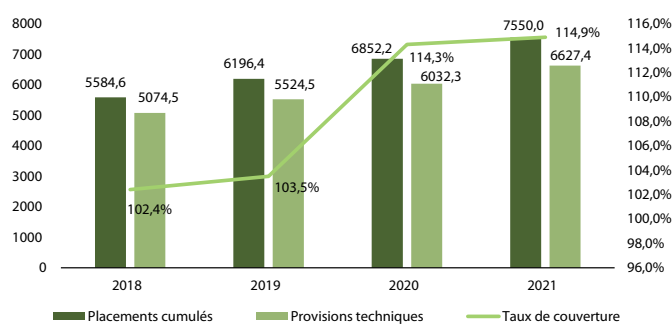
Pour rappel, en Mars 2020, la Banque Centrale a révisé à la baisse de 100 points de base son taux directeur pour le ramener de 7,75% à 6,75%. Le 30 Septembre de la même année, la BCT a également baissé son taux directeur de 50 points de base à

6,25%. Sur toute l'année 2021, le taux directeur n'a pas changé.

A fin 2021, les placements financiers agrégés du secteur ont enregistré une croissance à deux chiffres (+10,1%) pour atteindre 7 550MDt, contre 6 852MDt une année auparavant.

Les provisions techniques, constituées par les entreprises d'assurances et de réassurance pour faire face à leurs engagements envers leurs assurés, ont enregistré une croissance de 9,9% à 6627,4MDt, contre une hausse de 8,7% en 2020 et à un taux moyen annuel de 10,7% sur la période (2017-2021). La part

Evolution des placements, des provisions techniques et du taux de couverture (en MDt)



Le taux de couverture des provisions techniques par les actifs placés en représentation s'est établi à 114,9%, en 2021, contre 114,3%, en 2020.

II- Modèle d'évaluation : une appréciable résilience post-crise

1)- Présentation du modèle d'évaluation

Afin d'évaluer «la résilience relative» des assureurs cotés post crise sanitaire et de mieux appréhender les retombées de la Covid-19, qui ont été plus perceptibles en 2021 qu'en 2020, sur leurs assises financières et décisions stratégiques à savoir (investissement, stratégie de placement et rémunération des actionnaires), nous avons établi un modèle de stock picking qui repose sur cinq critères clés. Le modèle nous permet d'évaluer le risque global inhérent à chaque assureur dans un but ultime qui consiste à identifier les bonnes opportunités d'investissement dans ce contexte délicat.

Les critères du modèle sont les suivants :

1/- La résilience du business model : Il s'agit d'évaluer la récurrence des primes émises des compagnies cotées et de détecter leur dépendance envers certains produits et branches. La résilience sera mieux estimée en comparaison avec le secteur.

2- La volatilité de la profitabilité : Il s'agit d'évaluer les ratios de profitabilité suivants : le ratio combiné, résultat net, marge nette, ROE, rentabilité des placements), en comparaison avec les ratios du secteur.

3- La solidité bilantielle : essentiellement estimée pour le secteur par le taux de couverture des provisions techniques par les placements financiers et par le ratio de solvabilité (Marge de solvabilité réelle/Marge de solvabilité réglementaire).



4- Le rendement des titres : mesuré par le P/E, le P/B et le dividend yield de 2021 et estimés pour 2022.

5- La liquidité des titres : jaugée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le flottant).

2)- Application du modèle d'évaluation

2-1- La résilience du business model des assureurs cotés :

Le retour à la normalité de l'activité des assureurs de la cote témoigne de la résilience et de la solidité de leur business model. En effet, en 2021, une accélération du rythme de la collecte des primes émises a été constatée, après la forte décélération de l'activité du secteur, en 2020, en raison du ralentissement de l'activité économique provoqué par la crise sanitaire.

a) Le retour à la normalité de l'activité, preuve d'un business modèle résilient

Le total des primes émises nettes du secteur de l'assurance coté (STAR, ASTREE, BH Assurance

et Assurances Maghreb) a atteint 803,4MDt à fin 2021, soit une progression annuelle de 7,1%, contre une molle croissance de 3% en 2020 et un TCAM de 6,5% sur la période 2016-2019. Il s'agit d'une accélération encore plus importante que celle d'avant crise.

La STAR, le leader incontesté du secteur, continue de freiner le rythme de la croissance des primes collectées du secteur, avec des primes émises en légère progression de 1% en glissement annuel, à fin 2021, contre des primes émises nettes en retrait (-4,2%), en 2020. Une baisse assumée qui s'explique par un désengagement volontaire de la branche auto sous l'effet du nettoyage du portefeuille des particuliers et de la sortie du parc automobile de l'Etat.

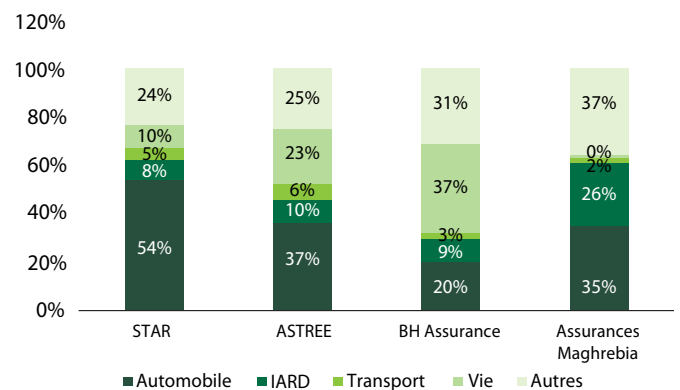
Les autres assureurs cotés ont réussi à maintenir leur rythme habituel de croissance d'avant Covid-19. En effet, BH Assurance, Assurances Maghreb et ASTREE ont vu leurs primes émises croître respectivement de 19,1%, 12,2% et 6,6% en 2021.

b) Une répartition des primes assez différente entre assureurs cotés

La STAR continue d'être l'assureur le plus exposé à la branche Automobile, d'habitude la plus sinistrée, représentant 54% du total des primes émises de l'assureur, contre une exposition de 20%, 35% et 37%, respectivement pour BH Assurance, Assurances Maghreb et ASTREE.

BH Assurance est l'assureur le plus exposé à la branche vie, généralement la plus profitable (ce qui n'a pas été le cas en 2021 suite à une hausse des prestations décès Covid-19), représentant 37% du total de ses primes émises. La branche Vie demeure encore faiblement développée chez la STAR, représentant uniquement 10% de ses primes émises.

Structure des primes émises des assureurs cotés en 2021



En MDt	Résilience du Business modèle Primes Émises nettes								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TCAM 2016-2019	Var 2020	Var 2021
STAR	285,3	331,7	322,5	340,2	326,0	329,2	6,0%	-4,2%	1,0%
ASTREE	109,2	122,9	121,2	131,2	137,3	146,3	6,3%	4,6%	6,6%
BH Assurance	49,1	62,0	72,0	84,8	93,0	110,7	20,0%	9,6%	19,1%
Assurances Maghreb	139,1	146,1	158,2	171,5	193,6	217,2	7,2%	12,8%	12,2%
Primes agrégées du secteur coté	582,6	662,7	673,9	727,7	749,8	803,4	6,5%	3,0%	7,1%
<i>Evolution des primes agrégées</i>		13,7%	1,7%	8,0%	3,0%	7,1%			

2-2 La volatilité de la profitabilité des assureurs cotés :

La sinistralité exceptionnelle de 2021 et la flambée des charges d'indemnisation ont mis la profitabilité du secteur à rude épreuve. Pourtant, la majorité des assureurs cotés (à l'exception de la **BH Assurance**) a témoigné d'un Bottom line en amélioration grâce à une activité financière bien portante et ce, en dépit, d'une activité technique (vie et non-vie) frappée de plein fouet.

a) Un ratio combiné qui s'aggrave en raison d'une sinistralité élevée

Le ratio combiné (le rapport des prestations versées pour sinistres, des dotations et des frais généraux sur le chiffre d'affaires total), la composante essentielle pour appréhender la rentabilité technique des activités d'assurance s'est détérioré, en 2021, pour la majorité les assureurs cotés en raison d'une sinistralité élevée. **Assurances Maghreb** est l'unique assureur qui a su améliorer notablement son ratio combiné de 6,2 points

de pourcentage à 82,8%, affichant ainsi le meilleur ratio du secteur en 2021. Le ratio de la **BH Assurance**, même si en hausse de 6 points de pourcentage, il demeure attractif (86%), nettement en dessous de la norme de 100%.

Le ratio combiné de **ASTREE** s'est nettement détérioré pour s'établir à 102,9% contre 84% une année auparavant. La **STAR** présente le ratio le moins attractif de la cote, dépassant largement la norme de 100% et s'établissant à 116,8%.

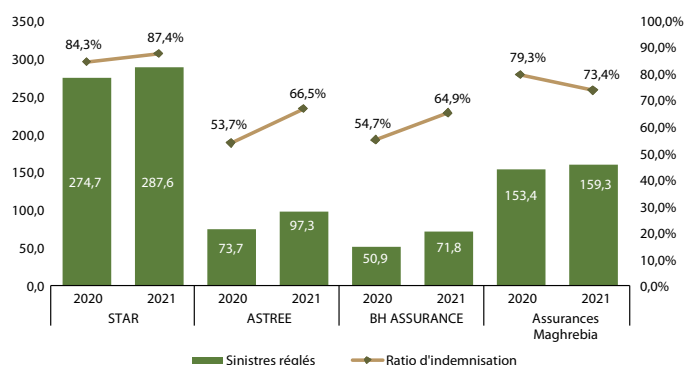
Sans exceptions, tous les assureurs de la place ont connu une hausse à deux chiffres de leurs sinistres réglés. A fin 2021, la compagnie **BH Assurance** a été la plus touchée, témoignant d'une progression de 41,1% de ses charges de sinistres à 71,8MDt. Par conséquent, son ratio d'indemnisation (Sinistres réglés/ Primes émises) s'est engraissé de 10,2 points de pourcentage pour s'établir à 64,9%. Il demeure, néanmoins, le ratio le moins élevé du secteur

coté. Également, **ASTREE** a vu sa charge de sinistres flamber de 32,1% à 97,3MDt, à fin 2021, et son ratio d'indemnisation s'établir à 66,5% contre 53,7% une année auparavant.

En 2021, la **STAR** et **Assurances Maghreb** ont réussi à contenir la croissance de leurs charges de sinistres à 4,7% et 3,9%,

respectivement, grâce à un moindre effort de provisionnement que celui engagé l'année précédente. Le ratio d'indemnisation de la **STAR** demeure le plus élevé du secteur s'établissant à 87,4%, contre 84,3% une année auparavant. **Assurances Maghreb**, pour sa part, a réduit son ratio d'indemnisation de 5,9 points de pourcentage à 73,4%.

Evolution des sinistres réglés et du ratio d'indemnisation (en MDt)



Volatilité de la profitabilité											
En MDt	Ratio Combiné 2019	Ratio Combiné 2020	Ratio Combiné 2021	Résultat net 2019	Résultat net 2020	Résultat net 2021	ROE 2019	ROE 2020	ROE 2021	Rendement des placements 2020	Rendement des placements 2021
STAR	112,8%	115,0%	116,8%	22,1	16,4	21,1	6,6%	4,7%	5,9%	7,1%	7,9%
ASTREE	98,8%	84,0%	102,9%	51,3	25,5	21,0	45,6%	16,9%	13,2%	8,4%	7,9%
BH Assurance	76,0%	80,0%	86,0%	9,5	9,7	13,1	17,7%	16,0%	19,5%	7,1%	6,8%
Assurances Maghreb	98,1%	89,0%	82,8%	16,1	23,1	29,1	12,6%	13,1%	19,7%	6,6%	6,3%
Médiane du secteur	98,5%	86,5%	94,4%				15,2%	14,6%	16,3%	7,1%	7,4%



b) Une capacité bénéficiaire agrégée en amélioration et ce, malgré des résultats techniques frappés de plein fouet

La capacité bénéficiaire agrégée du secteur s'est hissée de 12,9% à 84,4MDt. A l'exception de **ASTREE** qui a affiché un résultat net en retrait de 17,5% à 21MDt, tous les assureurs ont connu une notable croissance de leur Bottom line.

Le résultat net de la **STAR** a avancé de 28,4% à 21,1MDt, s'approchant du résultat net de 2019. L'amélioration du rendement des placements financiers alloués à l'état de résultat explique grandement cette hausse. L'assureur a pâti, en 2020, d'une augmentation de la charge fiscale et du coût du plan de départ volontaire à la retraite.

BH Assurance a vu son résultat net grimper de 36,1% à 13,1MDt, boosté par l'amélioration du résultat technique non vie et des produits financiers. Le résultat net de **Assurances Maghreb** s'est accru de 26% à 29,1MDt grâce, essentiellement, à l'amélioration des résultats techniques.

En termes de rentabilité des capitaux propres, la **STAR** opère en dessous de son potentiel, comparée à ses pairs tunisiens, avec un ROE en 2021 de 5,9% contre un ROE médian de 16,3% pour le secteur coté. **Assurances Maghreb** affiche le meilleur ROE du secteur (19,7%), suivie par **BH Assurance** (19,5%) et **ASTREE** (13,2%).

Pour ce qui est de l'activité vie, à l'exception de **Assurances Maghreb** qui a affiché une amélioration de son résultat technique vie (+14,3% à 15,6MDt), tous les assureurs ont essuyé de lourdes baisses en raison de la hausse des prestations décès Covid-19. Le résultat technique vie agrégé de l'ensemble du secteur s'est effondré de -37,6% à 28,4MDt.

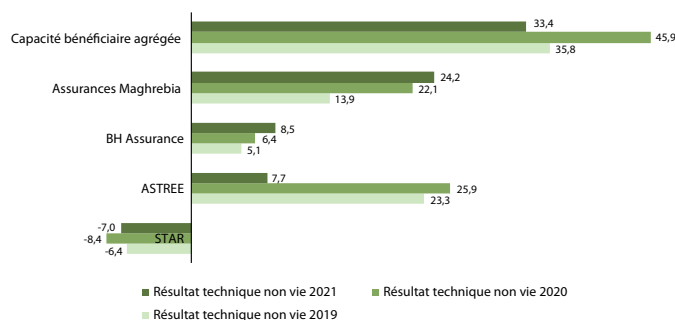
La compagnie la plus touchée a été la **STAR**, accusant une chute de 77% de son résultat technique vie à 3,3MDt contre 14,3MDt en 2020. **ASTREE** a vu son résultat technique vie se replier de 60% à 4,2MDt. Le résultat technique vie de la **BH Assurance** a perdu 24,2% à 5,3MDt.

Pour ce qui est de l'activité non-vie, la performance des assureurs a été mitigée. La capacité bénéficiaire agrégée non-vie du secteur coté, s'est inscrite en territoire négatif, piétinant de -27,3% à 33,4MDt, tirée, essentiellement, vers le bas par l'effondrement du résultat technique non-vie de **ASTREE** (qui est passé de 25,9MDt en 2020 à 7,7MDt en 2021). En effet, **ASTREE** a connu une année 2020 exceptionnelle, marquée par une baisse importante de la charge de

sinistres, notamment, au niveau de la branche Automobile.

Les autres assureurs à l'instar de **Assurances Maghreb** et **BH Assurance** ont été en mesure d'améliorer leurs résultats techniques non-vie et ce, en dépit de la hausse de la sinistralité des deux branches : Automobile et Maladie. La **STAR** a, également, réussi à réduire légèrement le déficit de l'activité non-vie à -7MDt contre -8,4MDt en 2020.

Evolution des résultats techniques non-vie des assureurs cotés (en MDt)

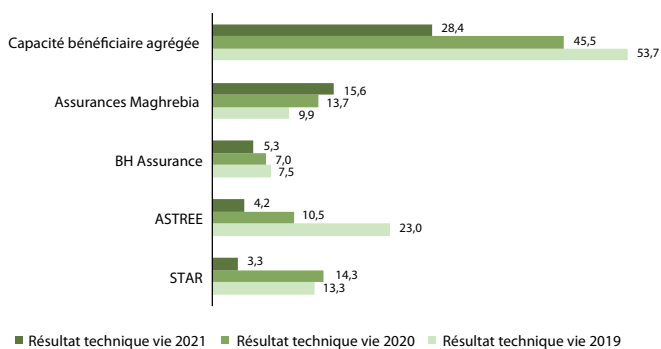


c) Une activité financière solide

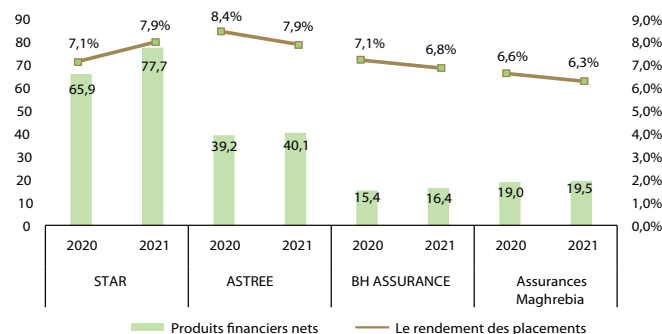
Incontestablement, les assureurs cotés ont réussi à compenser leurs pertes techniques par les bénéfices financiers. C'est le cas

notamment de la **STAR** et de la **BH Assurance** qui ont affiché des produits financiers nets en progression respective de 17,9% et 6,7%.

Evolution des résultats techniques vie des assureurs cotés (en MDt)



Produits financiers nets et rendement des placements des assureurs cotés (en MDt)



■ L'assureur qui jouit du portefeuille d'actifs le plus conséquent est, sans conteste, la **STAR**. Le portefeuille de placements du leader du secteur a été d'une valeur de 917MDt à fin 2021. La rentabilité des placements nets de la STAR s'est améliorée pour s'établir à 7,9% contre 7,1% en 2020.

■ Il convient, par ailleurs, de rappeler qu'au-delà de la valeur comptable nette de ces placements, les participations historiques dans des sociétés cotées dégagent des plus-values latentes de 245MDt au 31/12/2021. Le portefeuille de placement représente une valeur marchande de plus de 1,2 milliard de dinars à fin 2021. Le passage aux normes IFRS serait, particulièrement, bénéfique à l'assureur qui verrait ses actifs et ses fonds propres se renforcer davantage. La forte exposition du portefeuille au BTA et obligations à taux fixe ne pénalisera pas pour autant la valeur du portefeuille lors du passage aux normes

internationales au vu de la durée court terme de ces placements.

■ **ASTREE** jouissant d'un portefeuille de placements d'une valeur de 530MDt à fin 2021, affiche un taux de rendement de 7,9% équivalent à celui de la STAR. L'assureur présente la structure de placements la plus équilibrée en termes de titres à revenu variable et ceux à revenu fixe.

■ **Assurances Maghreb** bénéficie également d'un large portefeuille de placements d'une valeur de 725MDt. Toutefois, le rendement de ce portefeuille a été le plus modeste du secteur s'établissant à 6,3%. L'assureur est exposé à hauteur de 80% à des BTA et obligations, ce qui l'impactera négativement lors du passage aux normes internationales.

■ Le rendement des placements de la **BH Assurance** a été de 6,8% pour une valeur de portefeuille de 192MDt.

■ L'activité financière en 2022 devrait profiter du relèvement du taux directeur de la Banque Centrale et de taux Minimum de Rémunération de l'Épargne et par conséquent du taux de rendement des dépôts.

■ L'activité financière des assureurs devrait aussi profiter de l'abandon de la retenue à la source définitive et libératoire de 35% et sa fixation à 20% pour l'ensemble des produits de taux, et de la levée graduelle des restrictions, depuis 2021, sur les distributions de dividendes qui ont pesé sur le rendement et la valorisation du secteur bancaire et de certaines valeurs financières en 2019 et 2020.

2-3- La solidité bilantielle des assureurs cotés

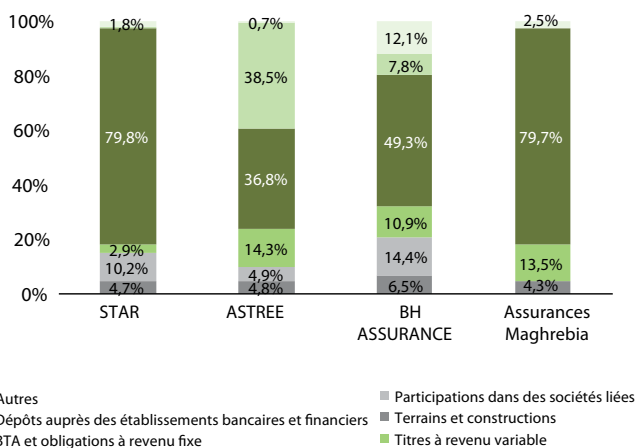
■ Nous avons essayé de mesurer la solidité bilantielle des assureurs par le ratio de solvabilité (Marge de solvabilité réelle/Marge de

solvabilité réglementaire) et le taux de couverture (Placements/Provisions) servant de proxy pour l'évaluation de la gestion actifs/passifs des assureurs. Dans le cadre de l'alignement du secteur aux exigences prudentielles avec les standards internationaux, un nouveau cadre réglementaire a été adopté par le Comité Général des Assurances portant sur le projet de mise en place d'un référentiel de Solvabilité Basée sur les Risques.

■ Uniquement la **STAR**, communique son ratio de solvabilité. L'assureur affiche une marge confortable, dépassant largement la norme réglementaire requise. La marge réglementaire réelle de la STAR représente 440% la marge réglementaire requise.

■ En termes de taux de couverture des provisions par les placements financiers, le ratio est bien en dessus de la norme de 100% pour l'ensemble du secteur coté.

Structure des placements des assureurs cotés en 2021



En MDt	Solidité bilantielle			
	Taux de couverture (Placements/Provisions)		Ratio de solvabilité	
	2020	2021	2020	2021
STAR	110,9%	107,6%	420%	440%
ASTREE	125,1%	117,7%	n.c	n.c
BH Assurance	105,0%	107,0%	n.c	n.c
Assurances Maghreb	114,4%	126,4%	n.c	n.c
Médiane du secteur	112,6%	112,6%		

«Il convient, par ailleurs, de rappeler qu'au-delà de la valeur comptable nette des placements de la STAR, les participations historiques dans des sociétés cotées dégagent des plus-values latentes de 245MDt au 31/12/2021. Le portefeuille de placement représente une valeur marchande de plus de 1,2 milliard de dinars à fin 2021. Le passage aux normes IFRS serait, particulièrement, bénéfique à l'assureur qui verrait ses actifs et ses fonds propres se renforcer davantage. La forte exposition du portefeuille au BTA et obligations à taux fixe ne pénalisera pas pour autant la valeur du portefeuille lors du passage aux normes internationales au vu de la durée court terme de ces placements»

Multiples de valorisation des assureurs cotés

Société	P/E		P/B		Dividend yield	
	2021	2022e	2021	2022e	2021	2022e
STAR	13,7	12,1	0,8	0,8	2,8%	2,8%
Maghrebias	8,6	7,5	1,8	1,4	3,9%	3,9%
BH Assurance	9,9	9,3	1,7	1,5	2,2%	2,2%
ASTREE	15,4	11,6	2,2	2,0	5,4%	5,4%
Médiane du secteur coté	11,8	10,4	1,8	1,4	3,4%	3,4%

2-4 Le rendement des titres des assureurs cotés:

■ Comme en témoigne le tableau des multiples de valorisation, tous les assureurs présentent des niveaux de valorisation acceptables. Toutefois, leurs rémunérations en dividendes nous semble peu généreuse. La STAR présente la valorisation la plus attractive en termes de P/B. Toutefois, elle est la plus chère en termes de P/E. La compagnie présente un rendement en dividendes 2022e de 2,8%, en dessous de la médiane du secteur coté qui s'établit à 3,4%.

■ ASTREE est l'assureur le plus cher en termes de P/B, traitant à un 2x le P/B estimé de 2022 contre un P/B médian de 1,4x pour le secteur coté. Cependant, la compagnie présente le rendement en dividendes le plus attractif.

■ BH Assurance traite en ligne avec médiane du secteur coté en termes de PE et de P/B, mais elle affiche le plus faible rendement en dividendes.

■ Maghrebias Assurances présente des ratios de valorisation attractifs, affichant un PER 2022e de 7,5x et P/B 2022e de 1,4x, en ligne avec la médiane du secteur. La compagnie affiche un rendement en dividendes estimé en 2022 de 3,9%.

2-5- La liquidité des titres des assureurs cotés:

■ La liquidité est jugée par le taux de rotation moyen des titres. Les titres échangés sont ajustés des transactions de bloc. A l'exception de Assurances Maghrebias qui jouit d'une liquidité moyenne sur la cote de la bourse, les autres compagnies d'assurance cotées semblent délaissées sur le marché. En effet, en raison d'un contexte économique épineux, le changement des normes réglementaires et le passage aux normes internationales dont l'impact est difficilement quantifiable, les investisseurs se montrent fébriles par rapport au secteur.

La moyenne des titres échangés (2018-Septembre 2022)*/ Nombre de titres du flottant

STAR	18%
ASTREE	17%
BH Assurance	28%
Assurances Maghrebias	41%

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

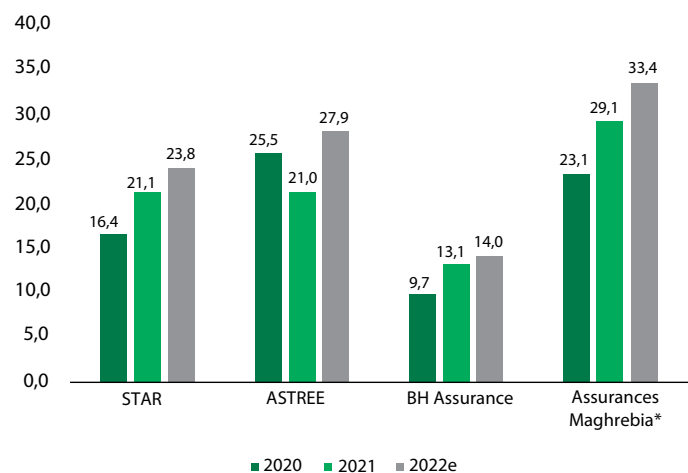
III- Perspectives 2022 et Opinions de Tunisie Valeurs

■ En 2022, le contexte opérationnel des assureurs a été difficile. Il a été marqué par une sinistralité qui ne cesse de s'aggraver pour les branches Automobile et Maladie. En effet, les règlements des sinistres pour la branche Automobile se sont accélérés en raison de la reprise de l'activité normale des tribunaux courant 2022. La branche Maladie a pâti de la recrudescence de la pandémie Covid-19.

■ Néanmoins, les réalisations des assureurs au 30 Juin 2022, nous ont réconforté quant aux prévisions pour l'exercice 2022. En effet, en dépit de la hausse de la sinistralité, tous les assureurs ont réussi à améliorer leurs résultats nets au 30 Juin 2022. L'activité financière continue d'alimenter les performances des compagnies cotées et de bonifier leurs résultats nets.

■ Le graphique ci-dessous présente les résultats nets estimés en 2022 des assureurs cotés.

Evolution de la capacité bénéficiaire des assureurs cotés (en MDT)



* Il s'agit des résultats nets part du groupe
Source: Estimations de Tunisie Valeurs

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

■ **STAR** : La STAR est incontestablement un titre de qualité. L'assureur préserve son positionnement de leader sur le marché local, et se distingue par rapport à ses pairs par sa solidité bilantielle. Un critère très important dans ce contexte de changement réglementaire et de passage aux normes IFRS dès le début de 2023. En effet, la compagnie jouit de larges fonds propres, lui permettant d'afficher une marge de solvabilité confortable, s'établissant 4,4x la marge réglementaire requise. L'assureur jouit, également, du portefeuille d'actifs le plus conséquent. La rentabilité des placements nets de la STAR a été la meilleure sur le marché en 2021. La STAR est prête pour le passage aux normes IFRS qui lui sera bénéfique. Au 30 Juin 2022, la compagnie a publié un résultat net en forte ascension de 51,1% à 12,8MDt porté par l'amélioration du résultat technique non-vie et ce grâce à une activité financière en nette amélioration. Au regard des niveaux attractifs de la valorisation actuelle notamment en termes de P/B. **Nous recommandons le titre à «l'Achat», particulièrement approprié pour un horizon de placement moyen- long termes.**

■ **ASTREE** : L'assureur affiche un business modèle résilient et une rentabilité satisfaisante. Le titre offre, également, le meilleur rendement en dividendes (5,4%) du secteur. Il s'agit, toutefois, du titre le plus cher en termes de P/B. La compagnie a publié un résultat net de 15,4MDt au terme du premier semestre de 2022, soit une hausse annuelle de 8,6%. **Nous recommandons de «Conserver» le titre.**

■ **BH Assurance** : La compagnie se distingue par un business modèle résilient et par une rentabilité récurrente. Le titre traite à des niveaux de valorisation attractifs, mais il affiche le plus faible rendement en dividendes. Au terme du premier semestre de 2022, le résultat net de l'assureur adossé à la BH Bank a quasiment doublé pour franchir la barre des 4MDt. Une performance attribuée, aussi bien à l'amélioration des résultats de l'activité technique non-vie et vie qu'à l'amélioration des revenus des placements. **Nous recommandons de «Conserver» le titre.**

■ **Assurances Maghreb** : Assurances Maghreb est aussi un titre de qualité. Le titre se distingue par la résilience de son business modèle et par la meilleure rentabilité technique (un ratio combiné de 82,8% en 2021,



Rédigé le 30/09/2022

Secteur du leasing

Tirant les leçons du passé, le secteur gagne en résilience

Points clés

- L'année 2021 a tenu ses promesses pour le secteur du leasing coté. Nos loueurs cotés ont poursuivi le redressement de leur activité et ont maintenu le cap sur la croissance bénéficiaire après une année 2020 laborieuse sur fond de crise sanitaire.
- L'année 2022 s'annonce sous de bons auspices pour le secteur du leasing coté. Nonobstant le relèvement du taux directeur de la BCT de 75pb depuis le mois de Mai 2022, impliquant un rétrécissement de la marge de manoeuvre des leaseurs en matière de taux et un resserrement du spread de leasing, nos leaseurs cotés devraient être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue.
- Depuis le début de l'année 2022, le secteur du leasing coté a affiché un parcours boursier exemplaire. La robuste croissance des bénéfices affichée en 2021 et sur le S1 2022, la politique de distribution généreuse de dividende pour la majorité des leaseurs cotés malgré les restrictions de distribution de dividendes imposées par l'autorité monétaire et l'amélioration globale des fondamentaux financiers du secteur sur les deux dernières années, ont été récompensées par les investisseurs. Tirant les leçons du passé, le secteur gagne en résilience, revenant de nouveau sous la loupe des investisseurs. Toutes les sociétés de leasing cotées traitent à moins que leurs fonds propres estimés pour 2022. Sur le papier, la valorisation du secteur est intéressante. Le secteur se distingue, également, par son rendement en dividendes alléchant. Mais, le manque de visibilité sur une poursuite du redressement de l'activité, des marges et de la profitabilité à moyen terme, ne plaident pas en faveur d'un positionnement sur le secteur à l'heure actuelle. La temporisation reste le mot d'ordre.

I- Présentation du secteur

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

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

de 50% dans le capital et une présence dans le tour de table de six leaseurs sur huit.

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

■ Si le poids du secteur est encore faible dans le financement de l'investissement ($\approx 7\%$ dans la FBCF en 2021) et dans la capitalisation boursière ($\approx 2\%$), sa contribution dans le marché obligataire est incontestable puisqu'il est à l'origine d'au moins le 1/3 des émissions obligataires chaque année.

■ Le matériel roulant accapare la part la plus importante dans la production des leaseurs (une part au-dessus de 70% annuellement).

II- Etat des lieux du secteur du leasing coté en 2021 et perspectives 2022

■ L'année 2021 a tenu ses promesses pour le secteur du leasing coté. Nos loueurs cotés ont poursuivi le redressement de leur activité et ont maintenu le cap sur la croissance bénéficiaire après une année 2020 laborieuse sur fond de crise sanitaire. En réalité, les leaseurs cotés ont dû composer avec une conjoncture contrastée, marquée par:

- une croissance économique au ralenti et un investissement en berne générant une baisse de la demande de financement de

Le secteur du leasing coté en chiffres (2021)

- 7 établissements cotés
- Une contribution de **7,4%** dans la formation brute du capital fixe
- Une capitalisation boursière de **389,7** millions de dinars soit **1,7%** de la capitalisation du marché
- **1,5** milliard de dinars de mises en force
- **231,8** millions de dinars de produit net de leasing
- **55,3** millions de dinars de bénéfices nets individuels agrégés
- Un flottant moyen de **21,6%**
- **1,7%** des échanges annuels du marché

Ratios boursiers*

- PER 2022e: 6,6x
- P/B ajusté** 2022e: 0,6x
- Dividend yield 2022e: 7,6%
- ROE 2021: 10,7%
- Performance annuelle***: **+20,6%**

* Données au 30 Septembre 2022

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

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

Société	Date de création	Nombre d'agences	Actionnaire de référence	Pourcentage de contrôle
Tunisie Leasing & Factoring	1984	13	Groupe Amen	57,9%
CIL	1992	10	Société Générale Financière*	35,3%
ATL	1993	11	Arab Tunisian Bank	40,7%
Attijari Leasing	1994	14	Groupe Attijari Bank	66,0%
BH Leasing	1997	5	Groupe BH Bank	74,8%
Best Lease	1999	9	Groupe Al Baraka Bank	64,3%
Hannibal Lease	2001	7	Groupe Djilani	41,9%

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

certains secteurs, un allongement des délais de paiement et la raréfaction des bonnes signatures,

- Un environnement relativement stable voire baissier des taux suite au maintien du taux directeur de la BCT à 6,25% et à la baisse du TMM annuel moyen de 62pb à 6,2%.

- Un apaisement des tensions sur la liquidité bancaire et un retour de la liquidité vers le marché obligataire, malgré une activité intense d'émission d'emprunts d'Etat, garantissant un meilleur accès au refinancement pour les leaseurs.

■ L'année 2022 s'annonce sous de bons auspices pour le secteur du leasing coté. Nonobstant le relèvement du taux directeur de la BCT de 75pb depuis le mois de Mai dernier, impliquant un rétrécissement de la marge de manoeuvre des leaseurs en matière de taux et un resserrement du spread de leasing, nos leaseurs cotés devraient être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue.

1) Les mises en force : une reprise de rattrapage

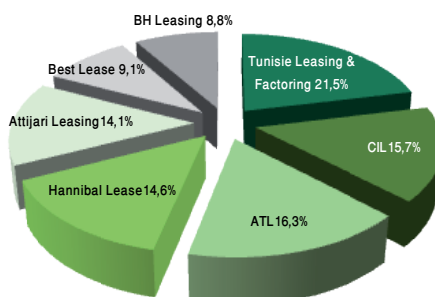
■ En 2021, la production des leaseurs cotés a repris du poil de la bête, rompant ainsi avec trois

années baissières de suite. Les mises en force des loueurs cotés ont bondi de 18,3% à 1,5 milliard de dinars. L'activité de distribution du leasing du secteur a profité de l'apaisement des tensions sur la liquidité bancaire, du retour de l'épargne vers le marché obligataire et de la création, depuis 2020, d'une facilité de refinancement à un mois pour les banques dédiée aux créances envers les établissements de leasing. L'amélioration de la disponibilité des fonds a permis aux leaseurs cotés de dépasser leur niveau de production d'avant Covid. Rappelons, à cet effet, que le refinancement est par essence au coeur de l'activité de leasing : les sociétés se financent en « gros » pour prêter au « détail ».

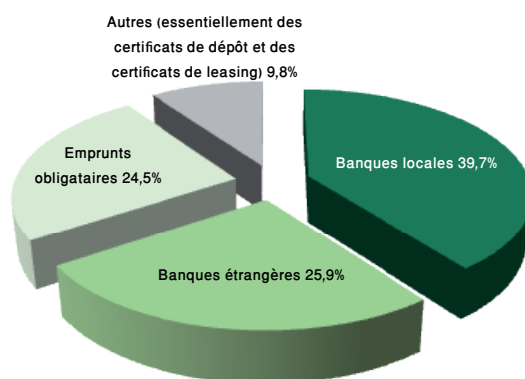
■ Il est à noter, par ailleurs, que la croissance des mises en force du secteur, en 2021, a profité aussi d'une base de comparaison favorable, après une année 2020 profondément marquée par la crise sanitaire et le gel de l'activité économique (une récession économique de -8,7%), impliquant un premier semestre 2020 presque « blanc » pour les compagnies de leasing.

■ Force est de constater que l'encours de leasing et l'encours des ressources du secteur coté ont poursuivi, en 2021, leur trajectoire baissière et ce, pour la troisième année de suite. En effet, l'encours de leasing et l'encours des ressources ont respectivement régressé de 4,2% à 3,5 milliards de dinars et de 4% à 2,9 milliards de dinars. Il semble que les loueurs cotés aient préféré se concentrer sur l'assainissement de leur portefeuille et la gestion de leurs ressources financières, le temps que la demande reprenne.

Parts de marché des leaseurs cotés en termes d'encours de leasing (2021)



Structure des ressources du secteur du leasing coté (2021)





■ Toutes les compagnies de leasing ont enregistré des évolutions positives de leurs mises en force, ce qui est une performance en soi dans le contexte pandémique qui a prévalu en 2021.

■ La meilleure performance du secteur coté, sur le front des mises en force, est revenue à la CIL. Le loueur a affiché une envolée de ses mises en force de 33,1% à 274MDt. Si le leaseur indépendant a, de tout temps, réussi à imposer sa rigueur comme exemple, il continue d'afficher l'exposition la plus élevée au secteur du tourisme, à l'échelle du secteur coté (une proportion de 20,5% de l'encours de leasing est destinée au secteur du tourisme, à fin 2021).

■ BH Leasing a parcouru, en 2021, un bon millésime. La filiale du Groupe BH a vu ses mises en force s'envoler de 32,1% à 113,6MDt. Avec une part de marché de 7,4% (en termes de mises en force), l'influence de la compagnie de leasing reste limitée sur le marché.

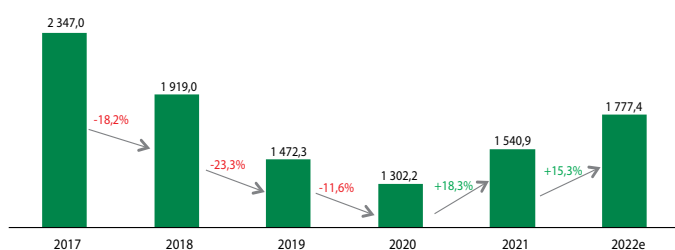
■ ATL a affiché un beau parcours en 2021. Les mises en force de la filiale du Groupe ATB se sont accrues de 25,1% à 256MDt. La compagnie continue à occuper la troisième place du podium du secteur coté en termes de mises en force avec une part de marché de 16,6%.

Parts de marché en termes de mises en force	2020	2021	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	23,7%	21,4%	▼
CIL	15,8%	17,8%	▲
ATL	15,7%	16,6%	▲
Hannibal Lease	15,4%	15,4%	≈
Attijari Leasing	13,9%	13,3%	▼
Best Lease	8,9%	8,2%	▼
BH Leasing	6,6%	7,4%	▲

■ Les mises en force de Hannibal Lease ont repris, en 2021, le chemin de la croissance (+18,5% à 237,1MDt). Il semble que la stratégie de conquête des parts de marché suivie sur les dernières années ait amené le leaseur indépendant à s'exposer plus aux secteurs du tourisme et du BTP, comparativement à ses pairs cotés. Hannibal Lease affiche, en effet, une des expositions les plus élevées à ces deux secteurs, en 2021, à l'échelle du secteur coté (une exposition de 12,6% au secteur du BTP et de 15,9% au secteur du tourisme). La compagnie a annoncé, début Septembre 2022, que sa demande

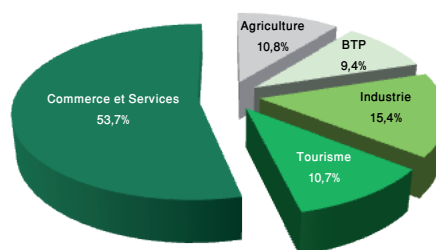
d'agrément déposée auprès de la Banque Centrale, le 27 Mars 2020, pour se transformer en banque digitale n'a pas eu de suite favorable auprès de la commission des agréments. Hannibal Lease assure qu'elle continuera à explorer d'autres pistes de développement afin de capitaliser sur les efforts déployés en termes de recherches et d'expertise acquise en matière de déploiement de la plateforme de banque digitale. Par ailleurs, la société indique qu'elle continuera à fonctionner de manière habituelle dans le cadre de son agrément d'établissement financier spécialisé dans le leasing.

Evolution des mises en force du secteur du leasing coté en MDt



Mises en force (MDt)	2020	2021	Variation	2022e	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	308,7	329,7	+6,8%	342,9	+4,0%
CIL	205,8	274,0	+33,1%	346,9	+26,6%
ATL	204,7	256,0	+25,1%	296,5	+15,8%
Hannibal Lease	200,1	237,1	+18,5%	316,7	+33,6%
Attijari Leasing	180,8	204,6	+13,2%	233,7	+14,2%
Best Lease	116,2	126,0	+8,4%	124,3	-1,3%
BH Leasing	86,0	113,6	+32,1%	116,5	+2,6%
Secteur coté	1302,2	1540,9	+18,3%	1777,4	+15,3%

Structure de l'encours de leasing du secteur coté par secteur d'activité (2021)



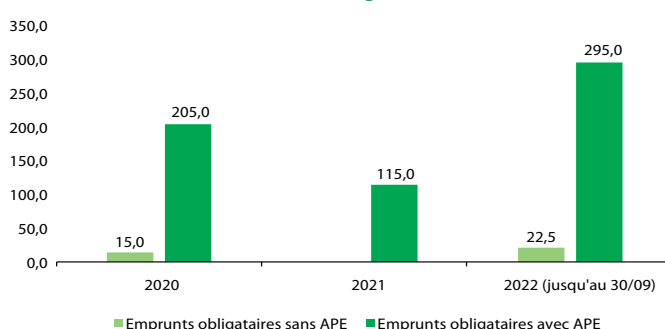
«Hannibal Lease affiche, à fin 2021, des expositions aux secteurs du tourisme et du BTP parmi les plus élevées du secteur du leasing coté»

■ L'année 2022 s'annonce porteuse pour le secteur au rayon de la production. La poursuite de l'apaisement des tensions sur la liquidité bancaire (notamment en raison de remboursements importants de bons du Trésor) et sur le ratio de transformation réglementaire «Crédits/Dépôts» des banques, l'existence d'une situation de surliquidité sur le marché obligataire comme en témoigne le montant important des levées obligataires réalisées depuis le début de l'année par le secteur du leasing coté sont autant de facteurs qui devraient favoriser une poursuite de la croissance au niveau des mises en force sur l'année pleine 2022 et ce, malgré le repli des ventes des concessionnaires automobiles en Tunisie sur fond de crise des semi-conducteurs. Cette crise a tangué l'industrie automobile partout ailleurs dans le monde et retardé les livraisons de matériel roulant. D'ailleurs, les chiffres du premier semestre sont très révélateurs : une hausse moyenne des mises en force des loueurs cotés de 14,2% à 864,6MDt. A notre avis, la croissance des mises en force du secteur coté devrait s'établir à 15,3% à 1,8 milliard de dinars sur toute l'année 2022.

2) Le Produit Net de Leasing : une amélioration continue des spreads

■ En 2021, le produit net de leasing du secteur coté a poursuivi son trend haussier entamé en 2020. Le PNL de nos loueurs cotés s'est, en effet, engraisé de 17,3% à 231,8MDt. A l'exception de **Tunisie Leasing et Factoring**, toutes les compagnies de leasing cotées ont affiché des croissances à deux chiffres au niveau de leur produit net de leasing.

Evolution du montant des émissions obligataires du secteur du leasing coté en MDt



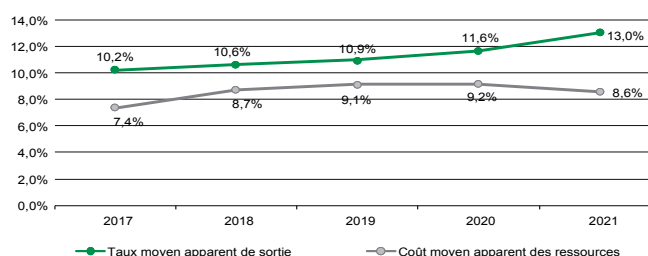
■ Cette progression notable des PNL chez nos leaseurs cotés trouve, principalement, son origine dans l'amélioration sensible des spreads de leasing. L'amélioration du coût des ressources (baisse du TMM annuel moyen de 62pb à 6,2% en 2021, générant un recul du coût des ressources moyen apparent de 60pb à 8,6%, selon nos estimations) couplée à l'augmentation du taux de sortie moyen apparent (+140pb à 13%), suite à l'octroi de nouveaux financements à des taux plus favorables aux leaseurs, a exercé un effet ciseaux positif sur le spread du leasing moyen apparent du secteur coté (+200pb à 4,5%, selon nos calculs), en 2021.

■ La baisse du produit net de leasing affichée chez le leader du secteur, **Tunisie Leasing et Factoring** (TLF) est une évolution en trompe-l'oeil car elle tient compte de produits d'exploitation exceptionnels engrangés en 2020. Il s'agit de la plus-value de cession de la participation de TLF dans le capital de la société Tunisie Valeurs (cession de 15% du capital, dégageant une plus-value de 9,3MDt) dans le cadre de l'OPA

obligatoire de cette dernière. A cette plus-value, il faudrait ajouter les dividendes exceptionnels de la filiale algérienne de TLF, Maghreb Leasing Algérie (MLA), portant sur une enveloppe globale de 14MDt. En retraitant ces deux éléments exceptionnels, la baisse de 18,7% en 2021 à 59MDt du PNL de TLF devient une croissance de 19,8%.

«Hors éléments exceptionnels, la variation du PNL de Tunisie Leasing et Factoring, en 2021, par rapport à 2020, ressort à +19,8%»

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



Produit net de leasing (MDt)	2020	2021	Variation	2022e	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	72,6	59,0	-18,7%	65,9	+11,8%
CIL	29,8	36,3	+21,8%	40,6	+11,7%
ATL	30,2	39,6	+31,3%	39,8	+0,4%
Attijari Leasing	21,4	27,6	+29,1%	29,1	+5,2%
Hannibal Lease	17,3	30,6	+76,8%	35,9	+17,3%
Best Lease	17,8	25,0	+39,9%	32,4	+30,0%
BH Leasing	8,5	13,7	+61,2%	16,6	+21,1%
Secteur coté	197,6	231,8	+17,3%	260,3	+12,3%

Spreads de leasing moyens apparents	2020	2021	Variation en pb
Tunisie Leasing & Factoring	2,5%	3,6%	115
CIL	4,5%	5,8%	137
ATL	3,4%	5,1%	164
Attijari Leasing	2,9%	4,4%	144
Hannibal Lease	1,2%	4,5%	333
Best Lease	1,1%	4,9%	381
BH Leasing	0,6%	2,8%	222
Secteur coté	2,5%	4,5%	200



■ Les sociétés **CIL** et **ATL** affichent, en 2021, les spreads de leasing les plus élevés du secteur. Les deux sociétés profitent de :

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

2) une gestion optimisée de leur coût des ressources avec une exposition faible aux certificats de dépôt et aux certificats de leasing (une proportion de 7,1% pour la **CIL**, de 4,6% pour l'**ATL** contre une exposition moyenne de 11,7% pour la concurrence cotée.

3) Le fait que la **CIL** prévoit, désormais, au niveau de ses nouveaux contrats de leasing des clauses permettant de réviser le montant des intérêts facturés aux clients en fonction du changement du TMM, afin de juguler le risque de taux.

■ **Best Lease** a enregistré l'amélioration la plus importante du spread de leasing apparent moyen. Ce dernier a augmenté de 381pb, selon nos estimations, à 4,9%. Opérant conformément aux préceptes de la finance islamique, la filiale du Groupe Al Baraka Bank se finance majoritairement à taux fixe, ce qui la met à l'abri des fortes fluctuations du TMM. Par ailleurs, la compagnie s'est spécialisée au fil des années dans la niche des petits tickets (moins de 20 mille dinars), impliquant un pouvoir de négociation plus élevé pour la compagnie face à sa clientèle.

«La décélération attendue du rythme de la production et le contexte haussier des taux devraient ralentir la croissance du PNL du secteur du leasing coté en 2022, comparativement à 2021»

■ **Hannibal Lease** affiche la hausse du taux de sortie moyen apparent la plus prononcée à l'échelle du secteur coté en 2021. Ce dernier a signé une avancée de 216pb à 12,9%, selon nos estimations. Le leaseur indépendant semble changer de politique commerciale après avoir longtemps privilégié les volumes aux dépens de la rentabilité.

■ **Attijari Leasing** poursuit sur sa lancée commerciale profitant d'importantes synergies avec sa société mère, Attijari Bank. Le loueur a réalisé un sursaut de 29,1% à 27,6MDt au niveau de son produit net de leasing, en 2021. Dans le cadre de sa récente sortie obligataire avec Appel Public à l'Épargne de 30MDt bouclée en Août dernier, le leaseur a dévoilé un nouveau business plan, tablant sur une croissance annuelle moyenne du produit net de leasing de 7,4% sur la période 2022-2026.

■ En 2022, nous nous attendons à une décélération de la croissance du produit net de leasing du secteur coté, comparativement à l'année 2021. Le ralentissement attendu du rythme de la production et le rehaussement du taux directeur

de la BCT de 75pb à 7%, depuis le mois de Mai dernier, impliquant une hausse du TMM, devrait peser sur la génération de PNL des leaseurs cotés. Il convient de rappeler que le secteur du leasing est exposé au risque de taux du fait qu'une partie de ses emprunts sont à taux variable, alors que ses emplois sont pour leur majorité à taux fixe. A la lumière des réalisations de la première moitié de 2022 (une augmentation du PNL agrégé du secteur coté de 15,7% à 129,4MDt), nous anticipons une progression du PNL agrégé du secteur coté de 12,3% à 260,3MDt sur l'année pleine.

3) La productivité : en amélioration malgré le contexte inflationniste et le climat social tendu

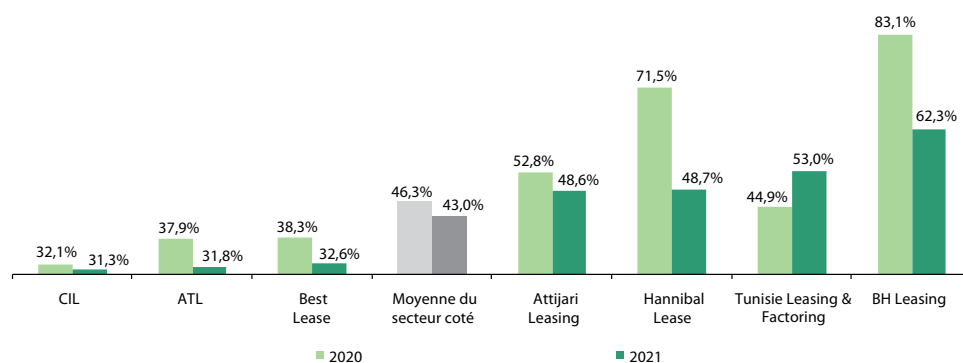
■ Malgré un environnement inflationniste et un climat social tendu, le secteur du leasing coté a réussi à améliorer sa productivité. La croissance vigoureuse du

produit net de leasing a permis au secteur d'absorber la hausse des frais généraux (+16,2% à 97,4MDt). Ainsi, le coefficient d'exploitation moyen du secteur s'est rétracté de 3,2 points de pourcentage à 43%.

■ L'augmentation soutenue des frais généraux est attribuable à la flambée des charges de personnel (+13,9% à 61,3MDt) qui a été alimentée par l'accord de la place signé en Juillet 2021, prévoyant l'augmentation salariale (+5,3% au titre de l'exercice 2020 et de 6,7% au titre de l'exercice 2021) et la modification de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite à 12 mois au lieu de 6 mois. L'élargissement des frais généraux est, également, imputable à la progression des autres charges d'exploitation (+22,6% à 30,2MDt) sous l'effet, principalement, de la contribution aux mesures de soutien de l'Etat.

« Malgré le contexte inflationniste et le climat social tendu, le secteur du leasing coté a réussi, en 2021, à améliorer sa productivité. La croissance vigoureuse du PNB a permis au secteur coté d'absorber la flambée des frais généraux »

Evolution du coefficient d'exploitation du secteur du leasing coté



■ Toutes les compagnies de leasing cotées ont affiché une amélioration de leur coefficient d'exploitation hormis **Tunisie Leasing et Factoring** dont le coefficient d'exploitation a augmenté de 8,1 points de pourcentage à 53%. Mais, cette évolution est à relativiser car l'année 2021 a été marquée par une normalisation du produit net de leasing après une année 2020 marquée par des produits d'exploitation exceptionnels.

■ **CIL** (un coefficient d'exploitation de 31,3% à fin 2021), **ATL** (un coefficient d'exploitation de 31,8% à fin 2021) et **Best Lease** (un coefficient d'exploitation de 32,6% à fin 2021) forment le trio des sociétés de leasing les plus productives du secteur coté en termes de coefficient d'exploitation. Ces dernières continuent à récolter les fruits de leur gestion rigoureuse et de leur politique d'optimisation des ressources humaines et matérielles.

■ **Hannibal Lease** et **BH Leasing** ont enregistré les baisses les plus significatives de leur coefficient d'exploitation sur l'année dernière. Les deux compagnies ont respectivement vu leur coefficient d'exploitation se plier de 22,8 point de pourcentage à 48,7% et de 20,7 points de pourcentage à 62,3%. Cette amélioration de la productivité trouve son origine dans une hausse du PNL plus rapide que celle des frais généraux.

■ Sur l'année 2022, nous pensons que le secteur du leasing coté devrait continuer à afficher une amélioration de sa productivité en raison d'une croissance soutenue du PNL et d'une meilleure maîtrise des frais généraux. Notons que sur

le premier semestre de l'année en cours, le coefficient d'exploitation agrégé du secteur coté a enregistré une baisse de 3,8 points de pourcentage à 39,4%, soit un niveau parmi les plus faibles sur la dernière décennie. Cette tendance devrait se poursuivre sur l'année pleine. Selon nos estimations, en 2022, le secteur coté devrait enregistrer un repli de son coefficient d'exploitation de 3,1 points de pourcentage à 40%.

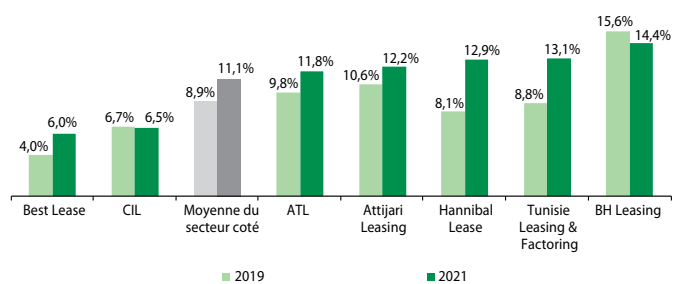
4) La qualité du portefeuille : une évolution contrastée en 2021

■ La qualité du portefeuille du secteur du leasing coté a affiché en 2021 une évolution contrastée avec une dégradation du taux des créances classées et une amélioration de leur taux de couverture par les provisions et agios réservés. Un constat qui trouve sans doute son origine dans la dégradation de la conjoncture économique et les dégâts de la crise de la Covid-19, d'une part, et dans les exigences supplémentaires de provisionnement imposées par l'institut d'émission, d'autre part.

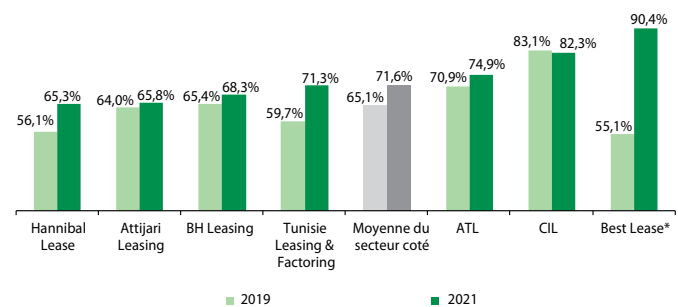
■ Selon nos estimations, le volume des créances classées du secteur coté s'est accru de 5,2% à 407,7MDt. Le taux des créances classées agrégé du secteur coté a, pour sa part, affiché une avancée de 0,9 point de pourcentage à 11,1%, en 2021.

■ S'agissant du taux de couverture des créances classées, il s'est amélioré, en 2021, de 3,7 points de pourcentage à 71,6%, dépassant ainsi le seuil recommandé par la BCT (de 70%).

Evolution du taux des créances classées



Evolution du taux de couverture des créances classées



* Il s'agit d'un taux estimé par Tunisie Valeurs pour les années 2019 et 2021.

■ Sur le front du coût du risque, nos leaseurs cotés ont enregistré une quasi-stagnation de leurs dotations nettes aux provisions sur risques clients et résultats des créances radiées à 52MDt (dont près de 1MDt de provisions collectives).

■ Toutes les compagnies de leasing cotées ont enregistré une hausse de leur taux des créances classées, comparativement à la période pré-Covid, à l'exception

de **CIL** et **BH Leasing**. Ces deux loueurs semblent récolter les fruits des efforts d'assainissement du bilan.

■ **Best Lease** et **CIL** jouissent des meilleures qualités du portefeuille du secteur. Ce sont les seules compagnies qui affichent un taux des créances classées inférieur à 7% et un taux de couverture supérieur à 80%.

«La qualité du portefeuille du secteur du leasing coté a affiché en 2021 une évolution contrastée avec une dégradation du taux des créances classées et une amélioration de leur taux de couverture par les provisions et agios réservés»



■ A l'opposé, **Tunisie Leasing et Factoring, ATL et Hannibal Lease** ont été incontestablement les sociétés dont le portefeuille des créances a souffert le plus de la conjoncture morbide et de la crise de la Covid-19. Elles affichent les hausses les plus soutenues du taux des créances classées, comparativement à l'année 2019. En revanche, ces «big players» du secteur ont déployé d'importants efforts de provisionnement pour couvrir convenablement leurs risques. Ceci leur a permis d'améliorer sensiblement leur taux de couverture des créances classées (voir le graphe du taux de couverture des créances classées de la page précédente).

■ En 2022, nous nous attendons à une poursuite de la dégradation de la qualité du portefeuille du secteur coté en raison d'une conjoncture économique profondément marquée par la crise et la hausse des risques d'impayés. D'ailleurs, les chiffres du premier semestre

de l'année en cours confirment ce scénario. Les états financiers semestriels des leaseurs cotés font, en effet, ressortir une hausse quasi-généralisée du taux des créances classées (voir tableau ci-dessous).

■ Sur le front du coût du risque, nous constatons une baisse moyenne de l'enveloppe des dotations nettes aux provisions sur risques clients et résultats des créances radiées du secteur du leasing coté de 12,4% à 29,6MDt, sur le premier semestre de 2022. Mais, cette évolution ne nous donne qu'une vision partielle du coût du risque à comptabiliser par les établissements de leasing sur l'année pleine. En tout état de cause, et étant donné la dégradation de la qualité du portefeuille du secteur coté sur le premier semestre, nous anticipons une hausse du coût du risque sur l'année 2022. Cette dernière devrait s'établir à +8,4% à 56,4MDt.

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

5) La rentabilité nette et la rentabilité financière : 2021, l'année de la croissance par excellence pour les leaseurs cotés

■ 2021 a été l'année de la croissance par excellence au chapitre de la rentabilité pour les loueurs cotés. La masse bénéficiaire du secteur coté (les bénéfices individuels agrégés) a quasiment doublé à 55,3MDt, dépassant de loin son niveau pré-Covid (une capacité bénéficiaire agrégée de 21,5MDt en 2019).

■ La croissance de la production, la maîtrise des marges, l'amélioration

de la productivité et la stagnation du coût du risque sont les facteurs qui expliquent des résultats en bonne mine en 2021. Le sursaut affiché au niveau des résultats a permis de rehausser la rentabilité financière (ROE) des leaseurs cotés, passant à 10,7%, en moyenne, en 2021, contre 8,1% en moyenne en 2020. Mais, ce niveau de rentabilité des capitaux propres reste tout de même faible comparativement à l'industrie bancaire (un ROE moyen pour le secteur bancaire coté de 14,4%, à fin 2021).

■ Toutes les compagnies de leasing cotées sont parvenues, en 2021, à enregistrer une croissance bénéficiaire. Certaines sociétés qui étaient déficitaires en 2020 (**Hannibal Lease** avec des pertes de 4MDt et **BH Leasing** avec un déficit de 0,5MDt) ont réussi à renouer avec les profits en 2021.

Taux des créances classées	2021	S1 2022
Tunisie Leasing & Factoring	13,1%	12,6%
CIL	6,5%	9,8%
ATL	11,8%	11,2%
Attijari Leasing	12,2%	12,2%
Hannibal Lease	12,9%	14,2%
Best Lease*	6,0%	7,5%
BH Leasing	14,4%	16,9%

* Il s'agit d'un taux estimé par Tunisie Valeurs pour le premier semestre de 2022.

Taux de couverture des créances classées	2021	S1 2022
Tunisie Leasing & Factoring	71,3%	80,6%
CIL	82,3%	57,0%
ATL	74,9%	80,5%
Attijari Leasing	65,8%	64,1%
Hannibal Lease	65,3%	68,1%
Best Lease**	90,4%	55,8%
BH Leasing	68,3%	64,5%

** Il s'agit d'un taux estimé par Tunisie Valeurs.

Résultat net (MDt)	2020	2021	Variation	2022e	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	2,6	4,5	+71,9%	11,4	+153,9%
CIL	12,5	15,2	+21,7%	18,6	+22,5%
ATL	5,5	11,3	+107,3%	13,3	+17,4%
Attijari Leasing	5,1	8,9	+74,8%	7,1	-20,4%
Hannibal Lease	-4,0	4,1	-	1,2	-70,2%
Best Lease	6,9	10,1	+46,3%	12,9	+27,9%
BH Leasing	-0,5	1,1	-	0,8	-28,8%
Secteur coté	28,1	55,3	+96,9%	65,4	+18,2%

«La croissance de la production, la maîtrise des marges, l'amélioration de la productivité et la stagnation du coût du risque sont les facteurs qui expliquent des résultats nets en bonne mine en 2021»

■ Vu le durcissement de l'environnement opérationnel en Tunisie et l'âpreté de la concurrence, la pérennité des sociétés de leasing devient de plus en plus tributaire de deux paramètres : (1) la croissance saine et (2) la recherche de nouveaux relais de croissance. La plupart des sociétés de leasing sont d'ailleurs en train d'explorer des pistes de diversification: nouveaux produits comme le Factoring (exercé par Tunisie Leasing et Factoring et par Attijari Leasing), la Location Longue Durée (exercée par les Groupes Tunisie Leasing et Factoring, Hannibal Lease et ATL) et le leasing opérationnel immobilier exercé par le Groupe Hannibal Lease et/ou nouveaux marchés (Afrique et Algérie comme c'est le cas pour le Groupe Tunisie Leasing et Factoring).

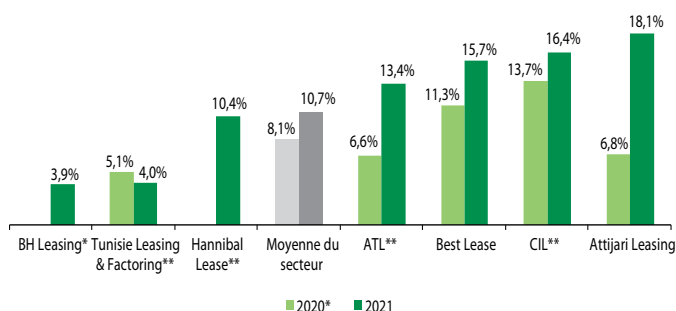
■ Attijari Leasing (un ROE de 18,1%), CIL (un ROE consolidé de 16,4%) et Best Lease (un ROE

de 15,7%) ont été les références du secteur coté en termes de rentabilité financière, en 2021. Ces sociétés ont profité d'une activité commerciale bien portante et d'une bonne maîtrise des charges.

■ A l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les compagnies qui affichent les ROE les plus faibles du secteur coté, en 2021. Il s'agit de BH Leasing (un ROE de 3,9%) et de Tunisie Leasing et Factoring (un ROE de 4%). Cette dernière a été le seul loueur coté à voir sa rentabilité financière diminuer en 2021, comparativement à 2020 (-1,1 points de pourcentage).

■ L'exercice 2022 s'annonce porteur sur le front de la rentabilité pour le secteur du leasing coté. Les leaseurs de la cote ont réalisé une croissance de 83,4% à 33,6MDt de leur masse bénéficiaire agrégée, sur le premier semestre de 2022. Par ailleurs, toutes les compagnies ont réussi à dégager des bénéfices sur la première moitié de l'année.

Evolution de la rentabilité financière du secteur (ROE)*



* Le ROE de BH Leasing et de Hannibal Lease est négatif en 2020.

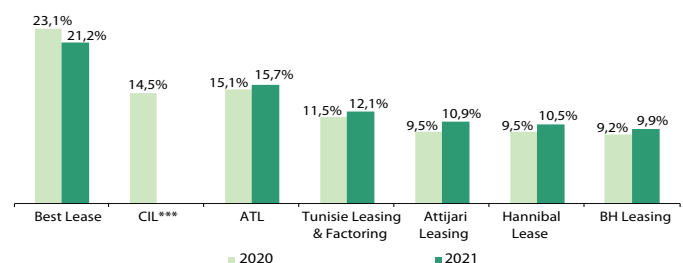
** Le ROE de Tunisie Leasing et Factoring, de l'ATL, de la CIL et de Hannibal lease est calculé sur la base des comptes consolidés.

■ Au vu des réalisations semestrielles, du ralentissement attendu de la cadence de la production, comparativement à 2021, et tenant compte de la décélération anticipée de la croissance du Produit Net de Leasing, nous tablons sur un ralentissement de la croissance bénéficiaire sur l'année pleine 2022. Nous prévoyons, en effet, une progression de la masse bénéficiaire du secteur coté de 18,2% (contre 55,3MDt en 2021) à 65,4MDt. Le ROE agrégé moyen du secteur coté devrait, quant à lui, s'établir à 9,6%.

6) La solvabilité: une consolidation de l'assise financière du secteur dans la continuité des dernières années

■ En 2021, le secteur du leasing coté a affiché une consolidation générale de sa solvabilité dans la continuité des dernières années. La majorité des loueurs cotés ont enregistré une amélioration de leur ratio de solvabilité Tier 1 et de leur ratio de solvabilité globale comme le montre le graphe et le tableau ci-contre. Par ailleurs, tous les leaseurs de la cote affichent des ratios de solvabilité supérieurs aux

Evolution du ratio de solvabilité Tier 1



*** Pour l'année 2021, le ratio de solvabilité Tier 1 de la CIL est non communiqué.

Ratio de solvabilité globale	2020	2021	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	18,0%	19,3%	▲
CIL	15,4%	NC	-
ATL	18,7%	18,7%	≈
Attijari Leasing	14,8%	15,5%	▲
Hannibal Lease	13,5%	15,9%	▲
Best Lease	NC	NC	-
BH Leasing	13,6%	13,4%	▼

planchers réglementaires (de 7% pour le ratio de solvabilité Tier 1 et de 10% pour le ratio de solvabilité globale).

■ La consolidation de l'assise financière du secteur coté trouve son origine dans la jonction de plusieurs facteurs favorables:

- Le renforcement de la capacité bénéficiaire,

- Les conditions de distribution des dividendes au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020, imposées par la Banque Centrale pour renforcer la capacité de résilience des banques et des établissements financiers face à la crise de la Covid-19****,

**** La BCT a publié le 19 Mars 2021 une note aux banques et aux établissements financiers (la note n°2021-08). Selon cette note, les banques et les établissements financiers peuvent distribuer des dividendes sur les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 à condition que leurs ratios de solvabilité et de Tier 1, après déduction du montant des dividendes à verser, dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5% au moins. Il est à préciser que le montant des dividendes à verser ne peut dépasser 35% des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020.



- La baisse de l'encours de leasing impliquant une régression de l'actif pondéré par les risques,

- Le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des leaseurs cotés sous l'impulsion de la Banque Centrale,

- Le renforcement des ressources stables du secteur (la réalisation de deux émissions obligataires subordonnées pour 35MDt avec appel public à l'épargne), malgré l'absence d'augmentation de capital en numéraire sur l'année 2021.

■ Le renforcement des capacités

financières du secteur coté est, également, attesté par l'élargissement des fonds propres individuels après résultat (+6% à 656MDt) permettant de diluer le ratio du levier financier (Dettes totales divisées par les fonds propres après résultat) (voir tableau ci-contre).

■ Le renforcement de la solvabilité affiché sur les dernières années a valu au secteur de confirmer son retour aux dividendes au titre de l'exercice 2021 et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la note BCT n° 2022-11 du 25 Mars 2022*.

Ratio du levier financier	2020	2021	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	4,2	3,8	▼
CIL	4,4	4,4	≈
ATL	4,4	4,2	≈
Attijari Leasing	7,3	6,0	▼
Hannibal Lease	7,9	6,4	▼
Best Lease	2,8	3,0	≈
BH Leasing	8,6	7,5	▼
Secteur coté	5,0	4,5	▼

■ Au titre de l'exercice 2021, le secteur du leasing coté a distribué une enveloppe de dividendes de 30,2MDt, soit un payout moyen appréciable de 54,6%. Un niveau supérieur à celui du secteur bancaire coté (un payout moyen de 47,8% pour le secteur bancaire coté en 2021).

■ Best Lease, CIL et ATL sont les références du secteur en termes de solvabilité. Ces trois compagnies affichent des excédents en fonds propres confortables qui leur confèrent une capacité supplémentaire de développement et une meilleure résilience. L'assise financière robuste a permis à la CIL et l'ATL de distribuer des dividendes généreux (un payout respectif de 62,5% et 57,4% en 2021). Best Lease a beau être

une société bien capitalisée, cependant, elle affiche un payout qui se compare défavorablement par rapport à la concurrence cotée (32,7% en 2021 contre 59,4% pour la concurrence cotée). Vu la rareté des financements islamiques en Tunisie, l'unique leaseur islamique du pays, préfère retenir la majorité de ses bénéfices pour autofinancer son activité et sa croissance future.

■ A l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les sociétés qui affichent les ratios de solvabilité les plus faibles à l'échelle du secteur du leasing coté. Il s'agit de Attijari Leasing, Hannibal Lease et BH Leasing. Ces dernières affichent, par ailleurs, les ratios du levier financier les plus élevés du secteur coté.

Fonds propres individuels après résultat (en MDt)	2020	2021	Variation
Tunisie Leasing & Factoring	172,9	177,4	+2,6%
CIL	102,8	109,2	+6,2%
ATL	101,8	110,7	+8,7%
Attijari Leasing	57,0	62,5	+9,6%
Hannibal Lease	66,9	71,0	+6,1%
Best Lease	88,0	94,9	+7,9%
BH Leasing	29,2	30,3	+3,9%
Secteur coté	618,7	656,0	+6,0%

«Best Lease, CIL et ATL se distinguent nettement de leurs consœurs cotées en termes de solvabilité»

* Considérant que les banques et les établissements financiers doivent adopter des politiques de distribution de dividendes suffisamment prudentes et adaptées au contexte national et international permettant de maintenir des niveaux de fonds propres supérieurs aux minimums réglementaires en vigueur pour couvrir les pertes inattendues en rapport avec :

i/ la persistance d'un niveau d'incertitude élevé quant à l'étendue de l'impact de la pandémie de la Covid-19 sur le secteur réel et le secteur financier en particulier ;

ii/ les effets négatifs de la crise sanitaire qui ne se sont pas encore totalement matérialisés ; et

iii/ les retombées éventuelles de la crise russo-ukrainienne sur les équilibres économiques et financiers de la Tunisie.

Et considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS, l'autorité monétaire définit les conditions suivantes pour la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 pour les banques et les établissements financiers :

1) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 de 2021 après distribution de dividendes est supérieur à 10,5% (minimum réglementaire de 7% plus une marge de sécurité de 3,5%) : il n'y a pas de limite de distribution des dividendes,

2) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité de 2021 après distribution de dividendes est respectivement supérieur à 9,5% (minimum réglementaire de 7% plus une marge de sécurité de 2,5% tout en étant inférieur à 10,5%) et à 12,5% (minimum réglementaire de 10% plus une marge de sécurité de 2,5%) : ils peuvent distribuer des dividendes dans la limite de 35% des bénéfices de l'exercice,

3) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 et/ou le ratio de solvabilité de 2021 après distribution de dividendes est respectivement inférieur ou égal à 9,5% et à 12,5% : ils ne peuvent pas distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2021.



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

■ En 2022, nous nous attendons à une poursuite de la consolidation de la solvabilité du secteur en raison de:

- la solide croissance bénéficiaire attendue,

- le ralentissement anticipé de la croissance des mises en force,

- la possible instauration de nouvelles contraintes de distribution des dividendes du secteur coté par la BCT au titre de l'exercice 2022 pour renforcer la capacité de résilience des leaseurs face au ralentissement économique que traverse la Tunisie, et pour tenir compte de la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS.

III- Perspectives d'avenir du secteur sur le moyen terme

■ Notre appréciation des perspectives du secteur du leasing à moyen terme est mitigée avec d'un côté des opportunités et de l'autre des zones de risque :

1) Les opportunités résident dans la nature du tissu économique tunisien, constitué en majorité de PME pour lesquelles le leasing est une forme de financement privilégiée (célérité, simplicité et non exigence de fonds propres). Le leasing a prouvé sa capacité à canaliser les ressources vers l'économie réelle (c.à.d les PME) et constitue, à ce titre, un secteur stratégique qui continuera à bénéficier de l'attention des autorités et du soutien des bailleurs de fonds internationaux (BERD, SFI...). Ces derniers assurent aujourd'hui près de 26% du financement du secteur (trois

	Dividendes distribués, en 2021, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020			Dividendes distribués au titre de l'exercice 2021		
	En MDt	Dividende par action en Dt	Payout moyen (2019-2020)	En MDt	Dividende par action en Dt	Payout (2021)
Tunisie Leasing & Factoring	3,9	0,360	49,5%	5,4	0,500	119,8%
CIL	9,0	1,795	34,9%	9,5	1,900	62,5%
ATL	2,4	0,075	33,3%	6,5	0,200	57,4%
Attijari Leasing	1,4	0,500	15,9%	3,3	1,200	36,9%
Hannibal Lease	-	-	0,0%	2,2	0,200	53,3%
Best Lease	3,3	0,110	25,5%	3,3	0,110	32,7%
BH Leasing	-	-	0,0%	-	-	0,0%
Secteur coté	20,0	-	40,3%	30,2	-	54,6%

fois plus qu'en 2010 !) Les leaseurs ont développé une grande expertise dans la compréhension des besoins des PME et dans l'évaluation de leur risque. De plus, le taux de pénétration du leasing en Tunisie (2,7%) est moins élevé qu'au Maroc et totalement décalé par rapport à l'Europe (environ 30%). Il est donc tout à fait légitime d'espérer une consolidation de ce secteur, dans le paysage financier national dans les prochaines années;

2) Les facteurs de risque que nous décelons sont plutôt liées à l'environnement concurrentiel et la guerre des prix qu'il peut susciter. Les banques sont de plus en plus intéressées par le marché des PME et la nouvelle loi bancaire de 2016 leur a ouvert la voie à l'offre de produits islamiques (parfaits substitués au leasing comme le financement IJARA). Cette menace est sans doute sérieuse mais à long terme à notre avis. A ces facteurs de risque, nous ajoutons le contexte haussier des

taux (en cas de persistance des pressions inflationnistes dans les prochaines années) qui risque de renchérir le taux de refinancement du secteur dans le contexte actuel de rigidité des taux excessifs et de mettre à terme à rude épreuve les marges de leasing.

■ Dernières menaces et non des moindres pour le secteur du leasing que nous décelons pour les prochaines années est la persistance de la crise économique en Tunisie et de la crise des semi-conducteurs dans le monde. Avec une croissance anémique insuffisante pour faire redémarrer la machine de l'investissement, le secteur du leasing sera en panne de croissance organique et saine et incapable de naviguer dans un bon rythme de croisière. Quant à la crise des semi-conducteurs, elle a fait vaciller l'industrie automobile dans le monde, générant une baisse sensible de la production et des retards importants dans la livraison du matériel roulant. Ce constat est pénalisant pour le

secteur du leasing dont l'activité repose substantiellement sur le financement du matériel roulant (plus de 70% des mises en force annuellement).

■ Dans les prochaines années, les principaux projets auxquels devraient s'atteler les sociétés de leasing sont comme suit:

1) **Le projet de la modernisation de la gouvernance pour se conformer à la circulaire BCT n°2021-05:** la BCT a mis en place un nouveau cadre de gouvernance des banques et des établissements financiers. Il s'agit d'un cadre «plus exhaustif de gouvernance des banques et établissements financiers inspiré des meilleures pratiques internationales», selon un communiqué publié par l'institut d'émission du 19 Août 2021. Ce nouveau cadre a été présenté dans le cadre de la circulaire n°2021-05 du 19 Août 2021 qui vient abroger la circulaire BCT n°2011 -06 du 20 Mai 2011. Riche de plus de 30 articles que sa prédécesseur, la circulaire n°2021-05 apporte plusieurs définitions telles que celles des termes «Conflits d'intérêts», «Culture du risque» ou

«Notre appréciation des perspectives du secteur du leasing à moyen terme est mitigée avec d'un côté des opportunités et de l'autre des zones de risque»

encore «Fonctions clés». La BCT a expliqué que le nouveau cadre vise à baliser la voie au secteur bancaire et aux établissements financiers pour l'accélération des réformes structurantes déjà engagées par la BCT vers plus d'efficacité, d'innovation et de résilience. Elle a expliqué que ce cadre résulte de concertations avec des professionnels et des experts.

■ Les apports de la circulaire sont essentiellement :

- L'instauration d'une véritable culture du risque à travers le renforcement de l'indépendance et de l'effectivité des lignes de défense à savoir l'audit, le risque et la conformité,

- Le renforcement de la responsabilité de l'organe d'administration en matière de pilotage stratégique et de surveillance de l'organe de direction,

- La promotion de la culture de la diversité des genres au niveau des organes d'administration.

■ Rappelons que la BCT a accordé un délai transitoire d'une année aux banques et aux établissements financiers pour se conformer aux dispositions de la circulaire n°2021-05.

2) Le projet de la prévention et la compression des créances non performantes en conformité avec la circulaire BCT n°2022-01: une nouvelle circulaire de la BCT (n° 2022-01 du 1er Mars 2022 portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes) institue l'obligation pour les banques et les établissements financiers d'évaluer systématiquement et

durant tout le cycle de vie de la créance, la viabilité de la situation des débiteurs.

■ D'après la circulaire de la BCT, les établissements, dont la part des engagements bruts non performants dans le total des engagements sur base individuelle est supérieure ou égale à 7%, doivent élaborer une stratégie écrite de résolution des créances non performantes visant à réduire ces créances en termes de volume, de nombre et d'ancienneté pour atteindre une part inférieure à 7%, et ce dans un horizon raisonnable ne dépassant pas dans tous les cas 5 ans à partir de l'année 2022.

■ Pour les établissements qui présentent une part des engagements bruts non performants supérieure ou égale à 10% compte tenu des engagements cédés à leurs filiales de recouvrement, la stratégie de résolution des créances non performantes susvisée doit permettre de ramener cette part à un niveau inférieur à 10% dans un horizon raisonnable ne dépassant pas dans tous les cas 5 ans à partir de l'année 2022.

3) Le projet de la migration vers les normes IFRS: sur décision du Conseil National de la Comptabilité, les normes IFRS devraient être adoptées pour les exercices comptables ouverts à compter du 1er Janvier 2023, pour les états financiers consolidés des entités à intérêt public (établissements financiers, compagnies d'assurances et de réassurance et sociétés cotées). Pour les établissements de leasing, nous n'avons pas, au jour d'aujourd'hui, de visibilité sur l'impact financier de l'application des normes IFRS, notamment de la norme IFRS 9. Cette nouvelle

norme de comptabilisation des instruments financiers modifie en profondeur les règles actuelles de classement et d'évaluation des actifs financiers, ainsi que le modèle de dépréciation des actifs financiers. Mais, une chose

est sûre, l'impact de l'adoption de la norme IFRS 9 sera atténué par les provisions collectives que les loueurs se sont efforcés de constituer sur les dernières années (un stock de 40,7MDt à fin 2021).

Stock de provisions collectives	2021
Tunisie Leasing & Factoring	11,0
CIL	5,5
ATL	9,8
Attijari Leasing	3,3
Hannibal Lease	5,1
Best Lease	2,7
BH Leasing	3,4
Secteur coté	40,7

«L'impact de l'application de la norme IFRS 9 à partir de l'année 2023 sera atténué par les provisions collectives que les leaseurs se sont efforcés de constituer sur les dernières années»

IV- Comportement boursier & Opinions de Tunisie Valeurs

■ Depuis le début de l'année 2022, le secteur du leasing a affiché un parcours boursier exemplaire. La robuste croissance des bénéfices affichée en 2021 et sur le S1 2022, la politique de distribution généreuse de dividendes pour la majorité des leaseurs cotés malgré les restrictions de distribution de dividendes imposées par l'autorité monétaire et l'amélioration globale des fondamentaux financiers du secteur sur les deux dernières années, ont été récompensées par le marché. Tirant les leçons du passé, le secteur gagne en résilience revenant de nouveau sous la loupe des investisseurs.

■ Tous les loueurs cotés ont affiché des parcours boursiers dans le vert, défiant ainsi la santé de l'économie et la morosité dans

laquelle se débat le pays en général (manque de visibilité politique, investissement en berne, stagflation et climat social tendu). Il semble que les investisseurs deviennent de plus en plus insensibles à la grisaille ambiante.

■ Aujourd'hui, la capitalisation boursière de l'ensemble du secteur (473,3MDt) est à peine plus grande que celle d'une banque moyenne (en l'occurrence l'UBCI). A l'échelle du secteur, hormis **Tunisie Leasing & Factoring, CIL et ATL**, la taille moyenne des sociétés de leasing est de l'ordre de 42MDt.

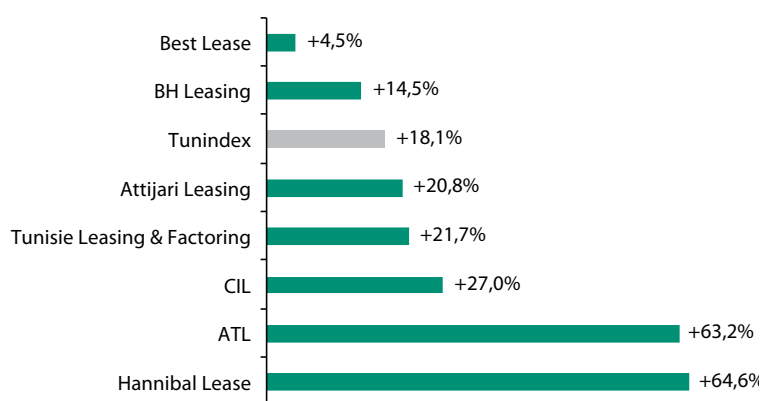
■ Toutes les sociétés de leasing traitent à moins que leurs fonds propres estimés et ajustés pour 2022. Sur le papier, la valorisation du secteur du leasing est intéressante. Le secteur se

distingue, également, par son rendement en dividendes alléchant (7,6% en moyenne) supérieur à celui du secteur bancaire coté (de 5,5%). Cependant, le manque de visibilité sur une poursuite du redressement de l'activité, des marges et de la profitabilité à moyen terme, ne plaident pas en faveur d'un positionnement sur le secteur à l'heure actuelle. La temporisation reste le mot d'ordre.

■ Nos recommandations sur les valeurs du leasing cotées sont exposées ci-après sur un horizon d'investissement de deux ans tant sont nombreux les événements à pouvoir affecter le secteur à moyen terme. Notre classement est hiérarchisé en fonction des fondamentaux et des ratios prudentiels les plus solides.

■ Notons, enfin, que nos recommandations tiennent compte du faible niveau de liquidité du secteur (toutes les sociétés de leasing de la cote sont cotées en mode fixing, hormis ATL et Attijari Leasing).

Performances boursières du secteur du leasing coté depuis le début de 2022



Valeur	Capitalisation (MDt)	PER 2022e	P/B 2022e	Yield 2022e	Points Forts	Points Faibles	Opinion
TUNISIE LEASING & FACTORING	114	7,6	0,5	7,6%	Leader du secteur, Tunisie Leasing & Factoring se distingue par rapport à ses concurrents, longtemps restés mono-produit / mono-marché, et qu'il convient d'appréhender en tant que Groupe. Un important potentiel de croissance en Algérie, à moyen terme, où l'activité de leasing est émergente. Une bonne capacité à attirer les lignes de financement extérieures et les investisseurs institutionnels en raison de sa taille adaptée à leur ticket d'investissement. Un niveau de solvabilité globale à la pointe du secteur qui a été davantage renforcé par la recapitalisation de 2019.	Un groupe dont la branche africaine (Alios) a pénalisé la qualité de portefeuille et la productivité. Chantiers de réorganisation commerciale et financière chez Alios qui butent sur les difficultés conjoncturelles dans les marchés cibles, notamment au Gabon et en Afrique de l'Est.	Une valorisation attractive pour un Groupe financier panafricain. Market timing peu adéquat compte tenu du manque de visibilité sur le redressement de la branche africaine. Conserver (+)
CIL	100	5,3	0,8	11,5%	L'activité de la compagnie et sa rentabilité font preuve d'une résistance salutaire face à un environnement hostile. Société incarnant la «sagesse», ayant de tout temps privilégié la qualité à la quantité. Une stratégie qui se reflète au niveau d'un bon spread et d'une bonne qualité de portefeuille. Un niveau de productivité inégalé. Niveau de solvabilité également confortable. Une politique généreuse de dividendes.	Un actionnariat indépendant (non adossé à un groupe bancaire) et une exposition élevée au secteur du tourisme.	Une valorisation intéressante pour de bons fondamentaux et un management de qualité. Un bon véhicule pour s'exposer au secteur du leasing coté dans une optique «buy and hold». Conserver (+)



Valeur	Capitalisation (MDt)	PER 2022e	P/B 2022e	Yield 2022e	Points Forts	Points Faibles	Opinion
ATL	90	6,3	0,7	8,3%	De bons fondamentaux qui se comparent favorablement à la moyenne du secteur (marges, productivité, qualité de portefeuille) avec, en prime, un ratio de solvabilité très confortable (ratio de solvabilité globale de 18,7%, soit presque le double de l'exigence réglementaire). Une politique historiquement généreuse de dividendes.	Une absence de synergies opérationnelles avec les actionnaires bancaires (les Groupes ATB et BNA contrôlant respectivement 41% et 10% du capital du leaseur). Une exposition relativement élevée aux secteurs du tourisme et du BTP.	Une valorisation attractive pour de bons fondamentaux, à faible profil de risque. Rendement en dividendes alléchant. Un titre liquide en raison de sa cotation en mode continu. Conserver (+)
Best Lease	71	5,5	0,7	5,5%	Un positionnement de niche (leasing islamique) qui met la compagnie à l'abri de la guerre des prix. Une structure des ressources dominée par les taux fixes bénéfique en période de taux haussiers. Une productivité maîtrisée. Une qualité du portefeuille à la pointe du secteur. Un matelas de fonds propres important permettant à la société d'encaisser les chocs conjoncturels. Dernier arrivant en bourse, Best Lease affiche un cachet unique dans le secteur puisqu'il s'agit de la seule société de leasing islamique, une rareté qui peut attirer certains investisseurs à la quête de ce type de papier.	Une faible marge de manoeuvre pour diversifier les ressources impactant la dynamique commerciale du loueur et sa politique de distribution de dividendes. Société surcapitalisée.	Les fondamentaux de la société sont globalement bons et se comparent à la moyenne sectorielle. Une liquidité quasi-inexistante et un rendement en dividendes plus faible que la concurrence cotée. Conserver (+)
Attijari Leasing	37	5,1	0,6	9,0%	Un adossement à un groupe bancaire de référence et une intégration commerciale de plus en plus renforcée. Un spread en ligne avec la moyenne du secteur. Une exposition maîtrisée aux secteurs du tourisme et du BTP.	Une qualité de portefeuille, en deçà des standards du secteur, qui souffre d'un stock de créances anciennes. Un coefficient d'exploitation supérieur à la moyenne sectorielle. Un levier financier élevé (6x) et un ratio de solvabilité qui se compare défavorablement par rapport à la moyenne sectorielle.	Une valorisation facialement abordable mais qui reflète les carences de la société et les risques conjoncturels sur le court terme. Un titre liquide en raison de sa cotation en mode continu. Conserver
Hannibal Lease	50	22,8	0,7	2,2%	Une dynamique commerciale confirmée et un profil d'activités diversifié (HL est également active dans le domaine de la LLD et du leasing opérationnel immobilier). Un spread de leasing en ligne avec le secteur coté.	Un actionnariat indépendant (non adossé à un groupe bancaire). Une productivité, une solvabilité et une qualité du portefeuille qui se comparent défavorablement par rapport aux standards du secteur coté. Une exposition élevée aux secteurs du tourisme et du BTP.	Un challenger confirmé mais des niveaux de valorisation élevés qui nous incitent à recommander une prise de bénéfices d'autant plus que le projet de transformation en banque digitale n'est plus d'actualité. Alléger
BH Leasing	12	14,3	0,4	0,0%	Une filiale d'un groupe bancaire (le Groupe BH) où des synergies opérationnelles peuvent être mises en place (stratégie en cours). Une faible exposition au secteur du tourisme.	Une société durement affectée par la conjoncture: un spread de leasing tendu, une qualité du portefeuille et une productivité en deçà des standards du secteur et des niveaux de solvabilité parmi les plus faibles du secteur coté.	Théoriquement, la valorisation est tentante mais une liquidité boursière quasi-inexistante. Le manque de visibilité sur une reprise pérenne de la rentabilité ne plaide pas pour un positionnement sur le titre à l'heure actuelle. Alléger
Secteur coté	473	6,6	0,6	7,6%	-	-	-

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

Tableau de bord du secteur de leasing coté

Chiffres au 31/12/2021 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale	Spread de leasing apparent moyen	Productivité	Qualité du portefeuille				
	Croissance des mises en force au S1 2022		Coefficient d'exploitation	Taux des créances classées	Taux de couverture des créances classées*	Exposition au secteur du tourisme	Exposition au secteur du BTP	Exposition au secteur agricole
1) TUNISIE LEASING & FACTORING	4,5%	3,6%	53,0%	13,1%	71,3%	10,0%	9,3%	5,9%
2) CIL	26,9%	5,8%	31,3%	6,5%	82,3%	20,5%	7,3%	14,1%
3) ATL	7,6%	5,1%	31,8%	11,8%	74,9%	12,1%	11,9%	8,3%
4) BEST LEASE	0,8%	4,9%	32,6%	6,0%	90,4%	3,0%	3,4%	14,4%
6) ATTIJARI LEASING	11,0%	4,4%	48,6%	12,2%	65,8%	2,1%	7,4%	13,1%
5) HANNIBAL LEASE	34,2%	4,5%	48,7%	12,9%	65,3%	15,9%	12,6%	13,4%
7) BH LEASING	8,1%	2,8%	62,3%	14,4%	68,3%	5,3%	12,3%	10,5%
Moyenne sectorielle	14,2%	4,5%	43,0%	11,1%	71,6%	10,7%	9,4%	10,8%

* Le taux de couverture des créances classées de **Best Lease** pour l'année 2021 est estimé par Tunisie Valeurs.

Chiffres au 31/12/2021 (sauf indication contraire)	Solvabilité			Ratio du levier financier	Ratios de valorisation**		Dividend yield 2022e	Liquidité boursière: Taux de rotation moyen sur la période 2021 - T3 2022	Opinion
	ROE 2022e (net part du Groupe pour les groupes)	Ratio Tier 1	Ratio de solvabilité globale		P/B ajusté 2022e	P/E 2022e			
1) TUNISIE LEASING & FACTORING	6,5%	12,1%	19,3%	3,8	0,5	7,6	7,6%	7,7%	Conserver (+)
2) CIL	16,0%	NC	NC	4,4	0,8	5,3	11,5%	27,0%	Conserver (+)
3) ATL	12,1%	15,7%	18,7%	4,2	0,7	6,3	8,3%	28,7%	Conserver (+)
4) BEST LEASE	12,3%	21,2%	NC	3,0	0,7	5,5	5,5%	4,1%	Conserver (+)
6) ATTIJARI LEASING	10,7%	10,9%	15,5%	6,0	0,6	5,1	9,0%	42,4%	Conserver
5) HANNIBAL LEASE	2,9%	10,5%	15,9%	6,4	0,7	22,8	2,2%	17,5%	Alléger
7) BH LEASING	2,6%	9,9%	13,4%	7,5	0,4	14,3	0,0%	10,5%	Alléger
Moyenne sectorielle	9,6%	-	-	4,5	0,6	6,6	7,6%	20,3%	-

** Données au 30 Septembre 2022.



Rédigé le 30/09/2022

SFBT

La force tranquille

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	996,9	1 131,4	1 202,9	1 198,6	1 197,1	1 340,8
<i>Progression</i>	-	13,5%	6,3%	-0,4%	-0,1%	12,0%
Marge brute	477,9	509,3	556,2	610,8	626,7	687,8
<i>Progression</i>	-	6,6%	9,2%	9,8%	2,6%	9,8%
Taux de marge brute	47,9%	45,0%	46,2%	51,0%	52,3%	51,3%
EBITDA	288,2	304,5	343,9	396,2	395,1	441,6
<i>Progression</i>	-	5,7%	12,9%	15,2%	-0,3%	11,8%
Marge d'EBITDA	28,9%	26,9%	28,6%	33,1%	33,0%	32,9%
Résultat net part du groupe	172,1	177,3	210,9	210,6	251,0	291,7
<i>Progression</i>	-	3,0%	19,0%	-0,1%	19,2%	16,2%
Marge nette	17,3%	15,7%	17,5%	17,6%	21,0%	21,8%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

Prix : 15,510Dt
Acheter (+)

Actionariat

Groupe CASTEL:	61,5%
Groupe Poulina:	10,5%
STAR:	5,0%
Flottant:	23,0%

Capitalisation boursière: 3839 MDt

Ratios boursiers* :

PER 2022e:	13,2x
Dividend yield 2022e:	4,6%
EV/EBITDA 2022e:	8,2x
ROE 2021:	30,7%
Performance 2022:	-11,2%

* Données au 30 Septembre 2022.

- L'année 2021 a été un excellent millésime pour la SFBT. Le Groupe n°1 des breuvages en Tunisie a surpassé nos prévisions malgré le contexte pandémique, le poids grandissant des droits à la consommation et la dégradation du pouvoir d'achat des ménages. En effet, la stagnation de l'activité d'exploitation a été contrebalancée par la bonne orientation des produits de placement et par la baisse de la charge de l'IS.
- 2022 sera sous le signe de la consolidation. Grâce à la normalisation de l'activité de la restauration et des cafés et des habitudes de consommation des ménages, au retour des touristes grands consommateurs de bière locale et au contexte haussier des taux, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue.
- En 2021 et depuis le début de l'année en cours, la brasserie a déçu par ses performances boursières. Un parcours qui va à l'encontre des réalisations satisfaisantes du Groupe et de l'étonnante résistance de l'activité. Et pour cause, la SFBT a arrêté, depuis 2021, les opérations d'augmentation de capital par incorporation des réserves auxquelles sont habitués les petits porteurs depuis de nombreuses années et ce, en raison de la suppression du dégrèvement physique des dépenses d'investissement.
- Du haut de sa capitalisation de 3,8 milliards de dinars, la SFBT est sans doute la fierté du marché actions tunisien. Le Groupe devrait solliciter 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.

«2022 sera sous le signe de la consolidation. Grâce à la normalisation de l'activité de la restauration et des cafés et des habitudes de consommation des ménages, au retour des touristes grands consommateurs de bière locale et au contexte haussier des taux, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue»



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

I- Présentation du Groupe SFBT

■ Fondé en 1925 sous le protectorat français, le Groupe SFBT se classe parmi les premiers groupes privés tunisiens. Le Groupe est détenu majoritairement par le géant français Castel et est le leader incontestable des boissons en Tunisie.

■ Le Groupe opérait initialement dans la bière et les boissons gazeuses. Ce n'est que sur les deux dernières décennies qu'il s'est lancé dans l'eau, le jus et le vin.

■ Comptant une vingtaine de sociétés, SFBT est aujourd'hui l'acteur n°1 sur les segments de la bière, des boissons gazeuses et de l'eau.

1) Activité bières

■ Le Groupe SFBT continue de dominer le marché malgré l'entrée du concurrent Heineken en Tunisie

en 2007. Leader du marché, le Groupe se trouve bien à l'abri de la concurrence grâce à sa politique de diversification (3 marques locales - Celtia, Stella et Celestia - et trois étrangères - 33, Löwenbräu et Beck's) et d'innovation (nouvelles déclinaisons de la marque Stella 'Black' et Stella 'Gold Brune' et nouveaux packagings).

■ Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté sur les dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence de l'été avec le mois du Ramadan. Par ailleurs, les augmentations successives des prix de la bière n'ont pas eu d'impact sur la consommation de bière du Tunisien et ont même permis à ce pôle d'améliorer considérablement ses marges.

■ Cette activité est devenue la locomotive du Groupe et son premier centre de profit depuis 2017 (une contribution de 42% dans les revenus en 2021).

2) Activité boissons gazeuses

■ Le Groupe est leader sur ce segment. Ce positionnement résulte non seulement du fait que la SFBT est l'unique embouteilleur des marques Coca-Cola mais aussi parce qu'elle jouit du bon positionnement de sa marque locale «Boga» dont la gamme s'est élargie avec succès au fil des années.

■ Alors que cette branche d'activité est importante au niveau du chiffre d'affaires (une proportion de 35% fin 2021), la réalité est toute autre au niveau de la rentabilité. Génératrice de faibles marges et consommatrice d'investissements récurrents de maintenance en raison de la vétusté de l'outil de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du Groupe. A ces problèmes se sont greffés les taxes anormalement élevées pour les boissons gazeuses en Tunisie**, la suppression des subventions sur le sucre et l'instabilité du marché libyen sur les dernières années.

3) Activité eaux

■ L'intérêt pour cette activité a commencé depuis les années 2000, avec le rachat des sociétés Marwa et SOSTEM qui exploitent les marques (Marwa, Safia, Garci et Oktor) et l'introduction des marques «Cristalline» et «Melliti» quelques années plus tard.

■ En l'espace de 5 ans, le Groupe a doublé son chiffre d'affaires «eau», devançant de loin ses concurrents (Groupe Mzabi et Boujbel qui commercialisent respectivement les marques Sabrine/Jannet et Fourat).

■ Malgré son jeune âge, cette branche est désormais le deuxième contributeur dans les résultats du Groupe, après la bière.

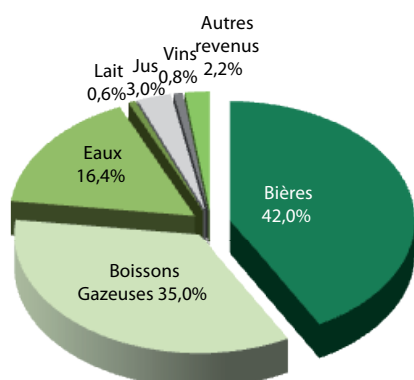
■ Les perspectives de croissance de cette filière restent solides avec le changement des habitudes de consommation, la dégradation de l'eau du robinet en Tunisie et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau).

4) Activité jus

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

■ La croissance de la nouvelle marque locale des jus «Stil» a été boostée par le lancement, depuis 2018, d'une gamme de jus sans conservateurs conditionnés dans des bouteilles en plastique aseptique.

Structure des revenus du Groupe par pôle d'activité (2021)



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

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



Portefeuille de marques nationales et importées du Groupe SFBT

Activité bières	Activité boissons gazeuses	Activité eaux	Activité jus

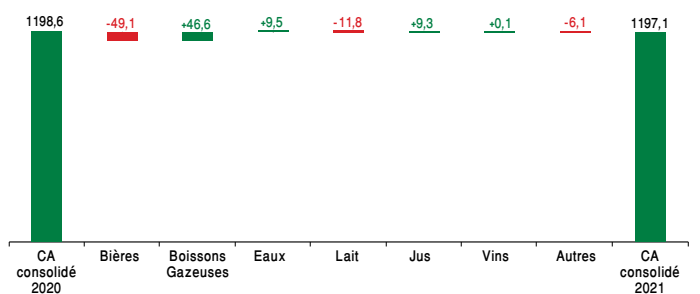
II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

- Le Groupe SFBT a quasiment marqué le pas au niveau de ses revenus pour la deuxième année de suite à 1,2 milliard de dinars. Toutes les activités du Groupe ont été bien orientées (voir graphique ci-contre), hormis le pôle «Bières» (- 8,9% à 502,6MDt) et le pôle «Lait» (-61% à 7,5MDt).
- L'activité du pôle «Bières» a été pénalisée par les répercussions de la crise de la Covid-19 sur l'économie nationale et les mesures décrétées par les pouvoirs publics pour endiguer la propagation du virus (confinement et couvre-feu), l'effet négatif de l'augmentation du droit de consommation sur la bière (+33,3% à 2,4Dt par litre) et la baisse des ventes au 1^{er} trimestre 2021 due aux achats spéculatifs de la fin d'année 2020.
- Plus voulu que subi, le décrochage des ventes du pôle «Lait» s'explique par la stratégie

du Groupe de se retirer de cette activité. Vu les difficultés de la filière du lait en Tunisie (des marges sous pression, difficultés de collecte du lait et prix administré du lait demi-écrémé), le management a préféré se retirer progressivement de ce segment du marché et céder ses actifs.

- L'amélioration de la rentabilité d'exploitation est le principal fait à l'honneur de l'exercice 2021. Malgré la stagnation des ventes, le Groupe est parvenu à améliorer ses marges.
- Profitant d'une gestion optimisée des approvisionnements, le taux de marge brute a augmenté de 1,4 point de pourcentage à 52,3%.
- Les efforts de maîtrise des charges d'exploitation, notamment, de la masse salariale (+6,3% à 143,2MDt) ont été payants au niveau de la rentabilité opérationnelle. La marge d'EBITDA a été maintenue stable à 33%; un

Décomposition de la croissance des revenus en 2021 (en MDt)



niveau historiquement élevé pour le Groupe. L'EBITDA a, quant à lui, marqué une pause à 395,1MDt.

- La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du Groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de 468,7MDt sur la période 2017-2021), la SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -18,6%, à fin 2021). Fort de cash-flow stables et d'une trésorerie abondante, le Groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers qui bonifient

régulièrement la rentabilité. En 2021, la SFBT a engrangé des produits de placement nets (solde entre les produits de placement et les charges de placement) de 14,1MDt (contre des produits de placement nets de 5,2MDt en 2020).

- C'est à juste titre, la bonne dynamique des produits de placement ajoutée à la baisse du taux d'impôt sur les sociétés, qui a valu au Groupe de pallier la stagnation de son activité d'exploitation et de doper sa



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

rentabilité nette. En effet, la SFBT a bouclé l'année 2021 avec une croissance du résultat net part du groupe de 19,2% à 251,0MDt. Avec un ROE de 30,7%, SFBT figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote. Notons qu'en 2021, le Groupe SFBT est parvenu à intégrer le club restreint des sociétés cotées ayant des fonds propres supérieurs à 1 milliard de dinars.

■ La capacité bénéficiaire solide et la manne financière de la SFBT lui valent de maintenir une politique de dividendes parmi les plus généreuses du marché actions.

En effet, l'AGO du 17 Mai 2022 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,715Ddt par action au titre de l'exercice 2021, soit le même que celui versé au titre de l'exercice 2020 et un payout de 79,3%. La mise en paiement des dividendes a été faite à partir du 24 Mai 2022.

■ Toujours précurseur et soucieux de son développement, le Groupe s'est attelé durant ces dernières années à lancer un plan de développement durable qui devrait se traduire par d'importantes économies d'énergie. Ce plan comprend l'installation de la

cogénération dans l'usine de Bab Saadoun (démarrage en Février 2020) et passage de la tri génération la quadri génération dans l'usine de la filiale SGBIA (récupération du CO₂ émis et sa transformation en CO₂ alimentaire).

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

■ Le projet d'irrigation du parc du Belvédère, à partir des eaux de rejets de l'usine de Bab-Saadoun après traitement, est en train de prendre forme. Une réunion a eu lieu avec La Maire de Tunis et un Comité de pilotage, composé de cadres de la SFBT et de la Municipalité, a été mis en place afin d'approfondir l'étude sur l'aspect technique et financier du projet.

III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Durant l'AGO du 17 Mai 2022, le management a débuté son allocation en rassurant les investisseurs que l'éventuelle rupture des relations commerciales entre le Groupe Castel (actionnaire de référence de la SFBT) et le géant américain Coca Cola ne concerne pas la SFBT, le contrat d'embouteillage étant signé directement entre la SFBT et The Coca-Cola Cie. L'accord entre la SFBT et The Coca-Cola Cie dure depuis plus de 70 ans et est bien antérieur à l'entrée du Groupe Castel dans le capital de la SFBT. D'ailleurs, la SFBT vient, récemment, de renouveler son contrat de concession.

■ Le management a ajouté à cet égard que la relation The Coca-Cola Cie / SFBT constitue pour les

deux parties une «success story» et les discussions actuelles portent sur le développement du business avec The Coca-Cola Cie pour l'étendre à de nouveaux produits.

■ L'équipe de direction a précisé que les ventes des marques Coca Cola concentrent 80% des revenus du pôle «Boissons Gazeuses». Le reliquat étant constitué par les ventes de la marque locale «Boga».

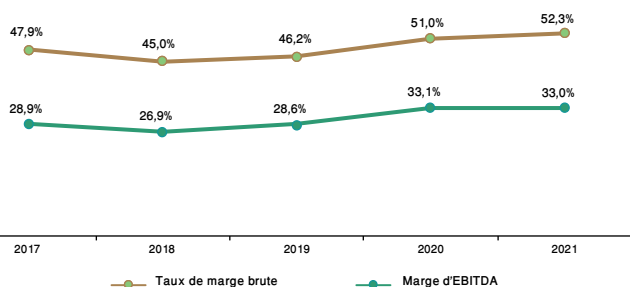
■ Durant l'AGO du 17 Mai 2022, le management était confiant dans les perspectives d'avenir du Groupe. Malgré les multiples défis qui doivent être relevés par la SFBT (pénurie et renchérissement des matières premières notamment du malt et du houblon provenant d'Europe, du concentré provenant d'Egypte et du plastique en provenance de Chine), le Groupe est bien outillé pour maintenir le cap sur la croissance en 2022.

■ Réagissant à une question sur les éventuelles retombées de la crise en Ukraine sur le Groupe, l'équipe de direction a déclaré que les approvisionnements en intrants ont été en grande partie sécurisés pour l'année 2022.

■ Selon le management, les prochaines années devraient être marquées par une baisse des efforts d'investissement, après une période capitalistique sur les derniers exercices, ce qui devrait conforter la capacité de génération de cash-flow pour la SFBT.

■ Dans les prochaines années, le Groupe devrait aller de l'avant dans sa stratégie de désengagement de la filière laitière et d'apurement des finances de ses filiales déficitaires comme la société STBN. Sise à Béja, cette entité cumule les déficits sur les

Evolution des marges



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

Chiffre consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
Cash Flow d'exploitation	180,4	230,4	276,5	361,7	308,7
Investissements	90,2	130,6	114,4	94,6	38,8
Free Cash Flow	90,1	99,8	162,1	267,2	269,9
Dette Nette	-34,8	-23,8	-55,6	-142,3	-219,0
Gearing	-4,1%	-2,5%	-5,4%	-13,0%	-18,6%
ROE	27,7%	25,8%	28,7%	26,8%	30,7%
ROCE	24,2%	22,1%	24,7%	25,2%	29,1%



dernières années. Le management compte restructurer cette société en lui opérant une augmentation de capital en numéraire et une opération de fusion par absorption avec la filiale SGBIA.

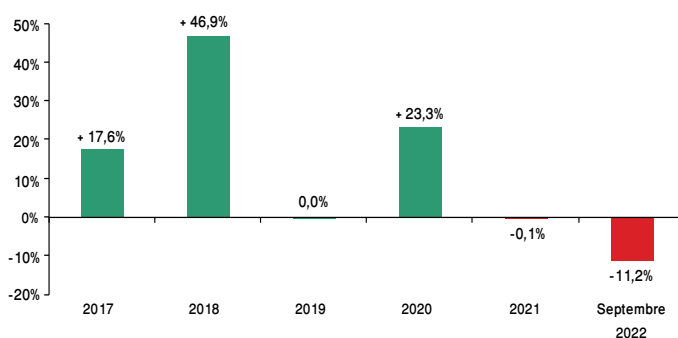
■ Sans donner de chiffres, l'équipe de direction a annoncé que la société mère a enregistré des réalisations satisfaisantes sur les quatre premiers mois de l'année en cours qui surperforment celles de la même période de 2021.

■ 2022 semble s'inscrire sous le signe de la reprise pour la société mère du Groupe SFBT. C'est ce qui ressort de la lecture des états financiers au 30 Juin 2022. Malgré la conjoncture économique morne, la dégradation du pouvoir d'achat des ménages et la pénurie de plusieurs matières premières comme le CO₂, alimentaire et le sucre, les ventes ont affiché une croissance de 12,5% à 340,4MDt au niveau de la société mère. La première moitié de l'année en cours a, également, été marquée par une amélioration de la rentabilité. Le résultat net de la société mère du Groupe s'est apprécié de 13,2% à 146,9MDt.

■ 2022 devrait profiter de la normalisation progressive de la vie, et des habitudes de consommation des ménages après deux années 2020 et 2021 sous la coupe de la pandémie et du retour graduel des touristes grands consommateurs de bières locales. Les réalisations du Groupe devraient aussi tirer profit du contexte haussier des taux, étant donné le matelas de trésorerie confortable du Groupe (de 482,1MDt à fin 2021) qui génère constamment des produits de placement conséquents.

■ Côté chiffres, nous tablons, en 2022, sur une croissance du

Performances boursières du titre SFBT



chiffre d'affaires consolidé de 12% à 1,3 milliard de dinars et sur une hausse du résultat net part du groupe de 16,2% à 291,7MDt.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

■ En 2021 et depuis le début de l'année en cours, la brasserie a déçu par ses performances boursières. Un parcours qui va à l'encontre des réalisations satisfaisantes du Groupe et de l'étonnante résistance de l'activité.

Et pour cause, la SFBT a arrêté, depuis 2021, les opérations d'augmentation de capital par incorporation des réserves auxquelles sont habitués les petits porteurs depuis de nombreuses années, et ce en raison de la suppression du dégrèvement physique des dépenses d'investissement.

■ Première capitalisation du marché, la SFBT traite actuellement à 13,2x ses bénéfices et à 8,2x son

EBITDA estimés pour 2022. Sur le papier, ces niveaux de valorisation sont intéressants comparativement aux comparables régionaux et eu égard aux fondamentaux solides du Groupe qui se caractérisent par:

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

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

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

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

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

■ Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur la SFBT.

Echantillon de comparables régionaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2021	Marge nette 2021	P/E 2022e (x)	EV/EBITDA 2022e (x)
Société des Boissons du Maroc	Maroc	25,7%	12,4%	17,2	8,5
East African Breweries Limited	Kenya	N.D	N.D	11,3	4,8
Nigerian Breweries PLC	Nigéria	18,6%	2,9%	12,5	3,5
International Breweries PLC	Nigéria	N.D	N.D	39,9	3,9
Guinness Nigeria PLC	Nigéria	N.D	N.D	16,1	4,2
Nestlé Nigeria Plc	Nigéria	26,6%	11,4%	21,0	10,3
Distell Group Holdings Ltd	Afrique du Sud	N.D	N.D	14,6	8,6
SFBT	Tunisie	33,0%	21,0%	13,2	8,2
Médiane de l'échantillon		25,7%	11,4%	16,1	4,8

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.

Rédigé le 30/09/2022

BIAT

Un modèle de croissance résilient

Compte de résultat

En MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Créances sur la clientèle	9 393,7	10 676,7	10 389,1	11 341,0	12 138,0	12 820,8
<i>Progression</i>	-	13,7%	-2,7%	9,2%	7,0%	5,6%
Dépôts clientèle	10 585,2	11 512,7	12 996,8	14 786,8	16 220,1	18 194,5
<i>Progression</i>	-	8,8%	12,9%	13,8%	9,7%	12,2%
PNB	701,3	834,5	956,9	940,8	1 015,5	1 222,6
<i>Progression</i>	-	19,0%	14,7%	-1,7%	7,9%	20,4%
Dotations aux provisions sur les créances	82,8	103,1	105,0	133,8	190,8	127,6
Coefficient d'exploitation	47,4%	46,0%	41,7%	43,4%	44,3%	39,8%
Résultat net	214,0	254,8	333,0	281,8	266,8	418,3
<i>Progression</i>	-	19,0%	30,7%	-15,4%	-5,3%	56,8%
Résultat net part du groupe	209,0	261,1	344,8	277,5	283,4	427,2
<i>Progression</i>	-	24,9%	32,0%	-19,5%	2,1%	50,7%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

- L'atterrissage 2021 de la BIAT nous reconforte une fois de plus sur la solidité de la première banque de la place. L'activité intrinsèque continue à surperformer le secteur et prouve sa capacité de résilience face à un contexte pandémique ardu. La banque semble, par ailleurs, tenir ses promesses faites en marge de sa dernière émission obligataire subordonnée (clôturée en Mai dernier pour un montant de 200MDt), affichant des résultats en ligne avec le budget. Cependant, la rentabilité a subi les contrecoups de la morosité ambiante en raison de la flambée «ponctuelle» du coût du risque.
- Le leadership de la banque sur les dépôts à vue, sa marge de manoeuvre confortable sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation réglementaire sont les armes de la BIAT face aux contraintes de la crise actuelle qui secouent la sphère économique et financière.
- Deuxième plus grande capitalisation du marché actions après la SFBT, la BIAT n'a que faiblement réagi, en bourse, aux nouvelles conditions édictées par la BCT relatives à la distribution des dividendes et imposées aux banques et aux établissements financiers au titre de l'exercice 2021. Et pour cause, la banque n°1 en Tunisie jouit d'une assise financière solide lui permettant de distribuer un dividende alléchant de 5,200Ddt par action au titre de l'exercice 2021 (en hausse de 4% par rapport au dividende versé au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020), soit un payout exceptionnel de 69,6%. Malgré son parcours, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation tentants qui intègrent les surcoûts de la crise et sous-estiment les qualités fondamentales de la banque en termes de résilience du business model face aux chocs externes.
- La crise de la Covid-19, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement du chantier de la migration vers les normes IFRS, devraient générer un mouvement de «Flight To Quality» qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental comme la BIAT.

Prix : 83,480Dt
Neutre*

Actionnariat

Groupe MABROUK:	38,6%
Groupe MILAD:	13,1%
Groupe TAMARZISTE:	9,3%
Groupe HORCHANI:	7,1%
Autres actionnaires:	31,9%

Capitalisation boursière: 2 980MDt

Ratios boursiers** :

PER 2022e:	7,0x
P/B 2021:	1,8x
Dividend yield 2022e:	6,2%
Performance 2022:	+49,8%
ROE 2021:	17,8%

* Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.
** Données au 30 Septembre 2022.

Positionnement de la BIAT dans le secteur bancaire coté (2021)

- **Dépôts** : 1^{ère} avec une part de marché de **20,7%**
- **Crédits** : 2^{ème} avec une part de marché de **15,7%**
- **PNB** : 1^{ère} avec une part de marché de **18,3%**



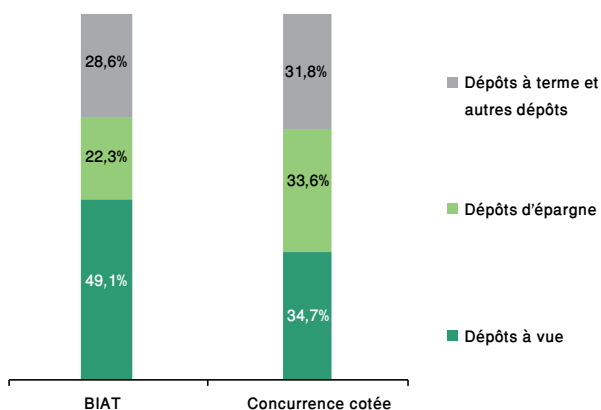
I- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

- Le leader du secteur continue à battre des records au niveau de la collecte. Malgré le contexte pandémique, la BIAT a vu son encours des dépôts s'envoler de 9,7% à 16,2 milliards de dinars. La banque confirme, ainsi, son statut de premier collecteur de dépôts à l'échelle du secteur coté avec une part de marché de 20,7%. Cette position de leadership a été acquise grâce au réseau commercial le plus étendu en Tunisie (comptant 205 agences, à fin 2021) et à sa base de clientèle large (de 960 mille clients).
- Toutes les catégories de dépôts ont affiché des évolutions positives mais ce sont les dépôts à vue et les dépôts à terme qui ont le plus renfloué la collecte de la banque,

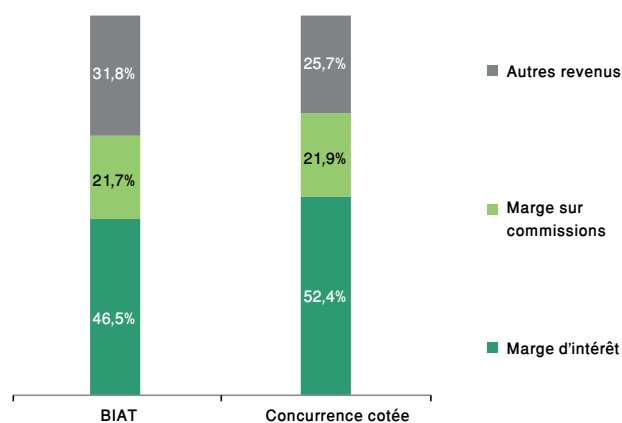
en 2021 (une collecte respective de 647,1MDt et de 440,6MDt).

- La banque conserve un matelas confortable de dépôts faiblement rémunérés, 49,1% des ressources provenant des dépôts à vue, à fin 2021. Notons, à cet effet, que la BIAT conserve à l'échelle du secteur une position dominante sur cette catégorie de ressources, en concentrant 27% de l'encours des dépôts à vue du secteur coté, en 2021.
- La stratégie de collecte mise en place par la banque depuis des années et centrée sur les dépôts à vue a valu à la BIAT d'afficher un coût des ressources moyen apparent parmi les plus faibles du secteur: 3,2% fin 2021, contre une moyenne de 4,7% pour la concurrence cotée, selon nos estimations.

Structure des dépôts de la BIAT Vs concurrence cotée (2021)



Structure du PNB de la BIAT Vs concurrence cotée (2021)



- A l'image de la concurrence cotée, l'activité de distribution des crédits de la BIAT a ralenti la cadence en 2021. Le volume des engagements de la banque s'est bonifié de 7% à 12,1 milliards de dinars. Un rythme qui demeure supérieur à l'ensemble du secteur (+4,7%). Nous pensons que le ralentissement de la distribution du crédit trouve son origine dans la poursuite du grippage de l'activité économique en Tunisie.

général, et pour la BIAT, en particulier, sur le front du PNB, les revenus nets du leader du secteur ont retrouvé le chemin de la croissance en 2021. Avec un bond de 7,9%, la BIAT est devenue la première banque en Tunisie à dépasser la barre symbolique d'un milliard de dinars de PNB.

- La croissance des dépôts supérieure à celle des crédits a dilué le ratio de transformation réglementaire. Ce dernier est revenu de 94,5%, en 2020, à 85%, en 2021, soit une régression de 9,5 points de pourcentage et une marge flexibilité de 35 points de pourcentage par rapport à la limite réglementaire de 120%. Partant de ce constat, la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années.
- Après une année 2020 difficile pour le secteur bancaire, en

La bonne orientation du PNB est essentiellement attribuable à la dynamique appréciable des autres revenus (+34,6% à 323MDt) et dans une moindre mesure aux commissions (+3,9% à 220MDt). Quant à la marge d'intérêt, elle a aligné une deuxième année baissière de suite, glissant de 3,4% à 472,4MDt.

A l'instar de ses consoeurs cotées, la BIAT a affiché, en 2021, une dégradation temporaire de sa productivité. La hausse sensible des charges opératoires (+10,2% à 449,5MDt), notamment, des frais de personnel (+9,8% à 238,4MDt) explique ce constat. L'accord de la place signé entre l'association des banques et la centrale syndicale

sur les augmentations salariales, le 26 Juillet 2021, et sur la révision de l'assiette de l'indemnité de départ à la retraite a impacté la masse salariale du secteur bancaire, en général, et de la BIAT, en particulier.

■ En 2021, alors que le coefficient d'exploitation a légèrement augmenté de 0,9 point de pourcentage à 44,3%, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions s'est rétracté de 5,2 points de pourcentage à 92,3%. **Nous avons la conviction que la dégradation de la productivité affichée en 2021 est un phénomène circonstanciel. La hausse des charges d'exploitation est amenée à être digérée au fil des années à venir avec la croissance organique de l'activité et la montée en puissance du PNB et des commissions.**

■ Ce qui nous interpelle le plus dans la lecture des comptes de l'exercice 2021, c'est la hausse significative du coût du risque (+42,6% à 190,8MDt). Un phénomène sans surprise en raison de la dégradation du climat des affaires qui a ponctué la crise de la Covid-19. Il est à noter que les provisions sur les

créances tiennent compte de l'augmentation des provisions collectives de 61,3% à 48,7MDt et de la flambée des provisions pour risques et charges à 44,6MDt, à fin 2021, contre 9,3MDt, à fin 2020. Ce montant englobe la dotation de l'indemnité de départ à la retraite estimée à fin 2021 selon la méthode actuarielle en retenant les paramètres de calcul modifiés issus de l'accord de place signé le 26 Juillet 2021 et ce, pour 30MDt.

■ Du côté des risques, également, la BIAT continue à récolter les fruits de sa politique de crédit rigoureuse. Le taux des créances classées s'est quasiment maintenu stable à 5,5% et reste à la pointe du secteur. Côté couverture, grâce aux efforts de provisionnement soutenus déployés sur les dernières années, le leader du secteur bancaire commence à rattraper le retard pris sur le taux de couverture des créances classées. A fin 2021, le taux de couverture des créances classées s'est monté à 69,4%, soit une progression de 4,2 points de pourcentage par rapport à 2020, convergeant ainsi vers le seuil recommandé par la BCT (un taux de couverture cible de 70%).

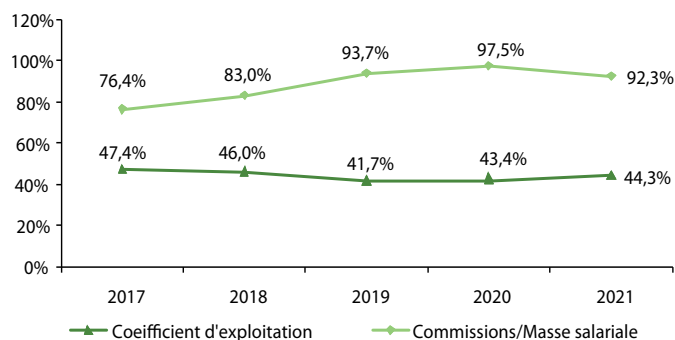
■ La BIAT continue à soutenir l'effort national de lutte contre la pandémie Covid-19. En 2021, la banque a déboursé des dons de 19,9MDt à l'Etat. La bonne tenue de l'activité d'exploitation a été contrebalancée par la hausse sensible du coût du risque et par la charge des dons à l'Etat. La rentabilité nette en a été pénalisée. En 2021, le résultat net dégagé par la banque a légèrement reculé de 5,3% à 266,8MDt. Cette performance s'inscrit en ligne avec les prévisions de la dernière émission obligataire subordonnée (clôturée en Mai dernier pour un montant de 200MDt).

■ Au niveau consolidé, le bilan est plus reluisant au rayon de la rentabilité. Profitant des bonnes performances de ses filiales notamment Tunisie Valeurs (un résultat net de 7,7MDt), BIAT Capital Risque (un bénéfice net de 4,6MDt) et la Société de Promotion Immobilière Arabe de Tunisie (un résultat net de 5,5MDt), le Groupe BIAT a enregistré une amélioration de son résultat net part du groupe de 2,1% à 283,4MDt. Avec un ROE de 17,8%, la BIAT se classe parmi les banques les plus rentables du secteur.

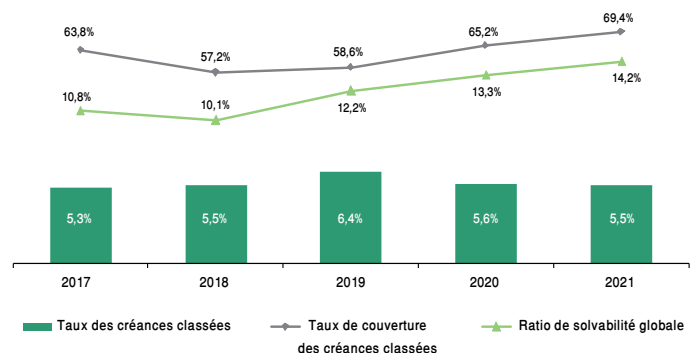
■ Nonobstant la baisse de la rentabilité au niveau des comptes individuels, la BIAT a pu consolider ses niveaux de solvabilité. Le ratio de solvabilité globale et Tier 1 ont respectivement augmenté d'un point de pourcentage à 14,2% et de 0,4 point de pourcentage à 10,6%, se maintenant ainsi bien au-delà des minima réglementaires.

■ L'assise financière robuste de la BIAT reflétée au niveau de ses ratios de solvabilité confortables a permis à la banque de se conformer aux dispositions de la note aux banques et aux établissements financiers n°2022-11 du 25 Mars 2022 tout en distribuant un dividende alléchant de 5,200Dt par action au titre de l'exercice 2021 (soit un payout attractif de 69,6%), contre un montant 5,000Dt, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020. **L'Assemblée Générale Ordinaire du 22 Avril 2022 a approuvé la mise en paiement de ces dividendes à partir du 9 Mai 2022.**

Evolution des principaux ratios de productivité



Evolution des principaux ratios prudeniels





■ La BIAT a placé la responsabilité sociétale au centre de sa stratégie de développement. Les initiatives RSE prises par la banque, en 2021, ont été multiples.

■ La BIAT a finalisé la rénovation de 5 établissements scolaires au Kef et à Kairouan : la BIAT a pris part à la 1^{ère} action de responsabilité sociétale commune du secteur bancaire tunisien initiée par le Conseil Bancaire et Financier (ex-APTBEF) en faveur des établissements scolaires publics. A travers sa Fondation, la banque a pris en charge la réhabilitation et l'aménagement de cinq établissements scolaires dans les gouvernorats du Kef et de Kairouan. Plus de 1000 écoliers ont pu poursuivre leur année scolaire dans de bonnes conditions.

■ La BIAT a poursuivi son partenariat avec Columbia Global Centers : engagée pour la promotion et l'encouragement de l'éducation, la BIAT a poursuivi son soutien au réseau Columbia Global Centers, établi à Tunis pour promouvoir l'éducation et la recherche académique dans la région. Établis dans plusieurs pays, Columbia Global Centers constituent un noyau de l'université de Columbia pour promouvoir ses programmes et ses initiatives éducatives, élargir la portée mondiale de l'université et enrichir la diversité de l'expérience universitaire. La création des Columbia Global Centers Tunis a été rendue possible grâce aux partenariats avec des donateurs tunisiens. Fort du soutien de la BIAT, le centre de Tunis s'appuie sur les projets prévus tout en saisissant les opportunités de développer de nouvelles initiatives. Ce partenariat avec la BIAT qui entre dans le cadre de la stratégie RSE de la banque, est animé par

l'engagement commun des deux institutions d'éduquer les citoyens du monde et de les impliquer sur des questions critiques pour la Tunisie, la région et le monde.

■ La BIAT, partenaire officiel de «La Saison Bleue» : ce rendez-vous estival fédère plus d'une centaine de manifestations, de Juin à Septembre, avec un programme de manifestations célébrant les richesses de la mer sous toutes ses formes. Le Forum Mondial de la Mer, point d'orgue de La Saison Bleue, a proposé en 2021 trois grands rendez-vous : un focus sur la Méditerranée exemplaire, un autre sur l'Europe de la Mer – avec la présentation de la mission Starfish portée par l'Union Européenne et la première rencontre d'un nouveau réseau d'élus du littoral de la Grande Bleue, le Parlement méditerranéen de la Mer.

■ Le programme Executive Master Management et Politiques de la Culture : la Fondation BIAT soutient la formation et la professionnalisation des acteurs culturels dans des disciplines diverses. C'est dans cette perspective, qu'a été lancé l'Executive Master Management et Politiques de la Culture. Ce programme est initié et soutenu par la Fondation BIAT, développé par l'institut Tunis Dauphine, sous la tutelle du Ministère des Affaires Culturelles de la Tunisie. Il s'agit de former les professionnels du secteur culturel au management, à la gestion et à l'administration d'organismes culturels. Le lancement de cet Executive Master a eu lieu en 2019. La cérémonie de la remise des diplômes aux lauréats de la première promotion, a eu lieu fin 2021. La deuxième promotion d'acteurs culturels de

différentes disciplines a terminé son cursus en Février 2022. La troisième promotion a entamé son cursus en Janvier 2022. Les candidats présentent des profils variés, porteurs d'idées de projets, touchant à des domaines d'activité qui s'apparentent aux Industries Créatives et Culturelles : théâtre, cinéma, musée, sculpture, peinture, art contemporain, musique, livre, production artistique ... toutes leurs idées vont être structurées et peaufinées grâce aux différents modules dont ils vont bénéficier. L'objectif étant d'élaborer une vision, une stratégie et un plan business pour leurs idées de projets pour pouvoir les concrétiser.

■ Le programme SPARK : le programme SPARK constitue la première rencontre entre les jeunes de 15 à 18 ans (les sparkers) avec le monde de l'Entrepreneuriat. À travers ce programme, la Fondation BIAT développe la culture d'entreprendre auprès des jeunes lycéens et étudiants, les incite à appréhender et à découvrir le monde de l'entrepreneuriat de façon interactive et ludique. Le programme a beaucoup évolué à travers ses 4 éditions, il est désormais structuré en un réseau de plus de 40 clubs d'entrepreneuriat basés dans les universités partenaires publiques et privées (Grand Tunis, Sousse, Monastir, Mahdia, Kairouan, Sfax et Tozeur). Chacun de ces clubs est coordonné par un enseignant universitaire et animé par des étudiants qui sont les Coaches Juniors. Ceux-là accompagnent et forment les jeunes sparkers dans les clubs en bénéficiant d'une large panoplie de formations organisée en Bootcamps qui leur permettent d'acquérir des compétences entrepreneuriales de haut niveau :

- Formation design thinking,
- Formation en entrepreneuriat social,
- Formation en pitch,
- Formation étude de marché et faisabilité financière,
- Formation en techniques d'accompagnement et coaching en se basant sur les outils de la PNL.

■ On compte, actuellement, plus de 6000 jeunes au total depuis le lancement du programme SPARK. Ces jeunes ont bénéficié d'ateliers d'idéation, de présentations d'entrepreneurs inspirants, de formations et d'un réseau large évoluant dans l'écosystème entrepreneurial tunisien et international. Ces activités sont organisées dans plus de 200 ateliers et workshops par édition au profit des sparkers dans différents domaines tels que le business planning, la communication, le développement personnel, la prise d'initiative et le travail en équipe.

■ Le développement de la culture entrepreneuriale dans l'université: il s'agit de promouvoir l'esprit entrepreneurial, la créativité, la prise d'initiatives et le sens des responsabilités auprès des étudiants. En 2021, la Fondation BIAT a continué à soutenir la 2^{ème} édition de UTM-INNOV. Il s'agit d'un concours d'entrepreneuriat multidisciplinaire entre les institutions universitaires de l'Université de Tunis el Manar «UTM», partenaire de la Fondation BIAT, visant à développer la culture entrepreneuriale chez les étudiants afin de les encourager à la création de start-up et d'entreprises innovantes.

■ **Le programme Génération Leaders** : ce programme consiste à promouvoir l'excellence, récompenser la persévérance et le travail des jeunes. Génération Leaders vise à soutenir des bacheliers brillants, motivés et actifs à poursuivre leurs études universitaires. Depuis son lancement en 2014, la Fondation BIAT a accompagné 180 jeunes sur le chemin de l'excellence. Cet accompagnement se traduit par une panoplie de formations, de cours et d'activités ainsi que du networking et du coaching dont l'objectif est de leur permettre de développer des compétences humaines, sociales et entrepreneuriales. En 2021, nos jeunes futurs leaders ont bénéficié de plus de 700 heures de formations diverses et variées (Formations linguistiques, Méthode Agile, Programmation Neurolinguistique, Wordpress, et cours de théâtre). Le programme «Génération Leaders» offre aussi à ces jeunes une bourse d'étude qui récompense leur travail et les soutient financièrement tout au long de leurs études. Il leur offre, ainsi, la possibilité de poursuivre leurs études dans un environnement riche en opportunités.

■ **Le programme Warchetna**: l'objectif du programme Warchetna est de venir en aide aux jeunes des régions rurales et périurbaines en réhabilitant des structures éducatives publiques. Pour ce faire, la Fondation BIAT offre un nouveau cadre de vie à ces espaces socio-éducatifs et en fait des lieux où les jeunes peuvent s'exprimer, acquérir de nouvelles compétences et se construire. La Fondation offre aux enfants un accompagnement qui se traduit par le déploiement de toute une série d'ateliers autour de six thématiques : la lecture théâtrale,

l'initiation aux arts, l'initiation à la programmation informatique, les jeux d'échecs, les activités sportives et l'éveil musical. En 2021, une nouvelle thématique, à savoir la culture entrepreneuriale, a été introduite au club d'enfants de Zriba-Hammam, parrainé par la Fondation BIAT. Il s'agit d'initier les enfants âgés entre 10 et 15 ans au processus d'idéation.

II- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Dans un contexte politique et national difficile et un environnement macroéconomique marqué par une poursuite de l'inflation et un ralentissement de la croissance, en lien avec la flambée des prix des matières premières et de l'énergie, la persistance des retombées négatives de la crise sanitaire du coronavirus sur le secteur touristique et l'impact de la crise russo-ukrainienne, la BIAT devrait faire preuve de résilience et n'épargner aucun effort pour continuer à pleinement jouer le rôle qui lui est dévolu en tant qu'intermédiaire financier de 1^{er} plan et à mobiliser toutes ses ressources afin de réaliser ses objectifs stratégiques, accompagner sa clientèle et soutenir le financement de l'économie.

■ Selon le management, tout le long de l'année 2022, la BIAT oeuvrera dans le sens d'une consolidation des résultats et d'une amélioration de ses performances à travers notamment une rationalisation de la collecte de dépôts, une surveillance proactive des risques, un suivi de l'équilibre de la liquidité et une optimisation de la gestion de la trésorerie et ce, dans le cadre du respect scrupuleux des ratios et normes réglementaires en vigueur.

■ Les efforts de la BIAT seront, également, axés en 2022 sur la poursuite des objectifs stratégiques fixés dans le cadre de son plan de développement, à savoir, la consolidation du positionnement de leadership de la banque au niveau du secteur, l'avancement sécurisé sur la feuille de route de transformation digitale, la maîtrise de ses coûts opérationnels et le développement du capital humain et ce, via la réalisation des projets et de pistes de progrès visant notamment à :

i/ mieux répondre aux besoins spécifiques des clients et améliorer l'expérience avec eux à travers notamment le développement du libre-service et de la digitalisation.

■ Rappelons que la BIAT a continué, en 2021, l'implémentation de sa transformation digitale avec le lancement de la première version de l'offre digitale MyBIAT. Elaborée en étroite collaboration avec plus de 10000 clients «bêta-testeurs», MyBIAT propose des services digitalisés pour faciliter le traitement et le suivi des opérations bancaires à distance. Avec un design fonctionnel et intuitif, MyBIAT est une application bancaire hautement sécurisée et conforme aux derniers standards technologiques. Pour mener à bien la transformation digitale de la banque, la BIAT a opté pour la mise en place d'une Digital Factory dotée d'équipes pluridisciplinaires disposant de méthodes et moyens pour accélérer les analyses d'opportunités et enrichir continuellement l'offre par de nouvelles fonctionnalités.

■ Par ailleurs, l'année 2021 a vu le lancement du nouveau concept d'agences BIAT qui traduit l'expérience qu'elle souhaite offrir à ses clients aussi bien au niveau

de la prise en charge relationnelle qu'au niveau des innovations et services digitaux. Deux sites pilotes ont déjà été implémentés et offrent aux clients une expérience unique et engagée dans une logique de partenariat et d'accompagnement. Au-delà de la valeur ajoutée apportée par l'expertise des équipes commerciales de la BIAT, les nouvelles agences incarnent les valeurs de transparence et d'engagement et offrent des espaces plus accueillants et avec des parcours clients plus fluides.

ii/ poursuivre l'amélioration de la productivité sur l'ensemble des lignes métiers.

iii/ renforcer les synergies avec les filiales financières et développer les ventes croisées. Après un renforcement du Groupe BIAT en 2020 par l'acquisition de la société Tunisie Valeurs, la BIAT a oeuvré au courant de l'année 2021 à renforcer les synergies et la collaboration entre les équipes en vue de consolider son positionnement sur les activités de marché de capitaux et de mettre à la disposition de la clientèle un accompagnement sur mesure presté par les meilleurs experts de la place. Cette démarche a impliqué le rapprochement de la force de vente des deux institutions à travers la mise en place de multiples actions et événements. Les efforts des équipes se poursuivent et plusieurs opérations sont en cours de réalisation dont notamment l'enrichissement de l'offre de nouveaux produits financiers.

iv/ et moderniser l'infrastructure et applicatifs du système d'information et enrichir le périmètre fonctionnel SI afin d'offrir aux métiers des applicatifs de plus en plus performants et aux clients des solutions plus adaptées.



■ Selon nous, les réalisations de l'exercice 2022 devraient s'inscrire sous le signe de la reprise. L'activité d'exploitation continuerait à récolter les fruits d'une stratégie qui a toujours fait la force de la BIAT: une collecte peu onéreuse, une structure du PNB favorable à la hausse des taux, des niveaux de commissions parmi les plus élevés du secteur et une politique de placement encore dynamique.

■ Nous pensons que les prévisions du document de référence «BIAT 2022» publié en marge de la dernière émission obligataire subordonnée sont largement dans les cordes de la banque.

■ A la lumière des réalisations du premier semestre de 2022, nous tablons sur l'année pleine sur:

- Une croissance de l'encours des dépôts de 12,2% à 18,2 milliards de dinars,

- une progression de l'encours des crédits de 5,6% à 12,8 milliards de dinars,

- une augmentation du PNB de 20,4% à 1,2 milliard de dinars,

- une envolée du résultat net de 56,8% à 418,3MDt,

- Un bond du résultat net par part du groupe de 50,7% à 427,2MDt.

III- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

■ Depuis le début de l'année en cours, la BIAT affiche un parcours boursier honorable (une performance de 49,8%). Le titre n'a que faiblement réagi aux nouvelles conditions édictées par la BCT relatives à la distribution

des dividendes et imposées aux banques et aux établissements financiers au titre de l'exercice 2021. Et pour cause, la banque n°1 en Tunisie jouit d'une assise financière solide lui permettant de distribuer un dividende alléchant de 5,200Dt par action au titre de l'exercice 2021 (en hausse de 4% par rapport au dividende versé au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020), soit un dividend yield exceptionnel de 7,5%.

«L'assise financière robuste de la BIAT lui confère une capacité supplémentaire de développement et une meilleure résilience. Elle lui permet aussi de maintenir une politique généreuse de dividendes»

■ Deuxième capitalisation boursière du marché actions après la SFBT (une capitalisation boursière qui frôle les 3 milliards de dinars), la BIAT se négocie présentement à des multiples de 7x les bénéfices et 1,4x les fonds propres estimés de 2022. Cette valorisation nous semble intéressante car elle intègre les surcoûts la crise économique actuelle et elle sous-estime les atouts de la banque en termes; de position de dominance sur le marché, de marge de manoeuvre sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation, la capacité de résilience de la banque et la solidité de ses fonds propres.

■ Le secteur bancaire est confronté à une avalanche d'évolutions réglementaires: renforcement des normes de solvabilité, montée en charge des exigences de liquidité et lancement du chantier

de la migration vers les normes comptables internationales (normes IFRS). Avec une bonne qualité du management et sa capacité à surperformer la concurrence et à absorber les chocs externes, la BIAT est bien armée pour juguler les contraintes réglementaires et conjoncturelles.

■ Rappelons, enfin, que la BIAT a obtenu en 2021 quatre distinctions internationales majeures:

- Le Prix de Meilleure Gouvernance Bancaire en Tunisie attribué par Capital Finance International pour la 3^{ème} année consécutive. Il récompense l'excellence du système de gouvernance de la BIAT, un des piliers de sa réussite, ainsi que ses prouesses sur d'autres critères,

- Le Prix de Meilleure équipe de gestion bancaire en Tunisie attribué par Business Vision pour la deuxième fois. Ce prix est

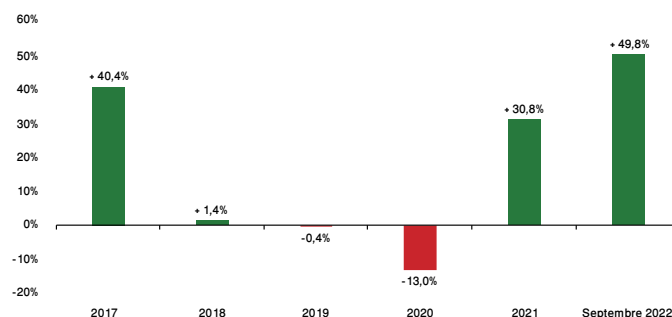
décerné au vu de l'impact positif des banques bien gérées et en guise de reconnaissance par rapport aux équipes qui se sont avérées exceptionnelles pour faire progresser leur économie,

- Le Prix de Meilleure Stratégie de digitalisation en Afrique du nord attribué par Capital Finance International. Ce nouveau prix salue la transformation digitale stratégique opérée par la banque.

- Le Prix de Meilleure Banque Dépositaire en Tunisie attribué par Global Finance pour la 2^{ème} année consécutive. Il consacre l'excellence du service et la qualité des opérations et de la relation client de l'activité titres et dépositaires de la BIAT

■ Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.

Performances annuelles du titre BIAT en bourse



Rédigé le 30/09/2022

Délice Holding

Des stratégies gagnantes pour une croissance pérenne

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	794,5	844,5	965,4	1 060,3	1 164,9	1 234,8
<i>Progression</i>	-	6,3%	14,3%	9,8%	9,9%	6,0%
Marge brute	203,3	205,9	251,2	294,2	326,6	345,8
<i>Progression</i>	-	1,3%	22,0%	17,1%	11,0%	5,9%
Taux de marge brute	25,6%	24,4%	26,0%	27,7%	28,0%	28,0%
EBITDA	91,1	84,5	106,7	134,9	141,3	147,3
<i>Progression</i>	-	-7,3%	26,3%	26,4%	4,7%	4,3%
Marge d'EBITDA	11,5%	10,0%	11,1%	12,7%	12,1%	11,9%
Résultat net part du groupe	38,6	30,9	46,5	57,8	70,4	73,9
<i>Progression</i>	-	-20,0%	50,6%	24,3%	21,7%	5,1%
Marge nette	4,9%	3,7%	4,8%	5,5%	6,0%	6,0%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

- Malgré une conjoncture économique difficile, dictée par la résurgence de la pandémie Covid-19, la hausse de l'inflation et la baisse du pouvoir d'achat du consommateur tunisien, le Groupe Délice a atteint en 2021, des jalons très importants et a réalisé des performances records, qui consolident les acquis des exercices précédents. Autres faits à l'honneur de l'année 2021, Délice commence à rationaliser ses «CAPEX» et a mis en place des solutions de financement intragroupe. Résultat des courses: le Groupe est entré dans une phase de désendettement et de génération de cash-flows qui a commencé à conforter sa trésorerie et à réduire sensiblement le poids de ses charges financières.
- Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme de produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2021 devrait inaugurer une nouvelle phase de croissance prometteuse pour le fleuron de l'industrie laitière en Tunisie.
- Les projets entrepris sur les dernières années devraient permettre au Groupe de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, de consolider son positionnement sur le segment des produits laitiers frais, locomotive de rentabilité pour le Groupe, et de monter en puissance sur les «boissons» en prenant le virage de l'eau minérale.
- La valorisation actuelle de Délice Holding offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des jus, en pleine phase de consolidation/diversification et aux fondamentaux solides. La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait demi-écrémé, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour l'action. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur le titre.

Prix : 13,650Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Société MEDDEB Consulting*	85,0%
Société Agricole El Hadayek	6,1%
Autres actionnaires	8,9%

Capitalisation boursière: 749MDt

Ratios boursiers** :

PER 2022e:	10,1x
Dividend yield 2022:	2,9%
VE/EBITDA 2022e:	5,3x
ROE 2021:	33,2%
Performance 2022:	-6,5%

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

** Données au 30 Septembre 2022.

Positionnement concurrentiel du Groupe Délice

- Leader** sur le marché du lait avec une part de marché de **65%**
- Leader** sur le marché des produits laitiers frais avec une part de marché de **69%**
- Leader** sur le marché des jus avec une part de marché de **37%**
- Challenger** sur le marché du fromage avec une part de marché de **27%**



I- Présentation du Groupe Délice

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

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

- 1^{er} sur le marché du lait avec 65% de part de marché (Vitalait est 2^{ème} avec une part de marché de 26%),
- 1^{er} sur le marché du yaourt avec 69% de part de marché (Vitalait est

2^{ème} avec une part de marché de 22%),

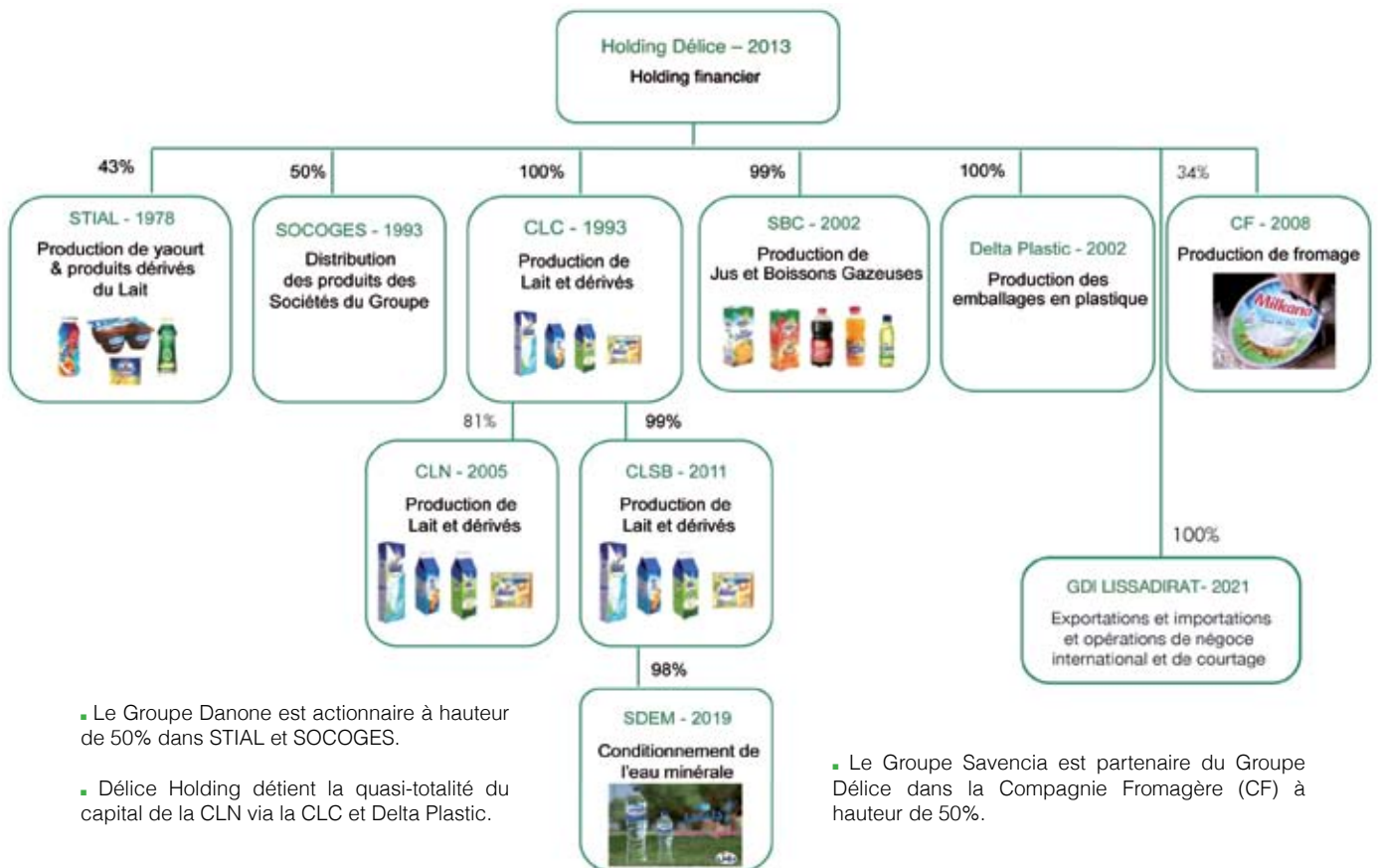
- 1^{er} sur le marché des jus avec une part de marché de 37%,

- 3^{ème} sur le marché du fromage avec 27% de part de marché.

■ Détenu à hauteur de 85% par la famille MEDDEB, le Groupe Délice est l'un des plus importants groupes industriels privés du pays. Pour les

besoins de son introduction en bourse, opérée en 2014, le Groupe s'est restructuré en holding, Délice Holding, contrôlant directement et indirectement 11 sociétés dans différents secteurs d'activité: le lait, le yaourt, le jus, le fromage, le plastique, la distribution et tout récemment l'eau minérale.

Structure du Groupe Délice Holding (2021)



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

■ Délice Holding détient la quasi-totalité du capital de la CLN via la CLC et Delta Plastic.

■ Le Groupe Savencia est partenaire du Groupe Délice dans la Compagnie Fromagère (CF) à hauteur de 50%.

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



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

■ 2021 a été un excellent cru pour le Groupe Délice Holding. L'activité a opposé la meilleure résistance au contexte pandémique et la rentabilité a affiché une amélioration remarquable. Le Groupe continue à récolter les fruits des efforts d'investissement constants déployés sur les dernières années.

■ Délice Holding a affiché une gestion salutaire de la crise sanitaire grâce à ses importantes capacités logistiques et de stockage mais aussi grâce à la flexibilité de ses process.

■ Les revenus consolidés du Groupe ont enregistré une croissance de 9,9% à 1,2 milliard de dinars. Cette performance est le résultat de la bonne orientation de la totalité des pôles métiers du Groupe et de la performance étincelante des ventes à l'export (+25,3% à 40,9MDt).

1) Activité «Lait»

■ Le Pôle Lait consolide sa position de leader sur le marché, et confirme son dynamisme et sa résilience face aux aléas conjoncturels. La diversification au sein du Pôle Lait a contribué à la croissance des revenus et au développement du segment et de l'offre sur le marché.

■ Ce pôle a réalisé, en 2021, des revenus consolidés de 772,6MDt, soit une progression de 4,1% par rapport à 2020 et ce, malgré le repli du marché. En effet, les aléas climatiques ont eu un effet inhibiteur sur la production primaire de lait, qui est passée de 1 390 millions de litres en 2020 à 1 350 millions de litres fin 2021. Cette baisse, la première depuis 2018, a provoqué la décroissance

de 3,1% de la collecte de lait cru qui a atteint 852 millions de litres en 2021, contre 880 millions de litres une année auparavant. Quant à la réception industrielle, elle a régressé de 4,1% pour s'établir à 700 millions de litres, contre 730 millions de litres en 2020.

■ A noter que le montant de la subvention d'exploitation par litre du lait demi-écrémé a été maintenu inchangé en 2021 à 410 millimes/litre. De même pour la subvention de collecte, qui s'est stabilisée à 115 millimes/litre.

2) Activité «Produits Frais»

■ Le Pôle Produits Frais a vu ses revenus augmenter de 5%, passant de 468,1MDt en 2020 à 491,3MDt en 2021. Le Pôle Produits Frais reste encore la locomotive de rentabilité du Groupe et ce, malgré les tensions inflationnistes. Le Pôle a su au fil des années préserver et consolider sa position de leader sur le marché, avec une part de marché 69% en 2021.

3) Activité «Boissons»

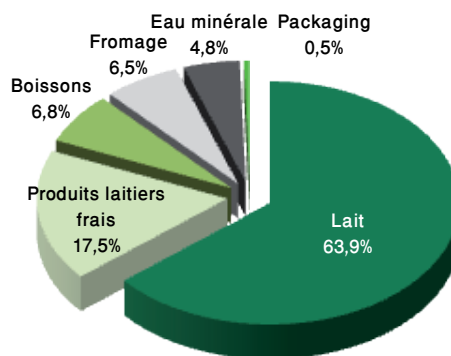
■ Le Pôle Boissons a réalisé une performance remarquable et a atteint des revenus de 81,7MDt, soit une progression de 14,1% par rapport à 2020. Cette performance est due essentiellement aux bonnes réalisations des activités Boissons Gazeuses et jus petit format. En effet, la part de marché du Pôle continue de progresser, pour atteindre 36,5% du marché des jus en 2021. Les projets d'innovation et les investissements opérés durant les exercices précédents, ont eu un impact positif sur la rentabilité du Pôle, qui a multiplié son résultat net par 4 en trois ans, estime le management.

4) Activité «Fromage»

■ Le Pôle Fromage a réalisé des revenus consolidés de 78,1MDt,

soit une progression de 14,9% par rapport à 2020. Les volumes vendus à l'export ont connu une croissance de 40% par rapport à l'exercice précédent, confirmant ainsi la bonne dynamique du Pôle à l'export. Le Pôle détient désormais 27% de part de marché, soit une progression de 3 points de pourcentage par rapport à l'exercice précédent. Il s'agit d'une année importante pour le Pôle Fromage, qui a triplé son résultat net en 2021.

Distribution des revenus par pôle d'activité (2021)



Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires agrégé en 2021 (en MDt)



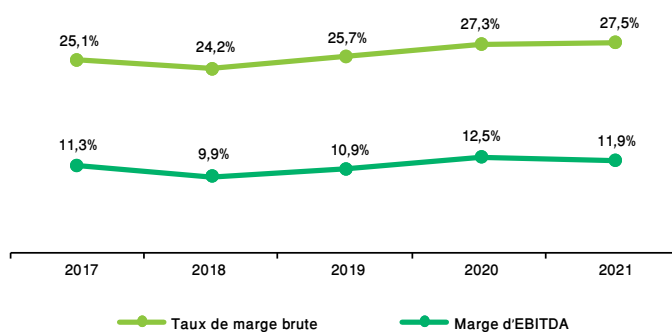
5) Activité «Eau minérale»

■ L'entrée en exploitation de la société Délice des Eaux Minérales a été une vraie réussite pour le Groupe. Le Pôle a capitalisé sur la forte notoriété de la marque Délice et sur sa force commerciale et de distribution, pour atteindre 13% de part de marché, à l'issue de la première année pleine d'activité. Fort de l'expérience et du savoir-faire du Groupe, le pôle a pu réaliser des performances exceptionnelles durant l'exercice 2021. Les effets de synergie ont eu un impact positif, non seulement sur les revenus du pôle, qui ont atteint 57,6MDt en 2021, mais aussi sur ses résultats qui ont largement dépassé les objectifs fixés.

■ 2021 a été une année porteuse au niveau de la rentabilité d'exploitation. L'atteinte d'un nouveau palier de revenus (effets d'échelle), le tournant vers des produits à plus forte valeur ajoutée grâce aux investissements dans la Recherche et Développement et l'attention portée à la maîtrise des charges à travers les programmes de productivité et d'efficacité énergétique (comme le projet de cogénération démarré en Octobre 2019 sur les sites des filiales STIAL et CLC) ont permis d'améliorer la rentabilité du Groupe et de résister aux pressions inflationnistes causées par la hausse des coûts de production et la flambée sans précédent des prix des matières premières et du coût du transport maritime, à partir du deuxième semestre 2021.

■ La marge brute a cru à un rythme plus rapide que les revenus (+11% à 326,6MDt) et le taux de marge brute a progressé de 0,2 point de taux à 27,5%. Il en va de même pour la rentabilité d'exploitation qui

Evolution des marges consolidées



Chiffres consolidés en M Dt	2017	2018	2019	2020	2021
Cash flow d'exploitation	68,0	39,1	44,6	76,0	109,0
Investissements	54,0	69,8	86,6	62,1	33,5
Free Cash Flow	14,0	-30,7	-42,0	13,9	75,4
Dette nette	68,0	108,5	179,1	152,3	98,0
Gearing	41,4%	59,5%	84,9%	60,8%	32,2
ROE	31,8%	22,5%	31,9%	33,2%	33,2%
ROCE	23,5%	17,2%	16,8%	17,7%	18,4%

a pu absorber la hausse des frais généraux (+16,3% à 185,3MDt pour la masse salariale majorée des autres charges opératoires). L'EBITDA s'est apprécié de 4,7% à 141,3MDt. Certes, si la marge d'EBITDA a reculé de 0,6 point de pourcentage à 11,9% par rapport à l'année 2020, elle demeure à un palier historiquement élevé pour le Groupe.

■ Depuis 2020, le management a opté pour une politique de rationalisation des investissements après des niveaux records de «CAPEX» enregistrés en 2018 et 2019. Totalisant un montant de 33,5MDt, les investissements ont été orientés, en 2021, essentiellement vers l'augmentation de la capacité, la

maîtrise de l'énergie, le respect de l'environnement et le renforcement du parc roulant pour le pôle distribution.

■ Parallèlement à la rationalisation des investissements, le Groupe a œuvré à la mise en place de solutions de financement intragroupe et une gestion de trésorerie centralisée qui se sont traduites par une plus faible mobilisation du levier financier sur 2021 comparativement aux dernières années. **Le Groupe a bel et bien démarré une phase de désendettement et de génération de cash-flows avec un gearing passant de 60,8%, en 2020, à 32,2% en 2021.**

«Depuis 2020, le Groupe Délice a démarré une phase de désendettement et de génération de cash-flows»

■ Le recours moindre à l'endettement, en 2021, s'est matérialisé par une baisse substantielle des charges financières subies par le Groupe (repli de 46,9% à 9,8MDt, soit 0,8% du chiffre d'affaires consolidé). Il est à noter que le Groupe Délice profite de conditions d'emprunts avantageuses grâce à sa bonne signature auprès du système bancaire. N'eussent été les retards fréquents sur le paiement de la subvention d'exploitation de l'Etat relative au lait demi-écrémé, les frais financiers auraient été bien plus bas. Au final, le Groupe a bouclé l'année dernière avec un résultat net part du groupe de 70,4MDt, soit une croissance de 21,7% par rapport à 2020. Avec un ROE de 33,2%, Délice figure parmi les groupes les plus profitables de la cote.

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

■ Pour limiter l'impact de ses activités sur l'environnement, le Groupe Délice a mis en oeuvre une politique de management énergétique reposant sur trois principes : sobriété, efficacité et transition vers des énergies renouvelables. Délice compte intégrer progressivement les

énergies renouvelables dans son mix énergétique, et encourager ses sites de production à mettre en oeuvre des projets permettant de réduire l'impact environnemental, et de rationaliser la consommation énergétique. Une étude de projet de mise en place d'une installation photovoltaïque a été réalisée en 2021, en choisissant un site pilote, en l'occurrence la société Délice des Eaux Minérales. Un projet qui devrait être généralisé au niveau des autres sites de production.

■ L'eau étant omniprésente dans les activités du Groupe, en amont et en aval, Délice a estimé qu'il est de sa responsabilité de consommer les ressources en eau de manière responsable. La politique «Eau» du Groupe Délice est en cours de déploiement et se structure autour de deux axes principaux :

- Réduire et optimiser les quantités d'eau consommées dans les sites de production,

- Maitriser et améliorer la qualité des rejets.

■ Soucieux de mettre en place un système de production, de gestion et de fonctionnement qui prend en considération les impacts environnementaux propres à ses activités, le Groupe Délice est en train de bâtir son système de management de l'environnement selon la norme ISO 14001, et son système de management de l'énergie selon la norme ISO 50001.

■ L'effort d'optimisation devrait se poursuivre au cours des prochaines années, en déployant un cadre d'amélioration continue, avec notamment l'adoption et le partage des bonnes pratiques, et la priorisation des investissements nécessaires dans lesquels

l'ensemble des sites de production du Groupe devront s'inscrire. Le Groupe ambitionne de mettre en place des investissements qui s'inscrivent dans une logique d'économie circulaire, et qui favorisent l'efficacité de ses systèmes d'épuration. C'est dans ce cadre, que s'intègre l'un des projets les plus importants pour l'environnement : le projet d'extension de la station d'épuration des eaux usées à la Centrale Laitière de Sidi Bouzid, dont le coût d'investissement s'élève à 8,5MDt. Ce projet devrait s'achever en 2023.

■ Côté ressources humaines, le Groupe Délice a mis en place une feuille de route qui a défini les lignes directrices en matière de développement des compétences. Cette démarche devrait favoriser la polyvalence et la mobilité interne au sein du Groupe. Le projet «Gestion Prévisionnelle des Emplois et des Compétences», en partenariat avec l'Agence de Coopération Allemande, dénote l'engagement fort du Groupe auprès de ses 3 500 collaborateurs et collaboratrices. Le Groupe Délice ambitionne de réaliser une projection de tous les emplois et compétences actuels, afin de mettre en oeuvre les outils adéquats de la gestion des ressources humaines.

■ Vu l'augmentation des prix des matières premières et des aliments pour bétail, le soutien apporté aux petits éleveurs, devient de plus en plus essentiel pour Délice. C'est dans cette optique, que le Groupe est intervenu auprès de l'amont de la filière laitière en apportant son support aux éleveurs via deux projets:

1) Projet Hlib Ezzek: C'est un projet initié en Novembre 2020, dans le cadre d'un partenariat

avec «Attijari bank», et qui permet aux petits et moyens éleveurs d'accéder au financement bancaire. Le financement touche les petits et moyens éleveurs, pour l'achat de génisses pleines de races pures sur une période de 5 ans, en plus d'autres avantages que la banque offre aux producteurs. En 2021, Délice a entamé le projet avec 12 bénéficiaires, avec une enveloppe moyenne de 50 000 dinars par projet.

2) Projet Hlib El Khir: C'est le fruit d'un partenariat avec l'institution de microfinance islamique «Zitouna Tamkeen», visant principalement à améliorer la production laitière qualitativement et quantitativement, tout en garantissant une meilleure rentabilité pour les petites exploitations laitières. Les principaux axes de ce projet sont :

- L'appui technique aux éleveurs via les conseillers d'élevage du Groupe Délice,

- La facilitation de l'accès au financement pour l'acquisition de génisses de races pures, assurance cheptel, équipements d'élevage et autres ...,

- Le développement du froid à la ferme, à travers l'installation des mini-tanks.

■ En 2021, 14 éleveurs ont bénéficié de 39 génisses, l'équivalent d'un investissement total de 242 mille dinars.

■ Grâce à ce projet, Délice a pu impacter, à fin 2021, 77 éleveurs et 51 centres de collecte de lait, à travers l'acquisition de 172 génisses, au niveau de 7 gouvernorats, pour atteindre un investissement total de 1,3MDt.

■ Également, dans le cadre des efforts consentis pour le renforcement de la filière lait, le Groupe Délice a initié en 2017 un projet de partenariat avec la GIZ et l'APIA, fondé sur trois axes de travail, à savoir : la formation Farmer Business School (FBS), la formation Bonnes Pratiques d'Élevage (BPE) et le transfert de matériels innovants. A travers ce partenariat, Délice a contribué à l'amélioration des revenus des petits éleveurs, et à assurer des conditions optimales d'élevage, avec un accès plus facile aux services et au financement. En 2021, Délice a acquis 107 abreuvoirs automatiques et a assuré l'installation de 9 mini-tanks de froid à la ferme, pour une valeur de 134,3 mille dinars. L'investissement total s'est élevé à 1,2MDt. A terme, le Groupe cible l'acquisition de 20 mini-tanks de refroidissement, 1000 abreuvoirs automatiques d'eau et 5 installations photovoltaïques.

■ Dans le même cadre du partenariat public privé (PPP) avec la GIZ/IAAA, Délice assure une formation aux éleveurs, axée sur la gestion financière de leurs exploitations laitières. Cette formation couvre :

- Les aspects économiques (maitrise des charges et coûts d'exploitation),

- Les aspects de gestion (maitrise des outils clés de gestion agricole),

- Les aspects managériaux de l'entreprise agricole,

- Les aspects environnementaux.

■ En 2021, ces formations ont ciblé 305 éleveurs, et au-delà de cette contribution, le Groupe Délice est en train d'assurer un



bon maillage de terrain, à travers une équipe d'experts qui assure un encadrement continu et une assistance quotidienne de 130 centres de collecte de lait. A fin 2021, le Groupe Délice a pu effectuer 6742 visites sur terrain, sur tout le territoire tunisien.

- Toujours côté RSE, le Groupe Délice a contribué aux efforts nationaux pour combattre la pandémie Covid-19. Dans ce cadre, il a investi plus de 750 mille dinars au profit des hôpitaux régionaux en 2021, et a soutenu le corps médical avec la mise à disposition de nouveaux équipements comme les concentrateurs d'oxygène.

- Enfin, le Groupe Délice a conclu des partenariats avec des établissements d'enseignement supérieur. L'objectif étant d'offrir un accompagnement spécifique et des programmes de tutorat, qui permettent de transmettre le savoir-faire et les valeurs du Groupe. C'est dans ce cadre, que la Centrale Laitière du Nord (CLN) a signé une convention de recherche avec l'Institut Supérieur des Etudes Technologiques de Nabeul. Dans la même perspective, la Centrale Laitière de Sidi Bouzid a initié le projet «Pépinière CLSB», pour former et encadrer les jeunes diplômés ayant effectué des stages de formation au sein de la société.

III- Perspectives d'avenir & prévisions

- Sur les dernières années, le Groupe a maintenu un rythme soutenu d'investissement dans une conjoncture difficile, par la consolidation de ses capacités de transformation sur les différents pôles d'activité et l'initiation de

projets de productivité sur les différents sites. L'ensemble de ces projets devraient permettre à Délice de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et d'améliorer sensiblement ses marges.

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

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

- 2) une poursuite des efforts d'innovation et d'élargissement de la gamme de produits «beverages» vers l'eau minérale. Le marché des boissons en général et de l'eau minérale en particulier est relativement jeune et propice à la croissance organique,

- 3) une orientation vers la rationalisation des «CAPEX» pour digérer les investissements importants entrepris sur les dernières années. Cette tendance devrait se traduire par une amélioration de la capacité de génération de cash-flows pour le Groupe et un désendettement progressif du bilan,

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

- L'innovation et la diversification des produits restent également les fers de lance pour Délice. Le management compte développer sur le marché de nouveaux procédés et de nouvelles technologies qui vont différencier significativement les produits et renforcer l'image de marque «Délice». Les changements des habitudes de consommation, notamment durant et après la

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

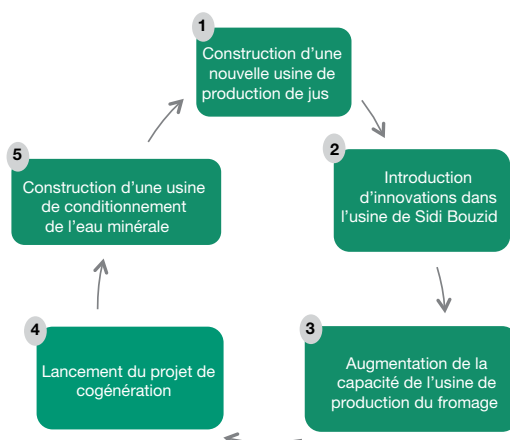
- Grâce à l'effort soutenu d'innovation, l'année 2021 a été marquée par une forte percée à l'international du Groupe Délice, non seulement avec sa propre marque, mais également en partenariat stratégique avec Danone sur plusieurs produits, dont le beurre et la crème fraîche.

- Bien que la période 2020-2021 soit marquée par la pandémie qui a eu des impacts négatifs sur tous les secteurs d'activité, le Groupe a montré la résilience de son business model et a pu améliorer tous ses indicateurs d'activité.

- La croissance sera également au rendez-vous en 2022. C'est ce que confirme le premier semestre de l'année en cours. Le Groupe y a pu garder le cap sur la croissance avec des revenus en hausse de 6,7% à 627,5MDt. Malgré la crise que traverse actuellement le secteur laitier en Tunisie (les prix du lait au niveau de la production n'ont pas évolué depuis Avril 2021, malgré la hausse sans précédent des prix de l'alimentation bovine, de l'assemblage et des fournitures de fabrication, entraînant une baisse des quantités de lait acceptées au niveau des usines estimée entre 20 et 30%), le Groupe Délice a réussi à naviguer dans un bon rythme de croisière grâce à la diversité de ses métiers et à ses importantes capacités logistiques et de stockage.

- Sur l'année pleine 2022, nous tablons sur une hausse du chiffre d'affaires de 6% à 1,2 milliard de

Les investissements du Groupe sur les dernières années





REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

dinars et sur une augmentation du résultat net part du groupe de 5,1% à 73,9MDt.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

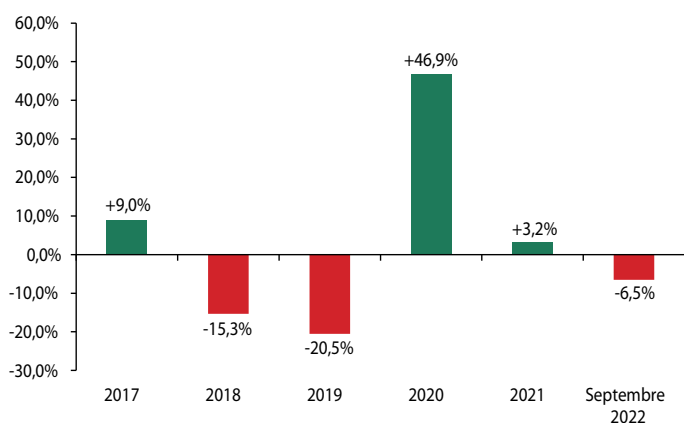
Le champion national de l'industrie laitière a terminé les neuf premiers mois de 2022 légèrement dans le rouge, après s'être bien défendu en 2021.

Délice Holding traite actuellement à des multiples de 10,1x ses bénéficières et 5,3x son EBITDA estimés en 2022; une valorisation

attrayante qui offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation/diversification, aux fondamentaux solides et disposant d'avantages compétitifs soutenables.

La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait demi-écrémé, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour le titre. **Nous recommandons un positionnement sur Délice Holding.**

Performances boursières du titre Délice Holding



A noter que l'AGO du 2 Juin 2022, statuant sur les comptes de l'exercice 2021 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,370Dt par action (soit un payout de 95,1%), et à ce à partir du 15 Juillet 2022.

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

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2022e	VE/EBITDA 2022e
Juhayna Food Industries	Egypte	11,3	5,9
Arabian Food Industries Co.	Egypte	8,6	5,3
Nestle Nigeria Plc	Nigeria	21,0	10,3
Danone SA	France	15,0	9,6
Savencia SA	France	6,0	2,8
Nestle S.A.	Suisse	22,9	16,9
Saputo Inc.	Canada	21,5	11,3
The Kraft Heinz Co.	Etats-Unis	13,5	10,7
Megmilk Snow Brand Co, Ltd	Japon	13,2	5,9
Bright Dairy & Food Co	Chine	29,0	8,6
Médiane internationale		14,3	9,1
Délice Holding	Tunisie	10,1	5,3

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.



Rédigé le 30/09/2022

SAH Lilas

Une montée à pas de géant

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p	2024p	2025p
Chiffre d'affaires	373,4	440,4	560,1	624,6	670,5	723,9	785,5	851,9	928,4
<i>Progression</i>	-	17,9%	27,2%	11,5%	7,4%	8,0%	8,5%	8,5%	9,0%
Marge brute	141,9	113,6	208,2	261,4	272,7	302,2	340,7	380,6	407,6
Taux de marge brute	38,0%	25,8%	37,2%	41,8%	40,7%	41,8%	43,4%	44,7%	43,9%
EBITDA	72,1	62,1	81,3	110,3	102,4	125,2	156,5	188,5	207,2
<i>Progression</i>	-	-13,9%	30,9%	35,7%	-7,2%	22,2%	25,0%	20,5%	9,9%
Marge d'EBITDA	19,3%	14,1%	14,5%	17,7%	15,3%	17,3%	19,9%	22,1%	22,3%
Résultat net part du groupe	24,6	22,8	23,0	30,6	16,2	34,0	50,4	76,6	89,3
<i>Progression</i>	-	-7,5%	0,8%	33,4%	-47,0%	109,7%	48,1%	52,1%	16,6%
Marge nette	6,6%	5,2%	4,1%	4,9%	2,4%	4,7%	6,4%	9,0%	9,6%

Sources: Etats financiers et prévisions du management du Groupe SAH.

Prix : 9,700Dt
Acheter (+)

Actionnariat

JM Holding*	52,1%
ECP AFRICA FUND:	5,5%
Autres actionnaires:	42,4%

Capitalisation boursière: 792MDt

Ratios boursiers** :

PER 2022e:	23,3x
Dividend yield 2022e:	3,1%
P/B 2021:	2,1x
VE/EBITDA 2022e:	9,4x
ROE 2021:	6,6%
Performance 2022:	+6,8%

* Holding codétenu par Mme Jalila MEZNI et le fonds d'investissement RMBV.

** Données au 30 Septembre 2022.

- La performance du Groupe SAH sur l'exercice 2021 a été clairement impactée par la morosité du contexte économique, aussi bien local que celui des filiales du Groupe à l'étranger. La performance commerciale du Groupe s'est tout de même améliorée comparativement à l'année 2020. Au terme de l'exercice 2021, les revenus consolidés du Groupe se sont bien améliorés par l'effet de la croissance affichée par les différentes filiales. Cette évolution a été favorisée par la consolidation de la capacité de production sur les différents sites ainsi que les diversifications apportées au mix produits. En revanche, au niveau de la rentabilité, l'exercice 2021 a été marqué par une contreperformance remarquable comparativement aux résultats du Groupe pour l'année 2020. La conjoncture économique et l'impact des nouveaux investissements sur la structure des coûts ont fait que les résultats ont nettement baissé.
- Le Groupe SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2022. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux. Selon le business plan 2022-2025, l'exercice 2022 devrait constituer l'année de retour aux standards de performance du Groupe. La consolidation du niveau d'activité de la filiale Azur Papier suite à la confirmation de sa deuxième ligne de production de ouate de cellulose, et la conquête de nouveaux clients à l'étranger, seront des facteurs favorables à l'augmentation du chiffre d'affaires du Groupe pour l'année 2022 et les exercices d'après. L'évolution de part et d'autre des charges d'exploitation par l'effet de la croissance des volumes produits et le contrôle des coûts opérationnels par le biais des plans d'optimisation et de productivité envisagés, seront de nature à améliorer le niveau général des indicateurs de performance du Groupe pour les années à venir.

« Le Groupe SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2022. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux »



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

■ L'amélioration de la rentabilité des investissements déjà réalisés par l'effet de la réduction progressive de la partie fixe de leurs structures de coûts et le complément de rentabilité dégagé par les nouveaux investissements, en l'occurrence le business des détergents et cosmétique, feront que la capacité bénéficiaire globale ne cesserait de s'améliorer. Au terme de l'exercice 2025, le résultat net par du Groupe devrait atterrir à 89,3MDt ce qui représenterait une croissance annuelle moyenne prévisionnelle du résultat net de l'ordre de 27,3% sur la période prévisionnelle.

■ Dans une conjoncture malmenée par la crise, le titre représente une opportunité d'investissement intéressante à bien des égards. Il s'agit d'une valeur défensive et de croissance, d'une valeur internationale et d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels en quête de «Blue chips».

■ SAH Lilas continue à distribuer des dividendes, envoyant un signal fort au marché que le Groupe est bien disposé à entamer une phase de génération de cash-flow, et de désendettement et qu'il est sur le point de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années. Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.

I- Présentation du Groupe SAH Lilas

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

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

1) La production de produits d'hygiène et papier

■ Coeur de métier du groupe (près de 66% des revenus consolidés en 2021), l'activité d'hygiène et papier est assurée par la société mère (implantée en Tunisie) et par des filiales industrielles (Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal) et commerciales (Algérie et Maroc). Sur cette ligne de métier, SAH Lilas offre une gamme complète de produits: le papier hygiénique, (papier toilette, papier mouchoirs, serviette de table, essuie-tout...), les produits d'hygiène féminine, les couches bébé, les produits d'hygiène adulte et les lingettes. Les installations industrielles du Groupe en dehors de la Tunisie ont permis d'accélérer la couverture régionale du Groupe. SAH Lilas a réussi, en effet, à établir une plateforme en Côte d'Ivoire et au Sénégal pour servir les marchés voisins de la zone UEMOA.

■ Sur la ligne des produits d'hygiène et papier (toute la gamme hygiène i.e. bébé, féminine, adulte et la gamme papier), SAH Lilas se positionne parmi les leaders sur les marchés tunisien, libyen, mauritanien et congolais avec une forte présence en Algérie et au Gabon.

2) La production de ouate de cellulose

■ Afin de sécuriser les approvisionnements du Groupe dans le métier des produits

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

■ La première ligne de ouate de cellulose ayant atteint la pleine capacité depuis 2019, le Groupe a investi dans une 2^{ème} ligne de production d'une capacité d'une fois et demi l'ancienne ligne pour un coût total de 86 millions de dinars. Cette deuxième ligne de production de ouate de cellulose est entrée en production depuis Février 2021. Une part de 40% de la production de cette deuxième ligne est destinée aux besoins du Groupe. Le reliquat est écoulé hors Groupe notamment sur les marchés export. Au-delà des bienfaits de cette stratégie d'intégration sur les marges, l'activité de production de ouate de cellulose constitue aujourd'hui un véritable centre de profit pour le Groupe.

3) La production de détergents

■ Benjamine du Groupe, l'activité de production des détergents a été lancée en 2016, par la création de la filiale Azur Détergent. Le Groupe détient actuellement 53,6% du capital de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICAR.

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

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

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

■ Le Groupe prend, désormais, un nouveau virage stratégique en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. C'est le projet phare auquel devrait s'atteler le management en 2022. Localisée à Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier est dénommée Azur Industrie Cosmétique. Elle devrait coûter la somme de 45MDt. Dotée d'une capacité de production de 25 mille tonnes par an, cette usine devrait entrer en exploitation fin 2022. Elle sera spécialisée dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche et du déodorant. L'investissement de 45MDt comprend, également, le coût de la création d'une unité de fabrication d'emballages en plastique pour les besoins du Groupe pour les activités cosmétiques et détergents d'où la création de la nouvelle filiale Azur d'articles plastiques en 2021. En se lançant dans les produits cosmétiques, le Groupe SAH vise un triple objectif : i/ exploiter les synergies existantes à savoir le réseau de distribution,



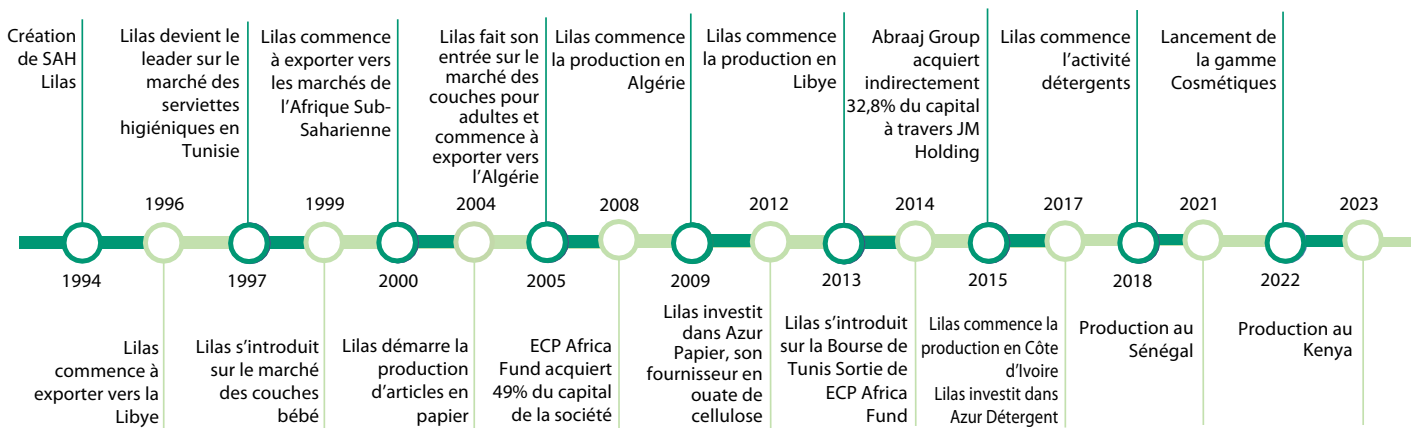
le savoir-faire industriel et la complémentarité avec les produits détergents, ii/ exploiter la notoriété de la marque Lilas et iii/ atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché.

■ SAH Lilas dispose aujourd'hui de plus de 300 références produits toutes activités confondues. Le Groupe réalise 33,7% de son chiffre en dehors de la Tunisie. Il jouit d'une dimension internationale

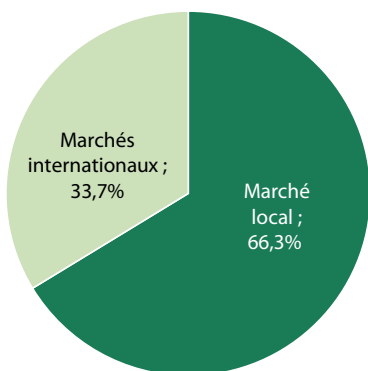
indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban). Il est l'unique acteur indépendant ayant des sites de production dans 5 pays africains (Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal). Notons qu'un site de production additionnel sera implanté à partir de 2023 en Afrique de l'Est (au Kenya).

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

■ Après avoir ouvert 20% du capital au public au moment de l'introduction, le flottant du capital a progressé graduellement pour dépasser 37%. Une proportion dont les étrangers constituent une partie non négligeable (de 7,2%). Le titre est prisé par les investisseurs étrangers pour sa dimension continentale et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

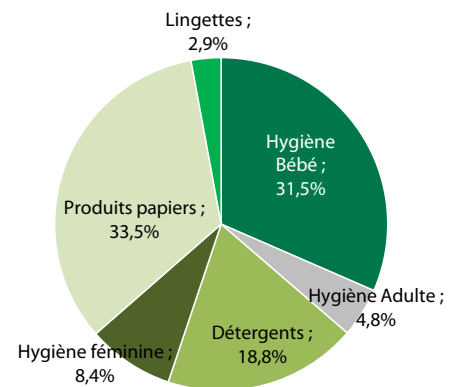


Répartition géographique des revenus (2021)

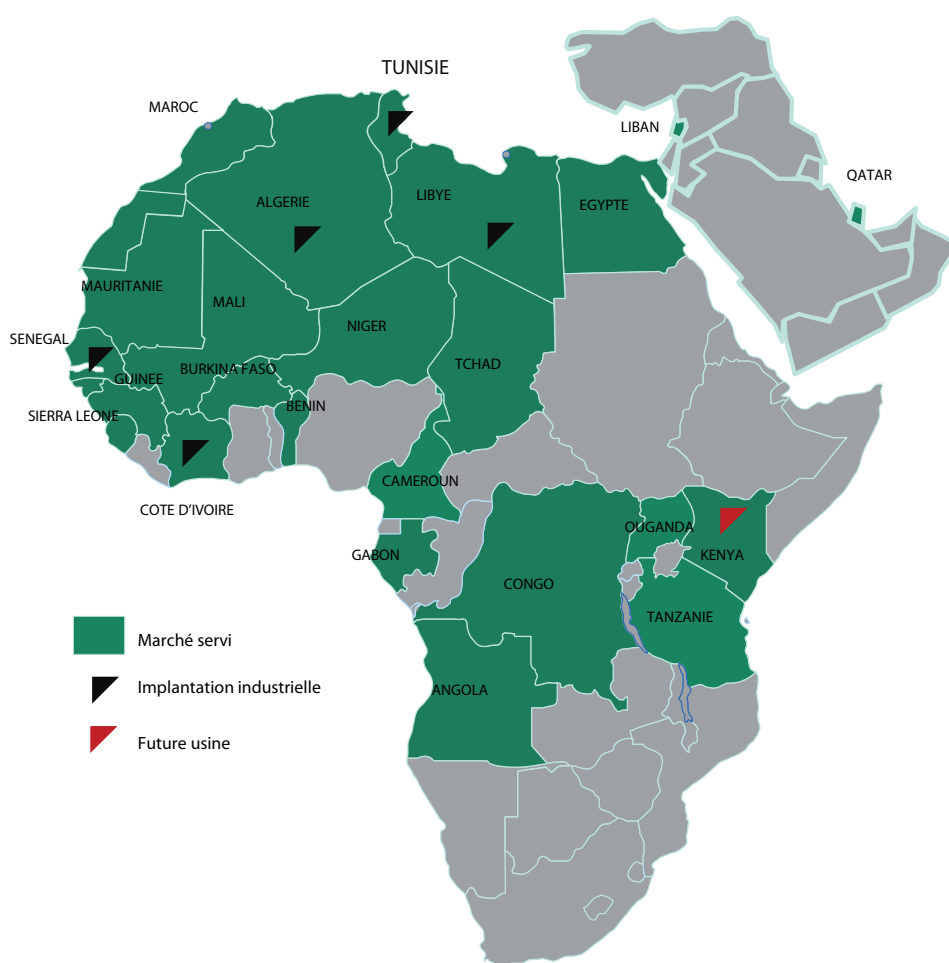


«SAH Lilas jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban)»

Répartition des revenus par gamme de produits (2021)

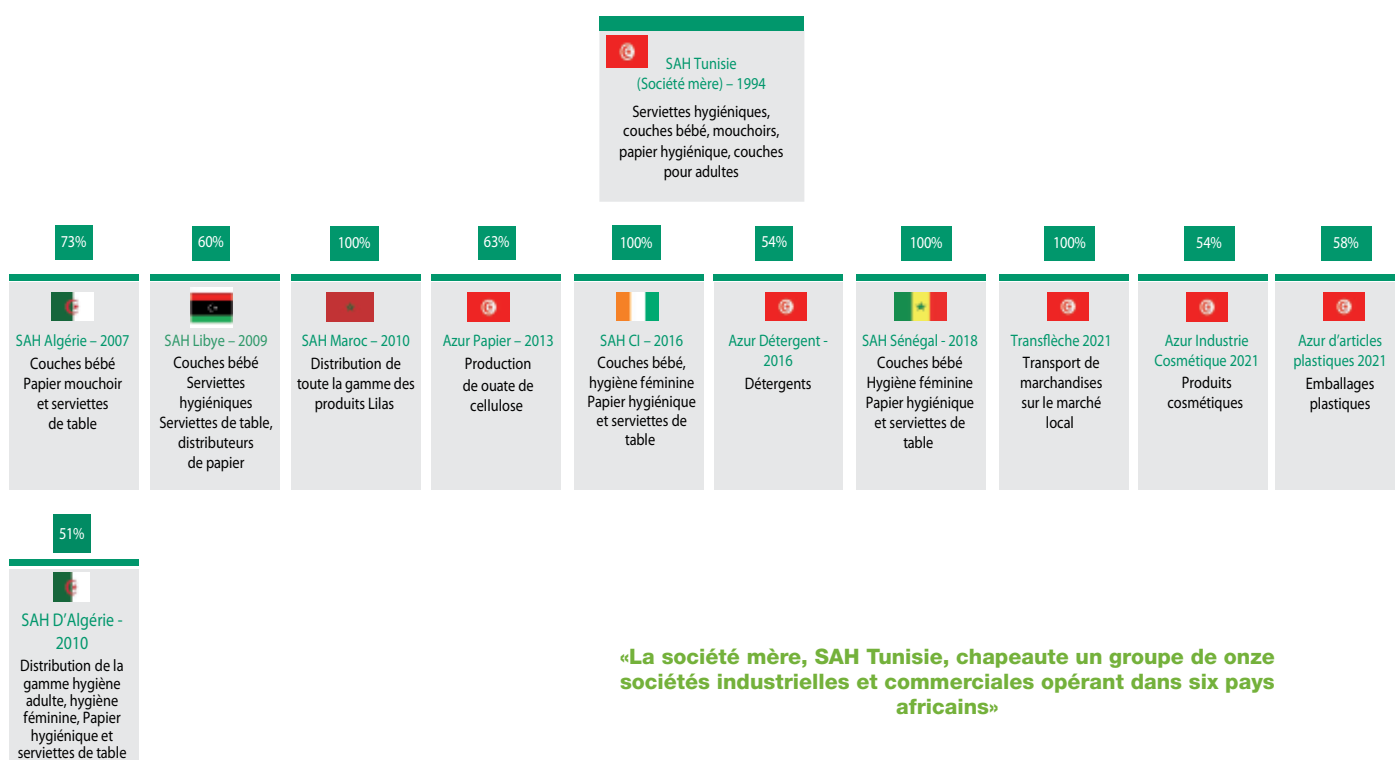


Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH Lilas (2021)





Périmètre du Groupe SAH Lilas (2021)



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

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

■ 2021 a été une deuxième année de suite au goût de la crise pour le Groupe SAH Lilas. Si l'activité du Groupe revêt un caractère défensif, la crise de la Covid-19 a empêché une normalisation de l'activité et de la rentabilité. Elle a aussi généré un manque à gagner important au niveau des ventes.

■ En réalité, la performance financière du Groupe a été impactée par le contexte macroéconomique global. Malgré les bonnes performances

réalisées, le taux de réalisation des objectifs de résultat net aurait pu être beaucoup plus élevé n'eussent été les effets de l'inflation et du taux de change sur les coûts des inputs, et les retards cumulés sur les dernières années dans le plan de développement du Groupe.

■ Au terme de l'exercice 2021, les revenus consolidés du Groupe se sont, toutefois, bien améliorés par l'effet de la croissance affichée par les différentes filiales. Cette évolution a été favorisée par la consolidation de la capacité

de production sur les différents sites ainsi que les diversifications apportées au mix produits. Le Groupe a vu ses ventes consolidées augmenter de 7,4% à 670,5MDt.

■ Selon le management du Groupe, les performances commerciales du marché local, composées par les réalisations locales des sociétés SAH Tunisie, Azur Papier et Azur Détergent, se sont bien améliorées. Le chiffre d'affaires à l'export, composé des ventes à l'export des filiales locales et du chiffre d'affaires des filiales

du Groupe à l'étranger, s'est également amélioré. La croissance du chiffre d'affaires à l'export est principalement expliquée par la remarquable augmentation du chiffre d'affaires à l'export de la société Azur Papier et ce, suite à l'entrée en production de sa deuxième ligne de production de ouate. A fin 2021, le chiffre d'affaires à l'export d'Azur Papier a totalisé 60,3MDt contre 17,9MDt en 2020. Il est également important de rappeler que les revenus à l'export du Groupe ont été consolidés par la contribution de la filiale SAH Sénégal, dont le chiffre

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

d'affaires s'est élevé à 8MDt pour sa première année d'exploitation.

■ Il y a lieu de noter que la croissance des revenus consolidés affichée en 2021 aurait pu être plus soutenue n'eussent été: 1) la nouvelle politique commerciale de la société mère, favorisant les paiements au comptant afin de sécuriser son processus de recouvrement compte tenu de la détérioration de la liquidité chez certains clients, 2) le changement du comportement des distributeurs et des grossistes en Tunisie : ces derniers ne voulant plus faire du stockage en raison des mesures prises par les autorités publiques pour lutter contre le monopole et la spéculation des marchandises

et 3) la baisse des ventes des filiales libyenne* (-58%) et algérienne (-2,4%), causée par la forte dépréciation du dinar libyen et les difficultés d'exportation vers l'Algérie à la suite de la fermeture des frontières à cause de la poursuite du contexte pandémique.

■ Malgré la résilience commerciale affichée par SAH Lilas, l'exercice 2021 a été marqué par une tendance généralement baissière du niveau des marges du Groupe et par une dégradation de la rentabilité d'exploitation, comparativement à l'année 2020. Cette détérioration de la rentabilité trouve son origine dans deux principaux facteurs:

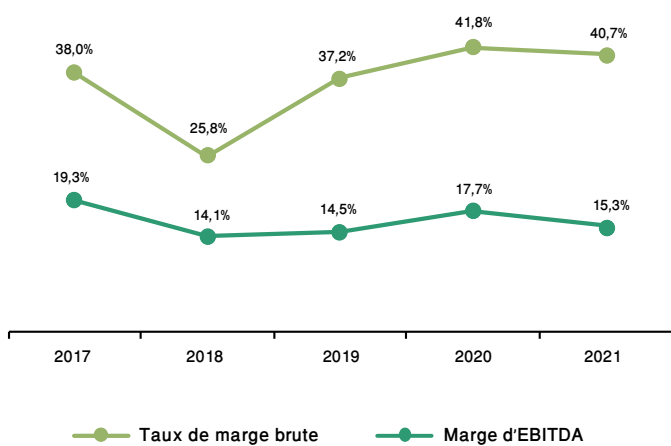
■ Ainsi, le taux de marge brute consolidé a reculé de 1,2 point de pourcentage à 40,7%. N'eussent été l'augmentation des prix de vente de 3% en 2021 et la mise en place d'initiatives pour l'optimisation des stocks et des achats de matières premières, la dégradation de la marge brute aurait été bien plus marquée.

■ La marge d'EBITDA s'est rétractée, pour sa part, de 2,4 points de pourcentage à 15,3%. Au niveau de l'EBITDA, les efforts de maîtrise de la facture salariale (+0,7% à 68,5MDt) ont été neutralisés par la flambée

des autres charges d'exploitation (+22,7% à 101,8MDt). En conséquence, l'EBITDA s'est plié de 7,2% à 102,4MDt.

■ En sus de la baisse de l'EBITDA, la rentabilité du Groupe a pâti de l'augmentation à deux chiffres des dotations aux amortissements et aux provisions (+31,4% à 51,4MDt). SAH Lilas termine l'année écoulée, au final, avec un résultat net part du groupe de 16,2MDt, en chute de 47%. N'eût été la maîtrise des charges financières, qui ont été stabilisées à près de 40Mt, la baisse du résultat net aurait été bien plus prononcée.

Evolution des marges consolidées



1) l'inflation matières en raison du renchérissement du prix des intrants (cellulose, super absorbant, PEHD et acide sulphonique) avec des hausses de prix atteignant parfois les 100% et de l'augmentation exponentielle des frais de logistique et de transport maritime (le prix du

conteneur de matières premières provenant d'Asie est passé de 3 000USD à 20 000USD en 2021), et 2) le changement du périmètre d'activité par l'intégration de nouvelles lignes de métier n'ayant pas encore atteint des niveaux optimaux de rentabilité.

■ A cause du poids industriel grandissant du Groupe qui n'a cessé de réaliser des investissements additionnels sur les dernières années pour lancer de nouvelles activités et monter en capacité (des investissements de 359,7MDt sur la période 2017-2021), SAH continue à manifester un fort appétit à

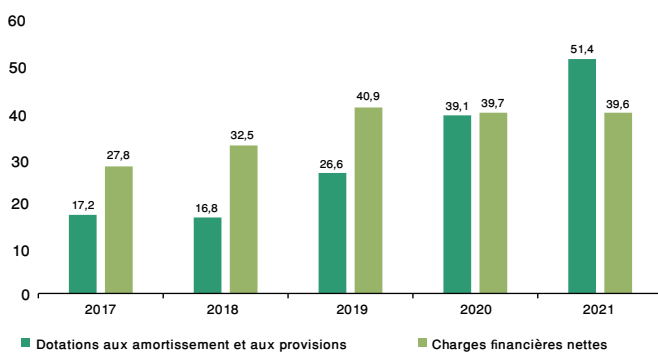
l'endettement. En 2021, la dette nette (ajustée de l'escompte) a cru de 7,2% à 410MDt, soit un gearing de 112,4% contre 97,5% en 2020. Il est à signaler qu'une bonne partie de la mobilisation du levier financier est dédiée au financement du besoin en fonds de roulement.

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
Cash Flow d'exploitation	-25,3	-53,1	30,2	67,8	51,8
Investissements	63,1	72,4	119,1	72,1	33,1
Free Cash Flow	-88,4	-125,5	-88,9	-4,2	18,7
Dette Nette ajustée	215,4	284,7	322,8	382,4	410,0
Gearing	102,6%	101,7%	85,5%	97,5%	112,4%
ROE	14,9%	12,0%	10,8%	14,8%	6,6%
ROCE	17,7%	10,6%	9,3%	9,5%	5,5%

* La politique de dévaluation du dinar libyen a fait que la parité est passée de 2,02Dt pour un dinar libyen à une moyenne de 0,62Dt pour une unité de monnaie locale ce qui a fait que le chiffre d'affaires en dinar tunisien de la filiale SAH Libye a affiché une baisse de 58% en passant de 24,1MDt en 2020 à 9,9MDt au terme de l'année 2021.



Evolution des dotations aux amortissements et aux provisions et des charges financières en MDt



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

Toutefois, ce niveau d'endettement nous semble peu alarmant. Les fondamentaux du Groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements devrait permettre de doper davantage les cash-flows et de désendetter le bilan du Groupe dans les prochaines années.

Dans le cadre de sa politique RSE, le Groupe SAH Lilas s'engage à réduire l'empreinte environnementale de ses opérations à mesure que le Groupe croît. Les principales actions menées par SAH Lilas à cet égard sont :

1) La construction de deux stations de traitement des eaux usées dans deux sites de production différents. La mise en place d'une troisième station est en cours de validation. Le Groupe compte, également, construire quatre bassins de collecte des eaux pluviales.

2) La collecte et la transformation du plastique d'emballage. 15%

du plastique recyclé est incorporé dans les emballages grâce au traitement des déchets en plastique.

3) L'utilisation du papier recyclé. Environ 40% de la production des produits d'hygiène papier du Groupe est basée sur le papier recyclé.

4) La mise en place d'un système de cogénération pour récupérer la chaleur résiduelle de l'électricité existante ce qui permet de réduire jusqu'à 35% les pertes d'énergie et de baisser les émissions de CO₂ dans l'atmosphère. Il est à noter qu'un projet est, actuellement, à l'étude pour diviser par deux la consommation d'électricité du Groupe dans les cinq prochaines années (hausse de la capacité de production de la cogénération de 9MW, actuellement, à 15MW).

5) La destruction des déchets toxiques. Le Groupe SAH a signé des accords avec des organismes certifiés pour la collecte, le

traitement et la destruction de tous les déchets toxiques.

III- Perspectives d'avenir & prévisions

Après avoir consolidé son leadership en Tunisie, en Libye, en Mauritanie et au Congo, SAH Lilas s'est lancé de nouveaux défis : l'expansion régionale, la diversification des activités,

l'intégration en amont, la montée en capacité et le projet logistique.

1/ L'expansion régionale : Après le lancement réussi des filiales algérienne et libyenne, SAH Lilas a prouvé sa capacité à s'introduire et à établir des capacités industrielles dans de nouveaux marchés (le marché ivoirien et le marché sénégalais). Le but de ces

«La politique RSE est au centre de la stratégie de développement du Groupe SAH»

investissements est de renforcer la présence du Groupe dans la région UEMOA et de bénéficier de la forte croissance économique dans ces pays.

Après l'Afrique de l'Ouest, SAH Lilas compte, renforcer sa présence en Afrique de l'Est. Pour ce faire, le management compte développer un site de production de couches bébé et d'articles d'hygiène féminine au Kenya destiné au marché local et aux marchés voisins (Tanzanie et Ouganda), profitant de : 1) l'urbanisation rapide de la région et 2) la relance économique grâce à la poursuite des projets d'infrastructure.

2/ La diversification des activités:

Prenant conscience de la croissance limitée du marché local sur les activités historiques, le management a pris le virage du métier des détergents en capitalisant sur la forte notoriété de la marque Lilas et le large réseau de distribution du Groupe. Ce projet fortement capitalistique a commencé à porter ses fruits depuis Juillet 2019 et a permis au Groupe de se tailler une bonne part de marché en l'espace de deux ans et demi d'activité. Le Groupe a pour stratégie de servir

le marché local dans un premier temps et de pénétrer les marchés d'export sur le moyen terme.

La société s'attend à ce que ses ventes à l'export augmentent considérablement en Afrique subsaharienne compte tenu de la forte demande au Congo, au Gabon, au Burkina Faso et en Mauritanie.

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

Le Groupe prend, désormais, un nouveau virage stratégique en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. C'est le projet phare auquel devrait s'atteler le management en 2022. Localisée à Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier et dénommée Azur Industrie Cosmétique, devrait coûter la somme de 45MDt. Dotée d'une capacité de production de 25 mille tonnes par an, cette usine



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

devrait entrer en exploitation fin 2022. Elle sera spécialisée dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche et du déodorant. L'investissement de 45MDt comprend, également, le coût de la création d'une unité de fabrication d'emballages en plastique pour les besoins du Groupe pour les activités cosmétiques et détergents. En se lançant dans les produits cosmétiques, le Groupe SAH vise un triple objectif : i/ exploiter les synergies existantes à savoir le réseau de distribution, le savoir-faire industriel et la complémentarité avec les produits détergents, ii/ exploiter la notoriété de la marque Lilas et iii/ atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché.

3/ L'intégration en amont: Etant opérationnel depuis Février 2021, l'investissement dans une deuxième ligne de ouate de cellulose permettra au Groupe de sécuriser ses approvisionnements et d'exporter le surplus de production. La stratégie d'intégration en amont devrait générer un effet de levier sur les marges du Groupe dans les prochaines années.

4/ La montée en capacité: Le management compte installer de nouvelles lignes de production d'essuie-tout en Algérie, Libye, Sénégal et Côte d'Ivoire. SAH envisage, également, d'installer une nouvelle ligne de production de couches bébé au Sénégal et en Libye. En Tunisie, le Groupe devrait installer une nouvelle machine

de production de lingettes. Tous ces projets devraient entrer en exploitation en 2022.

5/ Le projet logistique : Portant sur un investissement total de 5,5MDt, ce projet consiste en la création d'une nouvelle filiale spécialisée dans le transport local des marchandises de SAH Lilas. Appelée Transflèche, la nouvelle filiale a été dotée d'une flotte de 15 semi-remorques. L'objectif de cet investissement est d'internaliser le transport des produits pour une meilleure supervision et d'optimiser les coûts du transport, spécialement dans le contexte d'inflation actuel.

■ En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux.

■ En outre, Azur Papier enregistre une très forte demande en termes de "Jumbo rolls", exacerbée par une augmentation de la demande mondiale impactant les prix à la hausse. Le Groupe devrait bénéficier de cette dynamique mondiale, en termes de volume et de prix, en utilisant sa capacité additionnelle désormais disponible à Azur Papier.

■ Malgré l'accélération de l'inflation depuis l'année 2021, le Groupe devrait être en mesure de maintenir

sa profitabilité grâce à des initiatives ciblées de gestion des prix de vente et d'optimisation des charges d'exploitation en opérant, à titre d'exemple, des coupes dans le budget du marketing et de la communication.

■ Durant l'AGO du 20 Juillet 2022, l'équipe de direction de SAH Lilas a présenté un nouveau business plan ambitieux qui s'étale sur la période 2022-2025. Ce plan d'affaires allie croissance du top line et consolidation de la rentabilité.

■ Selon le business plan 2022-2025, l'exercice 2022 devrait constituer l'année de retour aux standards de performance du Groupe. Au terme de l'exercice 2022, le total des produits d'exploitations consolidés du Groupe serait aux environs de 727,4MDt ce qui représenterait une croissance de 7,9% par rapport aux chiffres de l'année 2021. Ce complément de chiffre d'affaires devrait être justifié par l'augmentation des ventes de la société mère SAH Tunisie ainsi que les autres filiales du Groupe. La consolidation du niveau d'activité de la filiale Azur Papier suite à la confirmation de sa deuxième ligne de production de ouate, et la conquête de nouveaux clients à l'étranger, seront des facteurs favorables à l'augmentation du chiffre d'affaires du Groupe pour l'année 2022 et les exercices de suite. Tout compte fait, la croissance annuelle moyenne espérée des produits d'exploitation du Groupe sur la période 2022-2025 serait, toute chose égale par ailleurs, aux environs de 6,4%.

■ L'évolution de part et d'autre des charges d'exploitation par l'effet de la croissance des volumes

produits et le contrôle des coûts opérationnels par le biais des plans d'optimisation et de productivité envisagés, serait de nature à améliorer le niveau général des indicateurs de performance du Groupe pour les années à venir. Au terme de l'année 2022, l'EBITDA du Groupe serait, toute chose égale par ailleurs, aux environs de 125,2MDt contre 102,4MDt à fin 2021, soit une croissance annuelle prévisionnelle de 22,2%. La consolidation du niveau d'activité et les économies de coûts planifiées devraient normalement permettre de réaliser l'équivalent de 207,2MDt d'EBITDA à fin 2025, soit une croissance annuelle moyenne prévisionnelle de 13,4%.

■ Les améliorations opérationnelles prévisionnelles devraient par ailleurs couvrir les charges financières additionnelles générées par les opérations de financement des investissements prévisionnels ainsi que ceux déjà réalisés ce qui permettrait d'améliorer la capacité bénéficiaire globale du Groupe. A fin 2022, le résultat net part Groupe serait aux environs de 34MDt contre 16,2 MDt en 2021. L'amélioration de la rentabilité des investissements déjà réalisés par l'effet de la réduction progressive de la partie fixe de leurs structures de coûts et le complément de rentabilité dégagé par les nouveaux investissements, en l'occurrence le business des détergents et cosmétique, feront que la capacité bénéficiaire globale ne cesserait de s'améliorer. Au terme de l'exercice 2025, le résultat net part Groupe devrait atterrir à 89,3 MDt ce qui représenterait une croissance annuelle moyenne prévisionnelle du résultat net de l'ordre de 27,3%.

« Après avoir consolidé son leadership en Tunisie, en Libye, en Mauritanie et au Congo, SAH Lilas s'est lancé de nouveaux défis : l'expansion régionale, la diversification des activités, l'intégration en amont, la montée en capacité et le projet logistique »



IV- Parcours boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

Depuis 2018, le Groupe SAH Lilas a connu un parcours boursier versatile. Les retards récurrents dans les projets d'investissement et les décalages par rapport aux projections du management ont pesé sur le comportement du titre en bourse.

Aujourd'hui, avec une capitalisation de 792,3MDt, SAH Lilas traite à 9,4x son EBITDA estimé pour 2022. Un niveau de valorisation attrayant comparativement à la moyenne internationale.

Dans une conjoncture malmenée par la crise économique, le titre représente une opportunité d'investissement alléchante à bien des égards:

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

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

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

4) Il s'agit d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels: Grâce à la taille de sa capitalisation boursière et de son flottant,

SAH Lilas figure parmi les titres les plus liquides de la place. Outre sa liquidité élevée, son actionariat institutionnalisé fait du Groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels notamment les investisseurs étrangers.

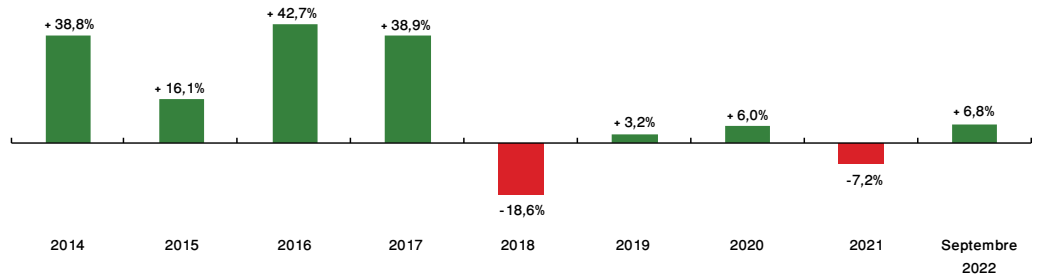
Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur le titre.

L'Assemblée Générale Ordinaire du 20 Juillet 2022 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,205Dt au titre de l'exercice 2021 (contre un dividende de 0,230Dt par action versé au titre de l'exercice 2020) et ce, à partir du 26 Juillet 2022. Les dividendes ont été distribués en franchise de retenue à la source.

L'AGO a été suivie d'une AGE pour statuer sur une augmentation

de capital par incorporation des réserves et des résultats reportés, portant sur 16,3MDt. L'opération a été réalisée le 22 Août 2022, moyennant l'attribution gratuite de 16 336 440 actions nouvelles et ce, à raison d'une action nouvelle pour quatre anciennes. Les actions nouvelles porteront jouissance en dividendes à partir du 1^{er} Janvier 2022.

Performances boursières de SAH Lilas depuis son introduction en bourse



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

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2022e	VE/Chiffre d'affaires 2022e	VE/EBITDA 2022e
SAH Lilas	Tunisie	23,3	1,6	9,4
Emami Limited	Inde	30,8	6,1	21,7
Hypera S.A.	Brésil	16,6	5,6	12,6
Kimberly-Clark Corp.	Etats-Unis	21,5	2,5	14,9
Edgewell Personal Care Co.	Etats-Unis	15,5	1,3	8,5
Suominen Yhtymä Oyj	Finlande	ND	0,4	9,7
Kao Corp.	Japon	26,2	1,8	12,8
Pigeon Corp.	Japon	28,4	2,3	13,4
Hengan International Group	Iles cayman	13,7	1,7	9,6
Vinda International Holdings Limited	Iles cayman	26,1	1,3	11,1
Unilever PLC	Royaume-Uni	17,5	2,4	12,6
The Procter and Gamble Company	Etats-Unis	23,4	4,9	18,8
Reckitt Benckiser Group plc	Royaume-Uni	18,0	3,6	13,6
Henkel AG & Co. KGaA	Allemagne	15,4	1,3	9,1
Mediane internationale		19,7	2,3	12,6

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.

Rédigé le 30/09/2022

UNIMED

L'export, le pari gagné pour le fleuron national des produits stériles

Compte de résultat

Chiffres en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p
Chiffre d'affaires	70,3	87,1	107,2	91,0	84,5	93,8	137,0
<i>Progression</i>	-	23,8%	23,1%	-15,1%	-7,2%	11,0%	46,1%
Marge brute	41,1	53,3	61,1	49,6	48,7	50,1	72,6
<i>Progression</i>	-	29,6%	14,7%	-18,9%	-1,7%	2,8%	45,0%
Taux de marge brute	58,5%	61,2%	57,0%	54,4%	57,7%	53,4%	53,0%
EBITDA	22,0	31,2	36,0	23,9	23,9	20,1	29,1
<i>Progression</i>	-	41,7%	15,4%	-33,6%	0,3%	-15,9%	44,5%
Marge d'EBITDA	31,3%	35,8%	33,6%	26,2%	28,3%	21,5%	21,2%
Résultat net	12,5	18,4	17,7	7,0	8,7	4,4	10,3
<i>Progression</i>	-	46,5%	-3,6%	-60,5%	24,7%	-49,6%	134,5%
Marge nette	17,8%	21,1%	16,5%	7,7%	10,3%	4,7%	7,5%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

- Le crû de 2021 de Unimed a été conforme aux promesses de son management annoncées dans la communication financière du 18 Novembre 2021. Malgré un environnement opérationnel difficile marqué par la persistance de la pandémie de la Covid-19 et l'arrêt provisoire des ventes à la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT) depuis Février 2021, le spécialiste des produits stériles a renoué avec la croissance bénéficiaire et consolidé ses équilibres financiers. Unimed a pu, en effet, compenser la quasi-totalité du chiffre d'affaires avec la PCT sur une période record avec des ventes à l'étranger, générant des marges plus intéressantes.
- Grâce à sa capacité de production, à son savoir-faire et à son réseau commercial fortement développé en Tunisie et à l'étranger, Unimed compte mettre en place une stratégie qui s'appuie sur les axes suivants: 1) la consolidation de la position de la société sur le marché local, 2) l'augmentation des ventes à l'export et 3) l'accélération de l'internationalisation.
- Unimed a, récemment, signé un accord de partenariat technique avec l'industriel japonais «GCUBE» et l'université privée «ESPITA» pour assoier un système industriel compétitif et durable basé sur le transfert de technologie et le renforcement des capacités tunisiennes à répondre à un besoin actuel et futur du marché. Deux autres déclarations d'intentions ont été conclues. La première entre Unimed- ESPITA et GCUBE pour créer une pépinière d'entreprises de Recherche et de Développement afin de renforcer les capacités de la technologie IVD (In Vitro Diagnostic). La deuxième entre Unimed et GCUBE pour créer une Joint-Venture dans le but de fabriquer des Kits de Diagnostic Rapide appliqués aux domaines de santé, de l'environnement et des aliments.
- Nous voyons dans Unimed une opportunité de placement attractive. 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 opportunes particulièrement dans la conjoncture actuelle morne. Au vu des niveaux de valorisation actuels de Unimed, le choc de la Covid-19 et l'arrêt provisoire des ventes à la PCT nous semblent reflétés dans le cours. Nous recommandons Unimed à l'«Achat».

Prix : 7,590Dt

Acheter (+)

Actionariat

Premium Holding*	40,8%
M. Ridha CHARFEDDINE:	29,2%
Equity Capital:	12,3%
Autres actionnaires:	17,7%

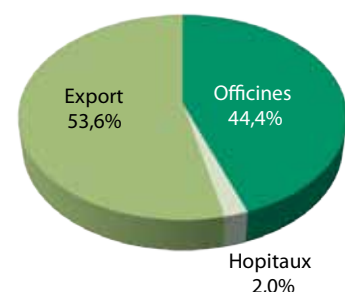
Capitalisation boursière: 243MDt

Ratios boursiers** :

PER 2023e:	23,6x
PER 2022e:	55,3x
Dividend yield 2022e:	5,3%
VE/EBITDA 2022e:	13,3x
P/B 2021:	2,5x
ROE 2021:	9,4%
Performance 2022:	+7,9%

* Holding détenu par M. Ridha CHARFEDDINE.

Structure du chiffre d'affaires (2021)





I- Présentation de la société

Unimed est une société pharmaceutique créée par M. Ridha CHARFEDDINE au début des années 90 dans une période où l'Etat encourageait l'émergence de producteurs pharmaceutiques locaux.

Dès sa création, Unimed s'est positionnée sur un marché de niche, celui des produits stériles: les préparations injectables, les collyres destinés à une application ophtalmique et les perfusions.

Sur ce segment de produits, Unimed est une référence nationale et leader avec 27% de part de marché. Le reste de son marché est divisé entre une dizaine d'opérateurs, avec à leur tête Médicis (Groupe Boujbel).

Unimed est principalement positionnée sur les produits génériques (70% de son CA) bien plus rémunérateurs que les produits sous-licence. Cette exposition stratégique est bénéfique pour la rentabilité et se traduit par un niveau de marge brute confortable et parmi les plus élevés dans l'industrie mondiale.

Unimed dispose de 6 sites de production qui fonctionnent à plein régime. C'est pourquoi la société a lancé depuis 2017 un projet d'une extension de son usine (portant sur une enveloppe de 60MDt) pour une superficie couverte totale de l'ordre de 20 000m² dont des unités de production et de conditionnement abritant des nouvelles lignes de production, des magasins de stockage, des laboratoires de recherche et d'analyse et des extensions techniques et informatives. Ce vaste projet d'investissement devra connaître sa première année pleine d'exploitation en 2023.

Dans le secteur pharmaceutique de manière générale, la force d'une société se mesure dans son portefeuille d'AMM (Autorisation de Mise sur le Marché). Les AMM - dont la dynamique et la diversité reposent sur la Recherche & le Développement - sont des prérequis pour pouvoir commercialiser de nouveaux produits et/ou pénétrer de nouveaux marchés. En d'autres termes, l'AMM est le nerf de la guerre dans l'industrie pharmaceutique.

Les délais de développement et d'enregistrement des AMM sont relativement longs et coûteux et constituent l'une des principales barrières à l'entrée dans le secteur. En ce qui concerne Unimed, la société compte aujourd'hui 341 AMM (60% en Tunisie et 40% à l'étranger) et en enregistre une quinzaine chaque année.

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

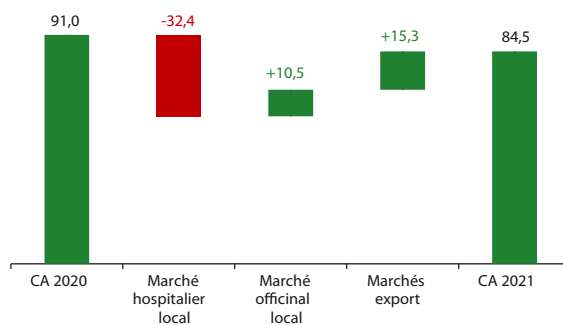
2021 a été une année conforme aux promesses du management de Unimed déclarées en marge de la réunion d'analystes du 18 Novembre 2021. Globalement, les réalisations de la compagnie ont été mitigées. D'une part, la société a affiché une baisse de son chiffre d'affaires en raison des répercussions continues de la pandémie Covid-19 et de l'arrêt provisoire des relations commerciales avec la PCT. D'autre part, Unimed a enregistré une amélioration de sa rentabilité opérationnelle grâce à une bonne maîtrise des charges d'exploitation et à la bonne dynamique commerciale sur le front de l'export générateur de plus fortes marges.

Les revenus de la compagnie ont baissé de 7,2% à 84,5MDt. Malgré la dynamique spectaculaire des

ventes officielles et à l'export (une envolée respective de 39,1% à 37,5MDt et de 50,9% à 45,3MDt), les revenus de la compagnie ont succombé à l'arrêt provisoire des ventes à la PCT depuis le mois de Février 2021. Le chiffre d'affaires

hospitalier a, en effet, chuté de 94,9% à 1,7MDt. Les ventes hospitalières qui concentraient, en 2020, 37,4% du total des revenus de la compagnie n'en représentent, à fin 2021, que 2%.

Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires en 2021 (en MDt)



Rappelons que Unimed a reçu, au cours du mois de Février 2021, une notification de la part de la PCT l'informant de la suspension de l'ensemble des transactions entre les deux parties. La PCT prétend un risque de conflit d'intérêts sur la base des recommandations de l'INLUCC. En dépit de l'absence des textes réglementaires relatifs audit conflit d'intérêts et malgré le gel des activités du parlement, la situation d'arrêt provisoire persiste à la date de la présente étude. Persuadée de l'absence de tout fondement légal qui empêche Unimed à entretenir des relations commerciales avec la PCT, la direction de la société a intenté une action judiciaire auprès du tribunal administratif pour la reprise du niveau normal des ventes avec l'organisme public. Une décision judiciaire imminente est fortement attendue par la direction de la société.

En 2021, la société a affiché une amélioration de ses marges. Grâce à l'optimisation des approvisionnements et au ciblage accru de l'export (pour compenser le chiffre d'affaires réalisé avec la PCT) générateur de plus fortes marges, le taux de marge brute a signé une avancée de 3,2 points de pourcentage à 57,7%.

La marge d'EBITDA s'est également améliorée, profitant de l'augmentation du taux de marge brute et d'une meilleure maîtrise des charges (+2,3% à 15,3MDt pour la masse salariale et -11,3% à 9,5MDt pour les autres charges d'exploitation). L'EBITDA a quasiment fait du surplace à 23,9MDt, mais la marge d'EBITDA s'est engraisée de 2,1 points de pourcentage à 28,3%.

Les efforts d'investissement soutenus (des investissements de 62,8MDt sur la période 2017-2021)

et de mobilisation du levier financier sur les dernières années n'ont pas été sans conséquences sur la rentabilité nette. Les dotations aux amortissements ont atteint des niveaux historiquement élevés sur les dernières années (une moyenne de 9,4MDt sur la période 2020-2021 contre une moyenne de 6,4MDt sur la période 2017-2019). Idem pour les charges financières qui ont atteint un palier élevé par rapport à la période historique (voir le graphe ci-dessous).

■ Côté rentabilité nette, et malgré l'unification du taux d'impôt sur les sociétés à 15%, Unimed a réalisé une croissance de son résultat net de 24,7% à 8,7MDt, en 2021. Cette performance est, certes, louable au vu des défis auxquels a été confrontée la société en 2021. Cependant, elle reste en deçà des niveaux de bénéfices réalisés par le passé.

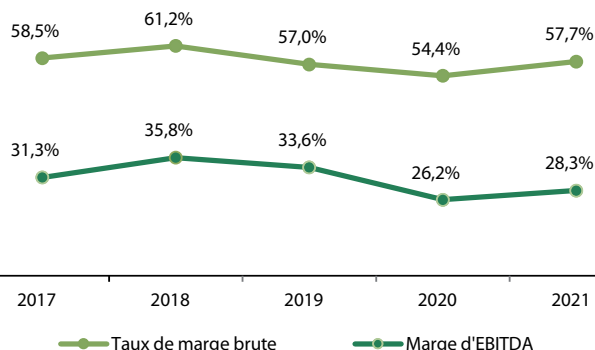
■ Il y a lieu de noter que l'Assemblée Générale Ordinaire du 28 Juin

2022 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,406Ddt par action, soit un payout exceptionnel de 149,4%, et ce à partir du 6 Juillet 2022.

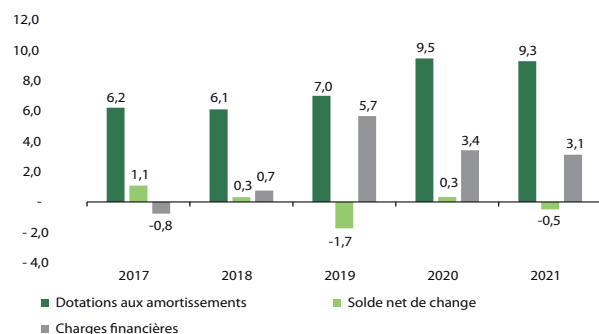
■ Un changement majeur est à signaler au niveau de la politique financière de la société. On avait connu Unimed avec un bilan, structurellement, sans dettes.

Cependant, l'accélération du programme d'investissement sur les dernières années a contraint la société à contracter des emprunts à moyen et long terme afin de financer ses investissements (une dette nette estimée à 24,3MDt en 2021 soit un gearing de 22,4%). Ce niveau nous semble peu alarmant vu la forte capacité de génération de cash-flows de la société.

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



Evolution des dotations aux amortissements, des charges financières et du solde net de change en MDt



Chiffres en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
Cash Flow d'exploitation	14,5	13,4	14,6	7,1	21,4
Investissements	13,5	17,7	18,0	6,9	6,2
Free Cash Flow	1,0	-4,3	-3,4	0,2	15,2
Dette Nette	-5,5	8,2	25,0	24,9	24,3
Gearing	-6,6%	8,7%	25,0%	21,6%	22,4%
ROE	17,9%	24,4%	21,5%	7,0%	9,4%
ROCE	20,9%	27,4%	24,4%	8,5%	8,6%

III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Renonçant au projet de croissance externe à la fin de l'année 2017 (rappelons-le une acquisition d'une participation majoritaire dans un groupe pharmaceutique en Afrique de l'Est), Unimed a privilégié la consolidation de sa présence sur les marchés historiques (en Europe, au Maghreb et au Moyen-Orient) à forts potentiels.

■ Les objectifs stratégiques de la société étant de développer davantage l'activité export et de renforcer ses partenariats à l'étranger, Unimed s'est attelée à renforcer l'outil de production avec des investissements d'extension et d'automatisation.

■ Le vaste plan d'investissement prévu pour une enveloppe totale de 60MDt est très avancé et devrait être bouclé en 2022. Rappelons que ce projet comprend:

- 1) la mise en place de lignes de production et de conditionnement automatiques,
- 2) la construction d'un nouveau bloc,
- 3) l'acquisition du matériel pour le nouveau laboratoire,
- 4) l'installation d'un système de trigénération de l'énergie
- 5) la mise en oeuvre d'un projet de sérialisation pour se conformer à la nouvelle réglementation européenne.



■ Ce vaste projet d'extension et d'automatisation connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2024. Il devrait élargir l'horizon de croissance de la compagnie, et lui permettre de s'attaquer à de nouveaux marchés et d'atteindre des paliers de revenus et de rentabilité plus élevés.

■ Disposant d'un des plus grands sites industriels de la région MENA avec une superficie couverte de 50000m², la société Unimed envisage d'augmenter sa production et ses ventes au cours des prochaines années. Grâce à sa capacité de production, à son savoir-faire et à son réseau commercial fortement développé en Tunisie et à l'étranger, Unimed compte mettre en place une stratégie qui s'appuie sur les axes suivants:

1) La consolidation de la position de la société sur le marché local: Durant l'AGO du 28 Juin 2022, l'équipe de direction est revenue sur le différend qui oppose Unimed à la Pharmacie Centrale de Tunisie (PCT) et qui s'est déclenché en 2021. Avec le retrait de l'actuel Directeur Général et actionnaire de référence de la société, M. Ridha CHARFEDDINE de la vie politique (démission du parlement notifiée à toutes les autorités de tutelle) et associative et la disparition de toute situation éventuelle de conflit d'intérêts, **le management espère retisser les relations commerciales avec la PCT et reprendre les ventes à cet organisme public à partir du deuxième semestre de 2022 (participation à l'appel d'offres de la PCT).** Cette reprise conjuguée à l'augmentation des ventes officielles permettra à la société de réaliser une hausse soutenue de son chiffre d'affaires sur le marché local.

2) L'augmentation des ventes à l'export: Unimed a prouvé sa capacité d'étendre son portefeuille d'AMM à l'étranger. Suite à l'enregistrement sur les marchés historiques à l'étranger (un total de 54 AMM obtenus et à obtenir d'ici fin 2022), Unimed devrait être bien outillée pour augmenter son chiffre d'affaires à l'export. L'équipe de direction de Unimed a annoncé que les produits de la société rencontrent un franc succès en Europe, en Libye, en Irak, en Jordanie, au Soudan et sur le nouveau marché qatari. Selon les dires du management, 2022 sera également l'année de l'export. Les ventes à l'étranger devraient y représenter 60% du chiffre d'affaires total de Unimed.

3) L'accélération de l'internationalisation: La société a opté pour une stratégie d'internationalisation. A ce titre, des démarches préliminaires ont été entamées avec des fonds d'investissement y compris le fonds East Lane Partners et ce, afin de constituer une plateforme internationale qui permet de générer des synergies et de renforcer les exportations de Unimed à travers un réseau de distribution ou une présence industrielle. Le management de la société a souligné que l'objectif de l'opération n'est pas la cession de la participation de l'actionnaire de référence mais la réalisation d'une levée de fonds afin d'assurer une présence de la société sur les marchés cibles.

■ Également sur le front de l'internationalisation, Unimed a, récemment, signé un accord de partenariat technique avec l'industriel japonais «GCUBE» et l'université privée «ESPITA» pour asseoir un système industriel compétitif et durable basé sur

le transfert de technologie et le renforcement des capacités tunisiennes à répondre à un besoin actuel et futur du marché. Deux autres déclarations d'intentions ont été conclues. La première entre Unimed- ESPITA et GCUBE pour créer une pépinière d'entreprises de Recherche et de Développement afin de renforcer les capacités de la technologie IVD (In Vitro Diagnostic). La deuxième entre Unimed et GCUBE pour créer une Joint-Venture dans le but de fabriquer des Kits de Diagnostic Rapide appliqués aux domaines de santé, de l'environnement et des aliments.

■ Le management est revenu sur ce partenariat insistant sur le fait que l'enjeu pour Unimed ne se limite pas au développement des ventes. Il consiste en un transfert technologique et industriel pour créer une unité de fabrication de deux kits: 1) un kit de test rapide de la Covid-19 et 2) un kit de recherche d'anticorps. Dans cette nouvelle structure qui prendra la forme d'une Joint-Venture, Unimed se chargera de la construction de l'infrastructure et GCUBE se chargera de l'apport du matériel de production. Cette nouvelle unité est supposée être opérationnelle depuis le mois d'août 2022. Elle produit des kits entièrement destinés à l'export.

■ Durant l'AGO du 28 Juin 2022, l'équipe de direction s'est attardée sur la participation de Unimed dans le capital de la société PROMOCHIMICA (une participation de 17,5% à fin 2021), affirmant que cette entreprise connaît depuis sa création des difficultés commerciales et financières. Rappelons que cette société spécialisée dans la fabrication des principes actifs destinés à l'export n'a pas arrêté ses

états financiers depuis l'exercice 2016 et que la participation de Unimed (portant sur 7,8MDt), ainsi qu'une avance sur compte courant (d'un montant de 0,9MDt) n'ont pas été provisionnés à ce jour d'où l'opinion de certification des états financiers avec réserve des commissaires aux comptes de Unimed.

■ Le management a évoqué un des acquis de l'année 2022 et des fruits des efforts d'investissement soutenus fournis sur les dernières années. Il s'agit du projet de la trigénération qui a démarré en Mars 2022. Désormais, Unimed est autonome à 100% en matière d'énergie. En plus de l'économie à réaliser sur sa facture d'électricité (une économie de 2,4MDt par an), la trigénération apporte à la société la sécurité de l'approvisionnement en énergie.

■ Dans les prochaines années, la croissance de Unimed devrait être portée par:

- i) une montée en capacité,
- ii) un élargissement de la gamme des produits,
- iii) une diversification des marchés à l'export,
- iv) et une meilleure productivité.

■ L'année 2022 a été plus difficile que prévu pour Unimed. C'est ce qui ressort de l'analyse des états financiers de la première moitié de 2022. Malgré la bonne tenue du chiffre d'affaires (+4,5% à 42,5MDt), la société a subi une dégradation de ses marges et de sa rentabilité (un résultat net semestriel de 1,4MDt au 30 Juin 2022 contre des bénéfices de 5MDt, une année auparavant). Et pour cause, un renchérissement

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

des matières premières et une flambée des frais généraux (une envolée des charges de personnel majorées des autres charges d'exploitation de 20,6% à 13,4MDt).

■ A la lumière des réalisations au 30 Juin 2022, nous pensons que Unimed devrait enregistrer, sur l'année pleine 2022, une croissance de son chiffre d'affaires de 11% à 93,8MDt et dégager des bénéfices de 4,4MDt (contre un résultat net de 8,7MDt).

■ Au-delà de 2022, les perspectives de Unimed restent prometteuses. L'année 2023 profitera de l'effet plein de la reprise des relations commerciales avec la PCT. En 2023, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires de 46,1% à 137MDt et sur des bénéfices de 10,3MDt.

IV- Parcours boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

■ En 2021, le titre Unimed a connu un parcours boursier difficile. L'éclatement du différend, opposant la société à la PCT en raison de présomptions de conflit d'intérêts a jeté une ombre sur le comportement du titre.

■ Le titre s'est bien défendu, depuis le début de 2022, malgré les résultats décevants sur la première moitié l'année en cours. Les yeux sont, désormais, rivés sur l'atterrissage de 2023 qui devrait porter la marque d'un important redressement de l'activité et de la rentabilité.

■ Présentement, avec une capitalisation de 242,9MDt, la société affiche une valorisation intéressante comparativement à

la médiane internationale surtout en termes de multiple VE/EBITDA 2023e (voir le tableau ci-dessus).

■ Au vu des niveaux de valorisation actuels de Unimed, le choc de la Covid-19 et l'arrêt provisoire des ventes à la PCT nous semblent consommés par le marché.

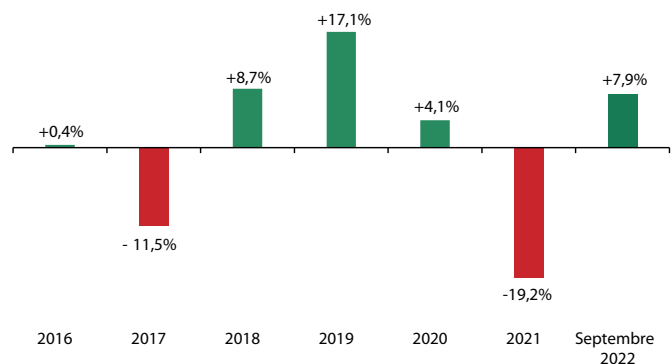
■ Nous voyons dans Unimed une opportunité de placement intéressante sur le moyen terme. Le positionnement sectoriel et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns. Les perspectives de croissance sont claires et les compétences déjà prouvées par le management devraient assurer tranquillement une expansion à l'international. Une chose est sûre: la concrétisation du projet d'extension de capacité et d'automatisation et la poursuite de la montée en puissance de l'export donneraient une nouvelle envergure à la société. **Un changement de dimension qui ne passera pas, pour longtemps, inaperçu en bourse. Nous recommandons Unimed à l'«Achat» pour un horizon d'investissement à moyen et long termes.**

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2023e	EV/EBITDA 2023e
Unimed	Tunisie	23,6	9,7
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Afrique du Sud	8,7	7,0
Eagle Pharmaceuticals Inc.	Etats-Unis	28,5	5,8
Lupin Limited	Inde	19,6	10,8
Guangzhou Baiyunshan Pharmaceutical Holdings	Chine	11,1	ND
Alembic Pharmaceuticals	Inde	17,5	11,2
Abbott Laboratories	Etats-Unis	23,3	20,5
Médiane internationale		18,5	10,8

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.

Performances boursières de Unimed depuis son introduction en bourse



Rédigé le 30/09/2022

Telnet Holding

Investir dans les hautes technologies

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	43,5	39,7	42,7	39,8	48,3	56,5
<i>Progression</i>	-	-8,8%	7,6%	-6,9%	21,4%	17,0%
Marge brute	38,5	33,6	35,7	34,0	43,1	49,7
<i>Progression</i>	-	-12,8%	6,2%	-4,9%	26,7%	15,5%
Taux de marge brute	88,6%	84,7%	83,7%	85,5%	89,2%	88,0%
EBITDA	7,4	7,6	8,4	8,2	12,7	14,4
<i>Progression</i>	-	2,6%	11,2%	-2,4%	54,4%	13,4%
Marge d'EBITDA	16,9%	19,1%	19,7%	20,7%	26,3%	25,5%
Résultat net part du groupe	17,1	9,5	4,4	7,1	9,1	10,0
<i>Progression</i>	-	-44,7%	-53,7%	63,2%	26,8%	10,0%
Marge nette	39,2%	23,8%	10,3%	18,0%	18,8%	17,6%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

- Tous les clignotants sont au vert pour le Groupe Telnet Holding. Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a affiché un bon cru 2021 marqué par un rebond généralisé et une croissance à deux chiffres au niveau de ses indicateurs d'activité. Par ailleurs, Telnet est parvenu à consolider significativement ses marges et sa rentabilité.
- En mode «Télétravail» depuis la mise en place de mesures de confinement pour endiguer la propagation de la pandémie Covid-19 et en étant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est parmi les rares groupes à avoir pu résister sur la période 2020-2021 aux retentissements de la crise. Cette crise va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, Télétravail, paiements digitaux et utilisation de logiciels. Autant d'activités sur lesquelles le Groupe est bien positionné aujourd'hui.
- Dans les prochaines années, 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 satellites, les drones, les voitures électriques et la robotique. 2022 devrait être l'année du passage aux applications du nano satellite «Challenge One» dans le domaine de l'agriculture, de la sécurité, de l'énergie et de l'environnement. 2023 sera l'année de la commercialisation des services liés à «Challenge One».
- La valorisation du titre nous semble tentante pour une valeur technologique, sur la base du périmètre actuel de Telnet et comparativement à la médiane internationale. Par ailleurs, les nouveaux projets devraient donner un nouvel élan au Groupe sur le long terme. Nous réitérons notre opinion à l'«Achat» sur Telnet au regard de ce potentiel de croissance, de la qualité des fondamentaux et du profil «High Tech» du Groupe, tout en suivant de près l'impact de l'activité «satellites» sur les revenus et les marges du Groupe.

Prix : 7,430Dt
Acheter (+)

Actionnariat

Hikma Participations*:	42,0%
Autres actionnaires:	58,0%

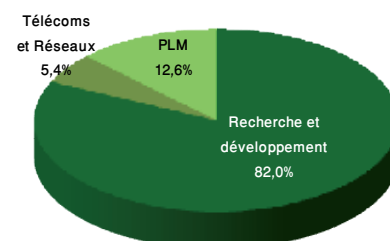
Capitalisation boursière: **90MDt**

Ratios boursiers** :

PER 2022e:	9,0x
P/B 2021:	2,9x
Dividend yield 2022e:	6,7%
VE/EBITDA 2022e:	4,3x
ROE 2021:	31,2%
Performance 2022:	-5,9%

* Holding contrôlé par M. Mohamed FRIKHA.
** Données au 30 Septembre 2022.

Structure des revenus par activité (2021)



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

I- Présentation du Groupe Telnet Holding

■ Fondé en 1994 par M. Mohamed FRIKHA, Telnet Holding est un groupe de 23 sociétés opérant dans le secteur des nouvelles technologies. Le Groupe intervient sur trois lignes de métier :

1) **L'activité de recherche et développement en ingénierie produit** : Coeur de métier du Groupe, cette activité représente 82% du chiffre d'affaires agrégé du Groupe en 2021. A travers ses différentes filiales, Telnet est spécialisé dans le développement et la conception de solutions logicielles utilisables dans divers secteurs tels que les télécommunications, multimédia, monétique, énergie et aérospatial. Le volume d'affaires est majoritairement réalisé à l'étranger, pour le compte de multinationales européennes (Worldline, Softathome,...).

2) **L'activité Product Life-cycle Management** : Dernière née du Groupe, cette activité a été lancée en 2007. Elle consiste en la gestion du cycle de vie du produit à travers l'exploitation de logiciels scientifiques et techniques et de méthodologies spécifiques. L'activité PLM concentre, à fin 2021, 12,6% du chiffre d'affaires du Groupe.

2) **L'activité télécoms et intégration réseaux** : Cette activité consiste en l'installation et l'intégration de solutions réseaux pour le compte des opérateurs Télécom et des sociétés de transport. Elle offre, également, des solutions de communication pour les entreprises. La contribution de cette activité dans les revenus du Groupe est aujourd'hui minime (environ 5,4% du CA à fin 2021).

■ La particularité du Groupe réside dans la qualité de sa clientèle et de ses partenaires, tous de renommée internationale, et qui lui valent de réaliser plus de 90% de son CA à l'export, principalement sur le marché européen.

II- Faits et éléments saillants au 31 Décembre 2021

■ 2021 a été un bon millésime pour Telnet Holding. Le Groupe a affiché une résilience salubre face au contexte morbide marqué par la pandémie Covid-19. Le Groupe s'est nettement rattrapé comparativement à 2020 affichant une croissance à deux chiffres au niveau de ses indicateurs d'activité et atteignant de nouveaux paliers de rentabilité.

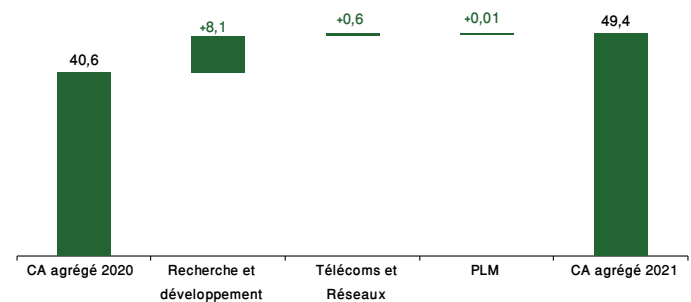
■ Telnet est parvenu en 2021 à enregistrer un rebond au niveau de son chiffre d'affaires après une année 2020 relativement difficile. Les revenus du Groupe ont bondi de 21,4% à 48,3MDt. Tous les pôles métiers du Groupe se sont bien comportés en 2021.

■ Le pôle recherche et développement en ingénierie produit, coeur de métier du Groupe, a bien performé l'année dernière, affichant une progression remarquable de son chiffre d'affaires de 25,1% à 40,5MDt. Cette performance est marquée, essentiellement par l'accroissement du volume d'affaires au niveau de l'activité Monétique (+27,1%), l'activité MultiMedia (+10,5%) et l'activité Télécom (+6,4%). Le pôle Télécoms et Réseaux a inscrit une hausse notable au niveau de ses revenus de 29,7% à 2,7MDt. Quant au pôle Product Life-cycle Management (PLM), il a vu son chiffre d'affaires réaliser une croissance timide de 0,1% à 6,2MDt.

■ L'amélioration des marges et de la rentabilité d'exploitation a été le principal fait à l'honneur de l'année. Le taux de marge brute a signé une avancée de 3,7 points de pourcentage à 89,2%. La marge d'EBITDA a augmenté de 5,6 points de pourcentage à

26,3%, soit le niveau le plus élevé dans la vie boursière de Telnet, et ce malgré le contexte inflationniste (hausse des charges de personnel de 23,6% à 25,8MDt). L'EBITDA s'est, quant à lui, envolé de 54,4% à 12,7MDt.

Décomposition de la variation des revenus agrégés (en MDt)



■ En dépit du revirement du contexte de change avec l'appréciation du dinar de 1,3% vis-à-vis de l'euro en 2021 (constatation de pertes de change de 327 mille de change contre des gains de change de 1,3MDt en 2020), le Groupe a réussi à boucler l'année avec un résultat net part du groupe en hausse de 26,8% à 9,1MDt. Avec un ROE consolidé de 31,2% à fin 2021, Telnet figure parmi les groupes les plus profitables de la cote.

■ La situation financière du groupe est saine. Peu consommatrice de BFR (un BFR de 17 jours de chiffre d'affaires fin 2021), l'activité d'exploitation de Telnet génère des cash-flows récurrents.

■ Par ailleurs, le Groupe a accumulé un matelas de trésorerie confortable qui lui permet d'afficher un endettement négatif (un

gearing de -52%) et de distribuer un dividende généreux. Notons, à cet effet, que l'AGO du 16 Mai 2022 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,500Dt par action, au titre de l'exercice 2021 (en hausse de 100% par rapport au dividende distribué au titre de l'exercice 2020), ce qui correspond à un payout exceptionnel de 125,6%. La mise en paiement de ce dividende a été faite à partir du 24 Mai 2022.

III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Le management de Telnet multiplie ses actions sur tous les fronts pour trouver de nouveaux relais de croissance pour le Groupe. La feuille de route présentée durant l'AGO du 16 Mai 2022 s'articule autour des axes de développement suivants :



1) La consolidation du cœur de métier et des projets actuels avec les partenaires historiques en France comme INGENICO, CAPGEMINI, et CETIM France.

2) Le développement de nouvelles activités à contenu technologique élevé. Ces activités sont prometteuses en termes de croissance et constituent d'importants gisements de valeur ajoutée. Il s'agit du:

i/ **Projet des nano satellites** : Après avoir réussi à développer et à lancer avec succès le premier nano satellite 100% tunisien «Challenge One», en Mars 2021 et ce, pour un coût total de 3,2 millions de dinars, le Groupe compte poursuivre l'«opérationnalisation» de son nano satellite sur la période 2022-2023.

Ainsi, 2022 devrait être l'année au passage aux applications du nano satellite dans le domaine de l'agriculture, de la sécurité, de l'énergie et de l'environnement. Dans ce cadre, dans une première expérimentation en Afrique et dans le monde Arabe dans le domaine de l'agriculture intelligente, s'est tenue le 22 Mars 2022, à Bou Salem une opération grandeur nature pour la validation de l'utilisation du nano satellite dans le domaine de l'agriculture intelligente appliquée à la céréaliculture et la gestion des processus d'irrigation.

Après le lancement réussi en 2021 et le passage aux applications du nano satellite en 2022, l'année 2023 sera l'année de la commercialisation des services liées à «Challenge One».

Après l'«opérationnalisation» de «Challenge One», le management compte aller de l'avant dans sa stratégie de conquête des télécommunications spatiales via:

- La production de nano satellites pour le compte de tiers. Le management a affirmé que le prix d'un nano satellite oscille autour de 10 millions d'euros et qu'il a reçu des demandes de plusieurs clients basés en Afrique et dans les pays du Golfe pour la production de nano satellites,

- Le lancement d'une constellation de 24 nano satellites en partenariat avec la société Hemeria. Rappelons que le Groupe Telnet a signé un projet de coopération technologique et commerciale, le 3 Juin 2021, avec cette société française, spécialisée dans la conception, la fabrication et l'assemblage de satellites de petite taille et la fabrication d'équipements embarqués électroniques. La collaboration

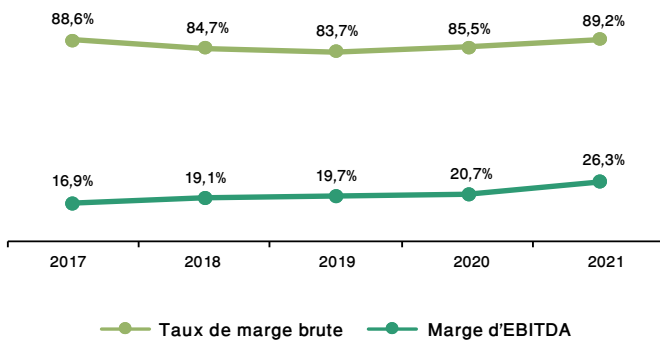
entre les deux entités porte sur le développement et le lancement de constellations de nano satellites d'observation de la Terre ou de connectivité destinées aux pays africains et arabes. L'équipe de direction estime que le projet du lancement de la constellation de nano satellites devrait se concrétiser d'ici trois ans. Par ailleurs, le management a annoncé qu'il compte consolider l'activité «satellites» dans une société à part nommée «Telnet Space» qui sera dotée d'un capital social de 500 mille euros. Pour développer l'activité de cette nouvelle entité, l'équipe de direction compte lui opérer une levée de fonds.

ii/ **Projet du drone national conclu avec le partenaire japonais FUJI IMVAC** : Après avoir réussi à développer le premier prototype de drones en 2020, le Groupe compte entamer la phase des tests au Japon. Après la phase des tests, le management envisage d'obtenir les certifications nécessaires pour le concept de drone développé par des organismes indépendants. Confiant dans les perspectives d'avenir de l'activité des drones, le management estime qu'il y a, actuellement, une demande importante qui s'adresse au Groupe émanant du marché local, des pays du golfe et des pays africains.

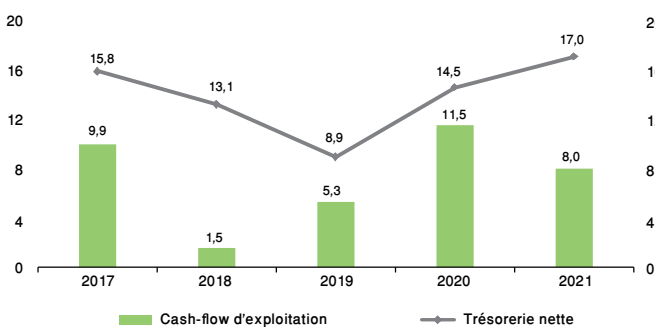
iii/ **Projet de la voiture électrique**: Telnet compte développer, en partenariat avec des industriels dans l'électronique et dans l'automobile, une plateforme pour produire des voiture électriques.

iv/ **Projet de l'intelligence artificielle et de la robotique** : Telnet compte se focaliser davantage dans les prochaines années sur l'intelligence artificielle et sur les logiciels embarqués.

Evolution des marges consolidées



Evolution des cash-flows d'exploitation et de la trésorerie nette en MDt



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

■ Interpellé sur les conséquences de la crise en Ukraine et sur les sanctions occidentales à l'encontre de la Russie et leur impact sur l'activité de Telnet et sur ses ambitions spatiales, le management s'est voulu rassurant. Il a précisé que le Groupe n'est pas affecté directement ou indirectement par les conséquences de la guerre en Ukraine.

■ «2022 sera une année de croissance à deux chiffres à l'image de 2021», affirme le management. Tenant compte des projections de l'équipe de direction et des réalisations du premier semestre de l'année en cours (une hausse du chiffre d'affaires consolidé de 16,4% à 27,6MDt et une envolée du résultat net part du groupe de 19,5% à 4MDt), nous pensons que le Groupe Telnet est bien outillé pour réaliser, sur l'année pleine 2022, une progression du chiffre d'affaires consolidé 17% à 56,5MDt et un bond au niveau du résultat net part du groupe de 10% à 10MDt.

VI- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

■ Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a marqué un répit en bourse sur

la période 2020-2021 après la longue ascension boursière qui a caractérisé la période 2016-2019. En 2022, le titre affiche un parcours boursier fade malgré les bonnes performances opérationnelles et le doublement des dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2021 comparativement aux dividendes versés au titre de l'année d'avant.

■ Il est à noter que le cours de Telnet n'a pas réagi au lancement avec succès du nanosatellite «Challenge One» en 2021 et à son expérimentation réussie dans le domaine de l'agriculture intelligente en 2022.

■ Avec une capitalisation de 90,1MDt, la valorisation du titre est intéressante dans l'absolu, pour une valeur technologique (des multiples de bénéfices et d'EBITDA estimés pour 2022 de 9x et de 4,3x) et comparativement à la médiane internationale (voir tableau ci-dessous). Le timing boursier nous semble par ailleurs opportun pour une thématique d'investissement en vogue.

■ La crise de la Covid-19 va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques. Télétravail, paiement digitaux, utilisation de logiciels. La vie

quotidienne n'a jamais laissé de place pour le numérique que depuis l'année 2020.

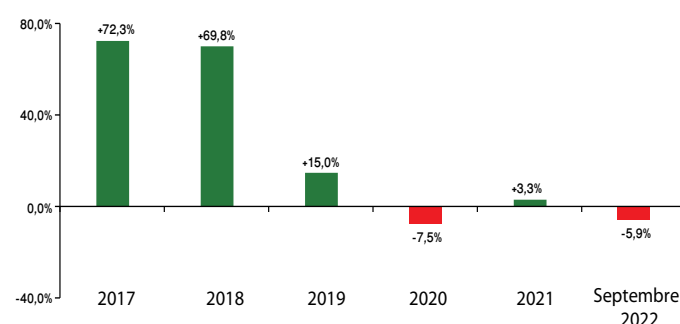
■ Le spécialiste de la recherche et développement en ingénierie produit (82% du chiffre d'affaires du Groupe en 2021) dispose de tous les atouts nécessaires pour saisir les nouvelles opportunités de croissance dans un secteur en pleine effervescence: un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût, un carnet de clientèle stable et de renommée internationale (Worldline, Softathome, CETIM et DASSAULT) et des relations privilégiées avec les laboratoires

de recherche en Tunisie et à l'étranger.

■ La stratégie de montée en compétence technologique vers les satellites et les drones nous semble, également, intéressante car elle constitue un important gisement de valeur ajoutée pour le Groupe. Ces activités connaissent des débuts encourageants mais elles devraient générer leurs fruits à moyen et long terme.

■ Nous recommandons un positionnement à l'«Achat» sur Telnet Holding.

Performances boursières du titre Telnet Holding



Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2022e (x)	VE/EBITDA 2022e (x)
Telnet Holding	Tunisie	9,0	4,3
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.S.	Turquie	7,8	10,9
Leonardo SpA	Italie	6,4	4,5
Sword Group SE	France	16,3	9,7
Cohort plc	Royaume-Uni	16,9	9,0
QinetiQ Group plc	Royaume-Uni	15,0	8,3
Singapore Technologies Engineering Ltd	Singapour	19,6	10,7
Bouvet ASA	Norvège	20,3	12,3
CACI International Inc	Etats Unis	15,3	11,5
Médiane de l'échantillon		15,8	10,2

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Revenus	67,2	95,4	97,3	91,1	104,9	150,4
<i>Progression</i>	-	41,8%	2,1%	-6,4%	15,2%	43,4%
Marge brute	36,4	46,0	41,4	45,4	54,1	75,2
<i>Progression</i>	-	26,3%	-9,9%	9,6%	19,2%	38,9%
Taux de marge brute	54,1%	48,2%	42,5%	49,8%	51,6%	50,0%
EBITDA	23,7	30,4	26,3	27,7	36,6	54,0
<i>Progression</i>	-	28,6%	-13,4%	5,2%	32,2%	47,3%
Marge d'EBITDA	35,2%	31,9%	27,1%	30,4%	34,9%	35,9%
Charges financières nettes	4,1	1,9	4,9	5,1	6,0	8,8
Amortissements	8,8	9,7	9,6	11,3	10,4	11,4
Impôt sur les bénéfices	0,4	1,6	0,7	0,9	1,6	2,6
Résultat net part du groupe	10,4	17,4	11,6	10,7	20,0	27,4
<i>Progression</i>	-	68,1%	-33,1%	-8,5%	87,6%	37,3%
Taux de marge nette	15,4%	18,3%	12,0%	11,7%	19,1%	18,2%

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

Prix : 9,700Dt
Acheter (+)

Actionnariat

Compagnie Financière d'Investissement CFI :	71,2%
LLOYD Tunisien:	12,1%
Autres actionnaires:	16,7%

Capitalisation boursière: 378MDt

Ratios boursiers* :

PER 2022e:	13,8x
VE/EBITDA 2022e:	7,7x
ROE 2021:	30,2%
Dividend yield 2022e:	4,1%
Performance 2022:	+56,7%

* Données au 30 Septembre 2022.

- 2021 a été un bon cru pour le verrier tunisien. Porté par l'envolée des ventes à l'export, le chiffre d'affaires de l'embouteilleur SOTUVER s'est hissé de 15,2% pour atteindre un chiffre record de 104,9MDt. Le résultat consolidé s'est établi à 19,9MDt contre 10,7MDt, en hausse de 85% par rapport à 2020.
- Le management a présenté les réalisations fort encourageantes du Groupe courant le premier semestre de l'année en cours. Le chiffre d'affaires consolidé s'est accru de 39% à 74,4MDt. L'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice «SGI» (prévue au quatrième trimestre de 2022) permettrait de renforcer davantage les ventes à l'export du Groupe dès 2022. La consolidation par intégration globale de SGI, permettrait à la SOTUVER de connaître, notamment à partir de 2023, de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité. Détenu à hauteur de 11% par SOTUVER SA, le résultat net revenant à la société consolidante évoluerait à une moindre mesure (tient compte uniquement de 11% des bénéfices de la nouvelle entité jusqu'en 2026, date de sortie des SICARS du capital de la SGI).
- Avec une capitalisation de 378,4MDt, la SOTUVER traite à des multiples attendus en 2022 de 13,8x ses bénéfices, 7,7x son EBITDA et 2,8x ses revenus. Un niveau de valorisation attrayant, moins cher que celui de ses pairs à l'échelle mondiale.
- Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du Groupe sur le court terme, notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur.

«Les perspectives de la société sur le court terme, appuient un changement d'opinion et un repositionnement sur la valeur»



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

I- Présentation du Groupe SOTUVER

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

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

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

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

2- En 2016, la SOTUVER a consacré, une enveloppe de

8,5MDt pour la reconstruction de son premier four afin d'augmenter sa capacité nominale de 150 tonnes/jour à 180 tonnes/jour.

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

■ Ambitieuse, la SOTUVER n'est pas au bout de ses investissements. Affrontant un problème de sous-capacité face aux besoins mondiaux grandissants en emballage en verre, la verrerie a entamé la réalisation d'une nouvelle usine SGI «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» totalement exportatrice d'une capacité de 300 tonnes par jour, soit la capacité actuelle de l'embouteilleur, pour un investissement de 130MDt, dont 68MDt en capital social. **Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 11% par SOTUVER SA, entrerait en exploitation, selon le management, courant le quatrième trimestre de 2022.** Pour financer cet investissement colossal un protocole d'accord a été signé entre «ATD SICAR», «BT SICAR» et «ATTIJARI SICAR» et la société SOTUVER, indiquant que la société SOTUVER détient de concert directement ou indirectement le contrôle de la majorité dans le capital de la société «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» et que l'investisseur s'engage définitivement et irrévocablement à céder ses actions dans le capital de la société «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» à la société SOTUVER au maximum le 31 Décembre 2026. **La nouvelle filiale est consolidée par intégration globale.**

■ Envisagée depuis 2018, la société a enfin obtenu, y a un an, l'accord de principe pour la réalisation d'une centrale photovoltaïque d'une puissance de 10 MWc, sise à Kairouan, pour un coût global estimé à 20MDt, dont 14MDt financé par crédits bancaires. La mise en place de cette centrale, initialement prévue pour le 1er trimestre de 2021, a été retardée pour fin 2023. La SOTUVER a, enfin, obtenu de l'accord définitif de la concession foncière, mais attend encore l'autorisation d'exploitation de la STEG. Ce projet devrait réduire la facture de la STEG de 3,6MDt. Également, une centrale photovoltaïque sera installée sur les toitures de la nouvelle filiale exportatrice SGI sur une superficie de 37000m². Ces installations permettront de couvrir 50% des besoins énergétiques de la nouvelle filiale.

■ Pour un investissement de 10MDt, SOTUVER a annoncé depuis mi 2021, l'entrée en exploitation de la carrière de sable ainsi que l'achèvement de l'installation de l'unité de traitement. Les essais ont démarré au début du mois de Juin 2021. La SOTUVER détient une participation de 50%

dans le capital d'une société «SABLE VERRIERS de TUNISIE», une société d'exploitation et de traitement de sable, créée en 2017.

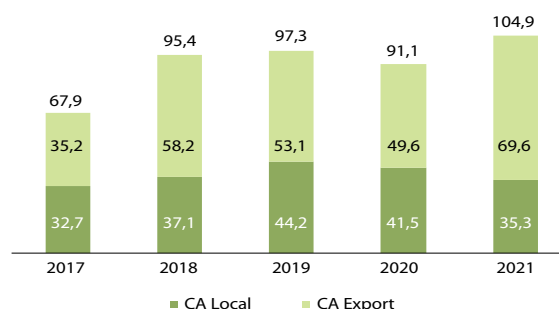
II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

1) La SOTUVER mise sur l'export

■ Porté, courant 2021, par l'envolée des ventes à l'export, le chiffre d'affaires de l'embouteilleur s'est hissé de 15,2% pour atteindre un chiffre record de 104,9MDt. Après une année pâtissant des retombées de la crise sanitaire, les ventes à l'export ont repris de plus belle, s'envolant de 40,2% à 69,6MDt. Une performance inédite obtenue grâce à la forte reprise des ventes sur le marché européen (+77%) et sur le marché de l'Afrique Subsaharienne (+81%). Les ventes sur le marché local se sont effritées de 6% à 35,3MDt en raison du ralentissement de l'activité des Cafés, Hotels et Restaurants suites aux mesures sanitaires prises par les autorités locales. La SOTUVER préserve son statut d'entreprise majoritairement exportatrice (66,3% du CA en 2021).

Evolution du chiffre d'affaires de SOTUVER entre 2016-2021 (en MDt)

TCAM du CA local 2017-2021 : 2%
TCAM du CA export 2017-2021 : 18,6%



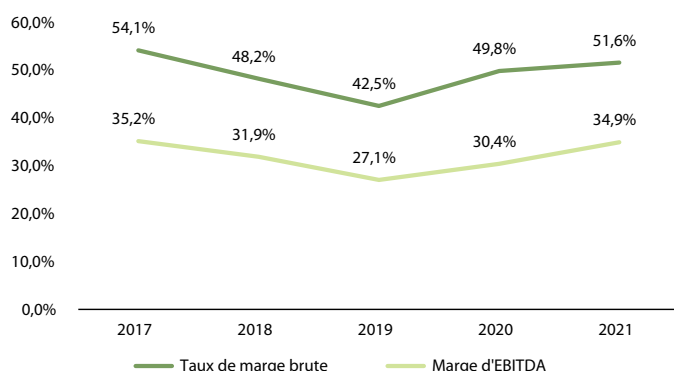


2- Une rentabilité en amélioration

■ En dépit de la flambée des prix de ses intrants, notamment de celui du carbonate de soude, le verrier a affiché une rentabilité en nette amélioration grâce à une meilleure optimisation de son outils

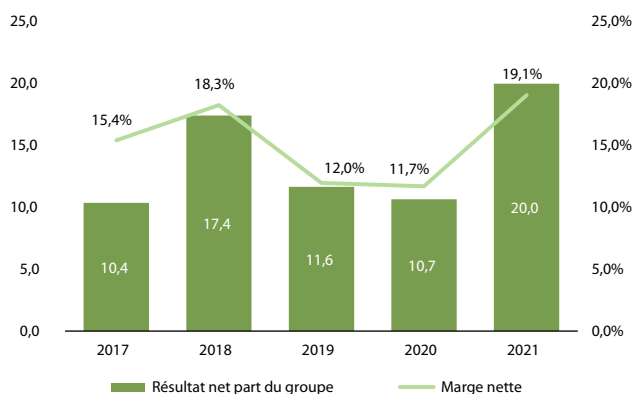
de production. Le taux de marge brute du Groupe a gagné 2 points de pourcentage pour s'établir à 51,6%. A son tour, la marge d'EBITDA s'est bonifiée de 4,5 points de pourcentage à 34,9%, témoignant de la bonne maîtrise des charges d'exploitation.

Evolutions des marges consolidées



■ Par conséquent, le résultat net part du groupe s'est établi à 19,9MDt contre 10,7MDt, en hausse de 85% par rapport à 2020. La marge nette s'est bonifiée de 7 points de pourcentage à 19%.

Evolution du résultat net part du groupe et de la marge nette (MDt)



3- Une structure bilantielle en amélioration

■ L'injection de fonds de la part des minoritaires, en 2020, relative au financement du capital de la nouvelle entité exportatrice (38,9MDt relatif à 84% du capital de la nouvelle usine exportatrice «SGI»), a renforcé les fonds propres du Groupe. L'amélioration de la rentabilité du verrier a permis de renforcer davantage les fonds propres, qui se sont élevés à 146,9MDt en 2021, contre 114,8MDt en 2020.

■ En 2021, la dette financière du Groupe SOTUVER a augmenté de 70% pour s'établir à 104,4MDt. La dette nette s'est maintenue quasi-stable à 37MDt grâce à des placements financiers en hausse. Le Groupe affiche un gearing de 44%, contre un gearing de 47% en 2020.

■ Grâce à une meilleure gestion du cycle d'exploitation, le Groupe a réussi à réduire son Besoin en Fond de Roulement, notamment suite à une meilleure gestion du stock, à des délais de paiement clients plus courts et des délais de paiement fournisseurs plus confortables.

■ L'amélioration de la rentabilité et la baisse du BFR, couplées à l'injection de fonds par les minoritaires dans les réserves ont permis de porter le flux d'exploitation du Groupe à 114 MDt contre 33,2MDt une année auparavant.

■ L'investissement a été également conséquent, en 2021, s'élevant à 105,2MDt servant à financer des immobilisations corporelles essentiellement pour la nouvelle filiale. Le FCF (Free Cash Flow) a été positif de 8,9MDt contre 12,7MDt en 2020.

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
CAF	18,6	26,6	20,8	21,6	30,1
Variation du BFR	-8,6	-5,6	-3,3	-27,1	-62,2
Flux d'exploitation	10,0	21,0	17,5	33,2	114,0
Capex	-4,6	-5,8	-24,2	-20,5	-105,2
Free Cash Flow	5,4	15,2	-6,7	12,7	8,9
Capitaux propres	55,9	66,8	69,9	114,8	146,9
Dette nette	36,4	27,9	43,2	35,4	37,5
Gearing	65,6%	42,4%	62,7%	47,2%	43,9%
ROE	22,0%	34,2%	19,3%	15,9%	30,2%

III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Les états financiers de la société SOTUVER, à fin Juin 2022, font ressortir un chiffre d'affaires en hausse de 47,3% à 77,6MDt. Une tendance qui a touché aussi bien les ventes locales (+68,7% à 32,6MDt) que celles à l'export (+35% à 43,5MDt),

et ce suite à l'allègement des mesures sanitaires et à la reprise de l'activité des Cafés, Hôtels et Restaurants. Grâce à une stratégie de diversification de marché, la SOTUVER a réduit sa dépendance vis-à-vis du marché maghrébin. Désormais, les trois principales zones d'export (Europe, Maghreb, Afrique Subsaharienne) se valent.

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

■ L'effort de diversification des marchés cibles et des produits offerts (19 nouveaux produits dont 7 commercialisés en 2021) ainsi que le renouvellement de l'homologation Heineken sur les lignes du four 2 et de la certification des trois normes (qualité, environnement et énergie) nous réconfortent sur l'avenir du verrier. A fin Juin 2022, le résultat net du verrier s'est élevé à 17MDt, soit une considérable progression annuelle de 65,5%. La marge nette s'est bonifiée de 2,4 points de pourcentage à 21,9%.

■ L'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice SGI (prévue au quatrième trimestre de 2022) permettrait de renforcer davantage les ventes à l'export du Groupe dès 2022. Cette filiale, d'une capacité de 300 tonnes par jour, doublerait la capacité actuelle du verrier et lui permettrait de mieux répondre à la demande étrangère grandissante, d'optimiser le fonctionnement des lignes de production et de réduire le taux de rebut interne. Cette unité SGI étant consolidée par intégration globale, devrait permettre au Groupe de connaître, notamment à partir de 2023, de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité.

■ L'investissement relatif à la nouvelle machine triple gouttes, qui est entrée en exploitation en 2021, visant à optimiser le tirage sur le four 2 durant la campagne de fabrication de bouteilles légères, améliore la capacité de production du four d'environ 7000 tonnes sur une année complète, soit 40 millions de bouteilles de petites capacités. Un investissement qui améliore les marges et la compétitivité commerciale des bouteilles de SOTUVER. L'entrée en exploitation

des centrales photovoltaïques permettrait de renforcer l'avantage comparatif de la SOTUVER par rapport à ses concurrents locaux et internationaux.

■ En 2022, nous nous attendons à une notable amélioration (+43%) du chiffre d'affaires du Groupe alimentée par une amélioration aussi bien des ventes locales que des ventes à l'export. Nous estimons que le résultat net part du groupe de l'embouteilleur de référence s'établirait à 27,4MDt en 2022, soit une amélioration de 37% par rapport à 2021. L'AGO du 22 Juin 2022 a fixé le dividende au titre de l'exercice 2021 à 0,400Dt par action, distribuable à partir du 22 Juillet 2022.

■ L'AGO du 22 Juin 2022 a été suivie d'une AGE pour statuer sur une augmentation du capital social de 6039150Dt par incorporation de

réserve spéciale d'investissement.

Les 6039150 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 dinar, seront réparties à raison de 2 actions nouvelles pour 11 anciennes. Le capital social passera de 33125325Dt à 39354475Dt. L'attribution des actions gratuites est fixée à partir du 28 Juillet 2022. Les actions nouvelles gratuites porteront jouissance en dividendes à partir du 1er Janvier 2023.

IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

■ En bourse, le titre poursuit son trend haussier entamé depuis la deuxième moitié de 2021. Depuis le début de l'année 2022, le titre SOTUVER s'est hissé de 56,7%. Un mouvement porté par un sentiment favorable quant à la reprise des ventes de l'industriel et à l'avancement de ses projets d'expansion.

■ Avec une capitalisation de 378,4MDt, la SOTUVER traite à des multiples attendus en 2022 de 13,8x ses bénéfices, 7,7x son EBITDA et 2,8x ses revenus. Un niveau de valorisation attrayant, moins cher que celui de ses pairs.

■ Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives de la société sur le court terme et, notamment, le retour sur investissement de la nouvelle usine appuient notre repositionnement sur la valeur.

«L'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice (prévue au quatrième trimestre de 2022) permettrait de renforcer davantage les ventes à l'export du groupe dès 2022»

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/Revenus 2022(x)	VE/EBITDA 2022e (x)	P/E 2022e (x)	P/B2022
SOTUVER	Tunisie	2,8	7,7	13,8	2,3
Berli Jucker PCL	Thaïlande	2,0	14,7	27,2	1,2
Amcor Ltd	Australie	1,6	10,5	14,0	3,7
Vidrala S.A.	Spain	1,7	9,6	21,0	2,0
O-I Glass, Inc	USA	1,0	5,5	6,8	3,1
Orora Ltd	Australie	1,0	9,2	16,7	4,3
Zignago Vetro SpA	Italie	2,1	9,4	20,5	3,9
Médiane	-	1,6	9,5	18,6	3,4

Sources: Infront Analytics et estimations de Tunisie Valeurs.



Rédigé le 30/09/2022

TPR

Cap sur l'export

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	154,4	188,7	201,4	180,5	214,9	300,8
<i>Progression</i>	-	22,2%	6,7%	-10,4%	19,1%	40,0%
dont local	95,4	116,7	127,6	121,2	153,0	223,8
<i>Progression</i>	-	22,3%	9,3%	-5,0%	26,3%	46,3%
dont export	59,0	72,0	73,8	59,3	61,9	77,0
<i>Progression</i>	-	22,2%	2,4%	-19,6%	4,4%	24,4%
Marge brute	50,3	58,8	76,5	66,8	73,7	93,2
<i>Progression</i>	-	16,9%	30,2%	-12,7%	10,4%	26,4%
Taux de marge brute	32,6%	31,1%	38,0%	37,0%	34,3%	31,0%
EBITDA	27,0	28,6	42,1	31,1	32,1	44,0
<i>Progression</i>	-	5,8%	47,1%	-26,1%	3,4%	37,0%
Marge d'EBITDA	17,5%	15,1%	20,9%	17,2%	15,0%	14,6%
Résultat net part du groupe	15,0	19,8	21,7	21,2	19,1	25,6
<i>Progression</i>	-	31,8%	9,4%	-2,1%	-10,2%	34,1%
Marge nette	9,7%	10,5%	10,8%	11,8%	8,9%	8,5%

Sources: Etats financiers, management de TPR et prévisions de Tunisie Valeurs.

- L'année 2021 a été marquée par une forte reprise de l'activité sur le marché local et une stabilité des ventes à l'export. Cependant, la rentabilité de l'extrudeur a été mise à rude épreuve en raison du renchérissement du prix international de l'aluminium.
- TPR a su remonter la pente en 2021, affichant un chiffre d'affaires record. Les revenus du Groupe ont bondi de 19,1% à 214,9MDt. Toutefois, le résultat net part du groupe s'est inscrit en retrait de -10,2% à 19,1MDt. Un retrait expliqué par la baisse des marges et l'aggravation des charges financières nettes.
- 2022 s'annonce sous de meilleurs auspices pour TPR. Nous nous attendons à un chiffre d'affaires en amélioration de 40%, franchissant pour une fois, la barre des 300MDt grâce à une forte croissance attendue et déjà amorcée aussi bien des ventes locales que des ventes à l'export. En 2022, le management s'attend à un Bottom line de 25MDt.
- Au titre de 2021, l'AGO du 16 Juin 2022 a décidé de distribuer un dividende de 0,300Dt (un rendement en dividendes attractif de 6,5%), distribuable à partir du 27 Juillet 2022.
- Le Groupe affiche aujourd'hui des niveaux de valorisation attractifs (un PER 2022e de 9x et un EV/EBITDA 2022e de 6,1x). La reprise attendue des ventes locales et des ventes à l'export, la distribution généreuse de dividende du titre et ses niveaux de valorisation attractifs, sont les principaux atouts de l'extrudeur. La baisse des prix de l'aluminium à l'échelle internationale, entamée depuis Mars 2022, de nature à améliorer la rentabilité du Groupe, nous pousse à réitérer notre recommandation à «l'Achat» sur le titre.

Prix : 4,620Dt
Acheter (+)

Actionariat

Compagnie Financière d'Investissement CFI:	39,7%
Famille BAYAHI:	35,6%
LLOYD Tunisien :	8,5%
Autres actionnaires:	16,2%

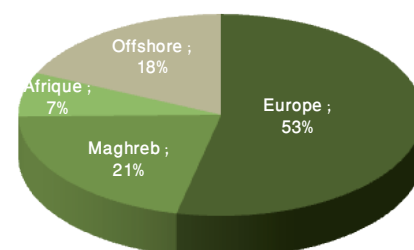
Capitalisation boursière: 231MDt

Ratios boursiers* :

PER 2022e:	9,0x
VE/EBITDA 2022e:	6,1x
Dividend yield 2022e:	6,5%
ROE 2021:	16,9%
Performance 2022:	+12,6%

* Données au 30 Septembre 2022

Répartition géographique des ventes à l'export



I- Présentation du Groupe TPR

■ Créée en 1977, Tunisie Profilé d'Aluminium est actuellement l'unique producteur tunisien de profilés d'aluminium. Les profilés sont utilisés principalement dans le bâtiment (réalisation de façades vitrées, aménagements intérieurs, portes coulissantes, fenêtres...). La société appartient au Groupe BAYAHI, un des groupes privés les plus diversifiés en Tunisie, présent dans l'agroalimentaire (SICAM, GIAN), la distribution (Magasin Général, Promogro), la finance (ATB, Llyod), la gestion de parkings (TPS), l'industrie (SOTUVER)... etc. La société dispose de deux sites de production (Mégrine et Saint Gobain), d'une capacité de production totale de 20.000 tonnes/an. Elle détient sa propre gamme 'TPR' (déposée à l'INNORPI et qui représente 80% des ventes) mais développe également des profilés 'personnalisés' pour le compte de 'gammistes' extérieurs (un produit sur mesure).

■ Malgré la prolifération de la contrefaçon et de l'importation illégale dans le pays, TPR continue à occuper une position de leader avec une part de marché de 70%, fruit d'une qualité de produits inégalée et reconnue par les professionnels.

■ Le Groupe TPR est bien positionné sur les marchés export, particulièrement européens, qui lui offrent un contexte de change favorable. Le Groupe ne néglige pas non plus les marchés maghrébins (l'Algérie notamment) sur lesquels il profite d'une notoriété historique. Le marché export, constitué à la fois un relais de croissance et un moyen pour contrer l'étroussure du marché local.

■ D'une simple société industrielle, TPR est devenue en quelques

années un groupe de profilés, intégré en amont et en aval. Une physiologie fruit d'une stratégie de croissance externe matérialisée par la création de diverses filiales :

- **Alufond** (créée en 2010- investissement de 3MDt): Il s'agit d'une fonderie située à Jbel El Ouest permettant de recycler les déchets d'aluminium.

- **Alucolor** (créée en 2013 - investissement de 1MDt) : La société est spécialisée dans le traitement de surfaces.

- **Lavaal International** (créée en 2012 -investissement de 0,9MDt): Implantée en Italie et spécialisée dans la fabrication d'accessoires en aluminium.

- **Metecnal** (créée en 2013 - investissement de 2,3MDt) : implantée en Italie, cette société est spécialisée dans la fabrication d'accessoires pour l'industrie des fluides.

- **Profal Maghreb** (créée en 2008 - investissement de 7,3MDt. «LE» projet phare du Groupe TPR et la raison même de son introduction en Bourse en 2007. Profal Maghreb est une duplication de la société mère sur le marché algérien (extrusion d'aluminium). Profal Maghreb a démarré ses activités courant 2015. Juridiquement constituée en 2008, cette filiale a échappé à la réglementation algérienne plafonnant la participation des étrangers à 51% du capital. Profal Maghreb est, en effet, détenue à 100% par la maison mère.

■ Courant 2020, trois nouvelles entités ont été créées à savoir:

- **TPR Glass** : spécialisée dans la transformation et le traitement des verres plats.

- **TPR Color** : spécialisée dans le traitement de surface des profilés de TPR.

- **TPR Anodal** : spécialisée dans le traitement de surface par anodisation.

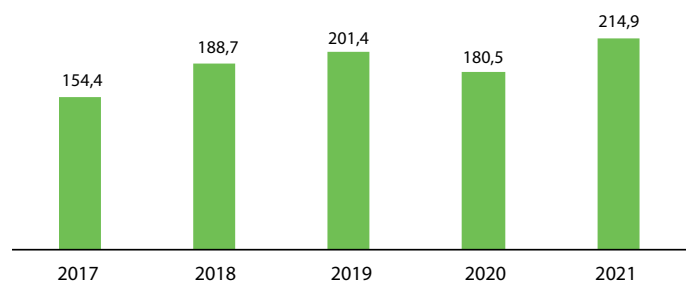
II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

1- L'activité remonte la pente

■ En dépit du contexte économique tumultueux et d'un secteur de bâtiment en crise, l'extrudeur a su remonter la pente en 2021, affichant un chiffre d'affaires record. Les revenus du groupe ont bondi de 19,1% à 214,9MDt. Cette hausse trouve son origine dans le renforcement des ventes

sur le marché local (+26,3% à 153MDt). Les ventes à l'export, quant à eux, n'ont progressé que de 4,4% pour s'établir à 61,9MDt. En effet, le management a précisé que TPR, suite à une panne de sa troisième machine d'extrusion, a dû travailler pendant quatre mois et demi avec deux machines uniquement et privilégier, ainsi, sa clientèle locale. A fin 2021, l'export n'a représenté que 28,8% du chiffre d'affaires du Groupe, réalisé essentiellement sur le marché algérien et les marchés européens à très forte valeur ajoutée. Les marges à l'export sont immunisées notamment que les prix de vente sont indexés au cours du LME, ce qui n'est pas le cas pour les prix de vente sur le marché local.

Evolution du chiffre d'affaires du Groupe (en MDt)



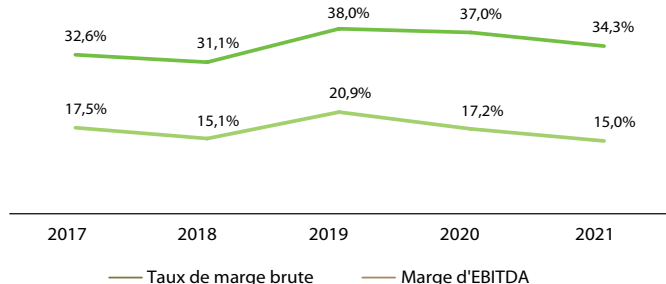
2- Une rentabilité altérée par la hausse des cours de l'aluminium

■ A fin 2021, la marge brute de l'extrudeur a augmenté de 10,4% à 73,7MDt, une hausse moins importante que celle du chiffre d'affaires en raison de la hausse du cours international de l'aluminium.

Ainsi, le taux de marge brute a perdu 2,7 points de pourcentage à 34,3%. L'EBITDA s'est établi à 32,1MDt, en légère progression de 3%, en raison de la hausse des autres charges d'exploitation. La marge d'EBITDA a lâché 2,3 points de pourcentage à 15%.



Evolution des marges consolidées



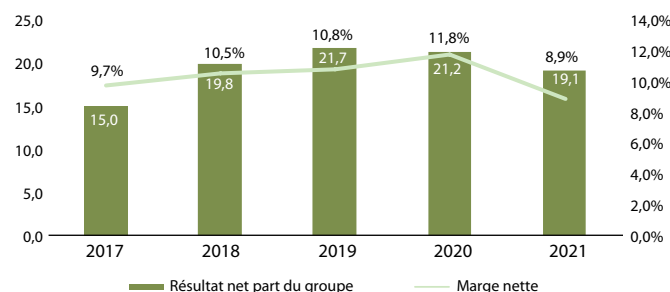
Evolution du cours de l'aluminium LME (\$/Tonne)



Le Bottom Line s'est inscrit en retrait de -10,2% à 19,1MDt. Un retrait expliqué par la baisse des marges et l'aggravation des charges financières nettes (+57,4% à 8,7MDt). La marge nette

du Groupe a perdu 2,9 points de pourcentage à 8,9%. L'unification de la charge d'imposition à l'IS à 15% a permis au Groupe de réduire sa charge fiscale.

Evolution de la rentabilité nette



3- Une assise financière saine

Sur le plan financier, le Groupe TPR affiche une structure financière solide. La dette nette du groupe demeure faible s'établissant à 10,2MDt à fin 2021, soit un gearing maîtrisé de 6,9%. En 2022, le Groupe a affiché une hausse de son besoin en fond de roulement de 13MDt et ce suite à la forte reprise de l'activité en 2021. Le BFR demeure maîtrisé, représentant 50% du chiffre d'affaires contre 53% en 2020

grâce à des délais fournisseurs et clients plutôt maîtrisés.

4- Une génération de cash affaiblie

A fin 2021, la baisse de la profitabilité et la hausse du besoin en fond de roulement du Groupe a tiré vers le bas le flux d'exploitation du Groupe, qui s'est établi à 7,5MDt contre 42MDt une année auparavant. Le ratio CFO/EBITDA est passé de 1,4x à 0,2x.

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
BFR	82,1	101,8	118,4	95,3	108,4
BFR/CA	53,2%	54,0%	58,8%	52,8%	50,4%
Variation du BFR	3,7	19,7	16,6	-23,1	13,1
Investissements	-7,5	-8,2	1,0	-4,6	-4,9
Dette nette	36,1	49,2	46,9	3,2	10,2
Gearing	35,1%	43,5%	38,2%	2,3%	6,9%
ROE	18,0%	22,3%	22,4%	20,0%	16,9%

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
Flux d'exploitation (CFO)	16,9	6,6	13,3	42,0	7,5
CFO/EBITDA	0,6	0,2	0,3	1,4	0,2
Free Cash Flow	9,4	-1,6	14,3	37,4	2,6

III- Perspectives d'avenir & prévisions

Après une année 2021 marquée par une forte reprise de l'activité sur le marché local, mais également par une profitabilité mise à rude épreuve en raison du renchérissement du prix international de l'aluminium, les perspectives de l'année en cours s'annoncent meilleures. En effet, le management s'attend à une forte croissance des ventes locales et des ventes à l'export, annonçant des ventes s'élevant à 96,5MDt au terme du premier semestre de 2022. A fin Juin 2022, l'extrudeur a publié un résultat net de 12,7MDt,

en hausse de 21,9% par rapport à la même période en 2021.

En 2022, nous nous attendons également à un essoufflement de la tendance haussière du prix international de l'aluminium, ce qui devrait profiter aux marges du Groupe.

En 2022, nous prévoyons un chiffre d'affaires consolidé en amélioration de 40% à 300MDt porté par l'amélioration du chiffre d'affaires à l'export. Le management table sur un Bottom line de 25MDt, en forte hausse de 34% comparé à 2021.

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

■ En effet, les trois filiales (TPR Glass, TPR Color, TPR Anodal), nouvellement créées, sont entrées en exploitation dès le début de 2022 et serviront à améliorer le taux d'intégration vertical du Groupe et à amortir la hausse des coûts des intrants. La baisse du prix de l'aluminium sur le marché international, constatée depuis Mars 2022, est de nature à améliorer la profitabilité du groupe.

IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

■ En bourse, l'extrudeur commence à récolter le fruit de ses bonnes réalisations. Le titre retrouve des couleurs, affichant une performance positive de 12,6% jusqu'au 30 Septembre 2022. Rappelons que le titre a clôturé l'année précédente sur une performance positive de +12,5%.

■ Avec une capitalisation de 231MDt, TPR traite à 9x ses bénéfices et 6,1x son EBITDA attendu en 2022, un niveau de valorisation intéressant, proche de celui de ses pairs, qui ne devrait pas occulter le niveau de rentabilité supérieur chez notre extrudeur tunisien. La distribution généreuse du titre, offrant un rendement en dividendes estimé en 2022 de 6,5%, augmente l'attractivité du titre.

■ La baisse des prix de l'aluminium à l'échelle internationale, entamée depuis Mars 2022, de nature à améliorer la profitabilité du groupe, nous pousse à réitérer notre recommandons à «l'Achat» sur le titre.

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE /Revenus 2022e (x)	VE/EBITDA 2022e (x)	P/E 2022e (x)	Marge d'EBITDA 2021 (%)	Marge nette 2021 (%)
TPR	Tunisie	0,9	6,1	9,0	15,0	8,9
Aluminium du Maroc	Maroc	1,2	10,9	10,1	13,8	1,6
National Aluminium Co., Ltd.	Inde	0,9	3,5	5,9	20,6	14,5
Nippon Light Metal Holding Co....	Japon	0,4	4,7	6,2	9,1	3,4
Yunnan Aluminium Co., Ltd.	Chine	1,0	4,8	7,2	22,2	8,1
Hindalco Industries Limited	Inde	0,6	4,4	6,2	15,0	7,0
Mediane des pairs		0,9	4,7	6,2	15,0	7,0

Source: Infront Analytics et Tunisie Valeurs

«La reprise attendue des ventes locales et à l'export, la distribution généreuse du titre et ses niveaux de valorisation attractifs, sont les principaux atouts de l'extrudeur. La baisse des prix de l'aluminium à l'échelle internationale, entamée depuis Mars 2022, de nature à améliorer la profitabilité du groupe, nous pousse à réitérer notre recommandons à l'Achat sur le titre»

Rédigé le 30/09/2022

MPBS

Avance à pas solides

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	57,7	69,0	101,5	89,2	114,6	124,3
<i>Progression</i>	-	19,7%	47,1%	-12,1%	28,4%	8,5%
Marge Brute	14,9	18,0	23,3	20,5	33,1	32,8
<i>Progression</i>	-	20,4%	29,5%	-12,0%	61,6%	-1,1%
Taux de marge brute	25,9%	26,1%	22,9%	23,0%	28,9%	26,4%
EBITDA	6,6	8,7	10,1	7,8	18,1	17,7
<i>Progression</i>	-	32,2%	16,0%	-23,0%	132,0%	-2,4%
Marge d'EBITDA	11,5%	12,7%	10,0%	8,7%	15,8%	14,2%
Résultat net part du groupe	2,8	3,5	2,9	0,8	7,9	8,5
<i>Progression</i>	-	25,2%	-16,9%	-73,9%	-	7,2%
Marge nette	4,8%	5,1%	2,9%	0,9%	6,9%	6,8%

Sources: Etats financiers et management de MPBS.

- En 2021, le groupe MPBS a honoré ses promesses. Après une année fortement impactée par la crise sanitaire, le spécialiste des panneaux en bois a su rebondir, affichant un chiffre d'affaires en hausse de 28,4% à 114,6MDt, soit un écart positif de 2% par rapport au budget et un résultat net de 7,9MDt, dépassant le budget fixé à 6,6MDt.
- En dépit du contexte local et international délicat, le manufacturier de bois table, en 2022, sur un chiffre d'affaires consolidé de 124,3MDt, en progression annuelle de 8,5%. Une croissance qui sera soutenue par le renforcement des ventes à l'export surtout avec la confirmation de l'ouverture du marché libyen et la consolidation du positionnement de l'industriel sur le marché local.
- Le management table sur un résultat net de l'ordre de 8,5MDt en 2022, soit une marge nette quasi-stable à 6,8%. Lors de l'AGO du 4 Juin 2022, le management de la société MPBS a décidé la distribution d'un dividende de 0,200Ddt par action, distribuable à partir du 30 Juin 2022.
- Le respect du budget annoncé par le management de la société, ramènerait MPBS à un niveau de valorisation fort alléchant (soit un PER2022e de 6x et un VE/EBITDA 2022e de 3,8x). Nous réitérons notre opinion à l'«Achat» sur le titre.

Prix : 4,900Ddt
Acheter (+)

Actionnariat

M. Sofiène SELLAMI :	56,5%
M. Khaled SELLAMI :	6,6%
Autres actionnaires :	36,9%

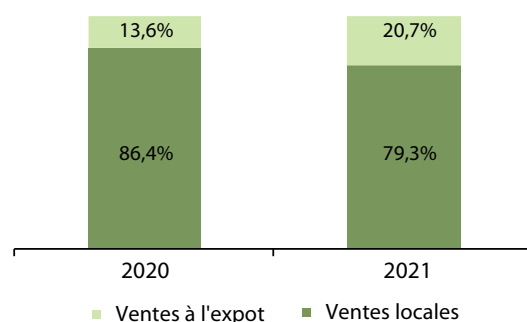
Capitalisation boursière: 51MDt

Ratios boursiers* :

PER 2022e:	6,0x
VE/EBITDA 2021:	3,8x
VE/EBITDA 2022e:	3,8x
Dividend yield 2022e:	4,1%
ROE 2021:	24,5%
Performance 2022:	-1,9%

* Données au 30 Septembre 2022.

Evolution de la structure des ventes de la société mère





REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

I. Présentation du Groupe MPBS

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

■ Le Groupe MPBS compte désormais 8 filiales. Outre les trois anciennes participations stratégiques (détenues à hauteur de 100%) du Groupe dans HABITAT (une société spécialisée dans le commerce des portes de sécurité, de parquets, de dalles de jardin), SPECTRA et ENERGIKA, deux sociétés spécialisées dans le domaine des énergies renouvelables, trois nouvelles sociétés sont venues s'ajouter au périmètre de consolidation du Groupe, en 2019. Elles sont : CBM (Comptoir des bois et matériaux), MBS (Maison du Bois du Sud) et SCIAF (Scierie Africaine). Ces acquisitions s'intègrent dans le cadre de la stratégie d'expansion du Groupe et permettent un complément de gamme (bois, MDF brut et panneaux OSP, robinetterie

et sanitaire) pour les produits de MPBS, spécialisée jusque-là dans les panneaux plaqués, mélaminés et acryliques ainsi que dans les meubles en kit. MPBS serait en mesure de mieux répondre aux besoins de sa clientèle de menuisiers, d'industriels du bois, et de cuisinistes et plus précisément au besoin du secteur du bâtiment et de l'ameublement. En 2019, une nouvelle filiale SMVDA DOMAINE OLIVA, détenue à hauteur de 70,2%, a été créée.

■ Fin 2020, une nouvelle filiale «MOBITECH» a été créée. La société a entamé l'activité de montage des motos NOVAGO en 2022 et a pour but de répondre à une évolution future certaine des véhicules électriques.

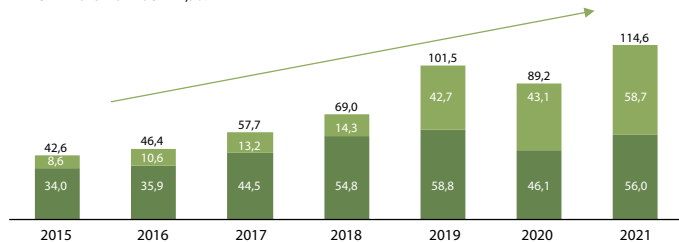
II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

1)- Une forte reprise de l'activité

■ En 2021, le Groupe MPBS a honoré ses promesses. Après une année fortement impactée par la crise sanitaire, le spécialiste des panneaux en bois a su rebondir, affichant un chiffre d'affaires en hausse de 28,4% à 114,6MDt, soit un écart positif de 2% par rapport au budget. Le chiffre d'affaires de la société mère s'est hissé de 21,2% à 56MDt.

Evolution du chiffre d'affaires du Groupe MPBS (en MDt)

TCAM 2015-2021 de +17,9%



■ Chiffre d'affaires des filiales ■ Chiffre d'affaire de la société mère

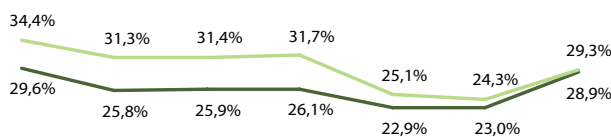
■ La contribution des filiales aux revenus du Groupe n'a pas cessé de progresser au fil des années, passant de 20%, en 2015, à 51,2%, en 2020. Le poids des filiales a commencé à se faire sentir en 2019 avec l'intégration globale des trois nouvelles filiales acquises dans le périmètre de consolidation (CBM, MBS et SCIAF).

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

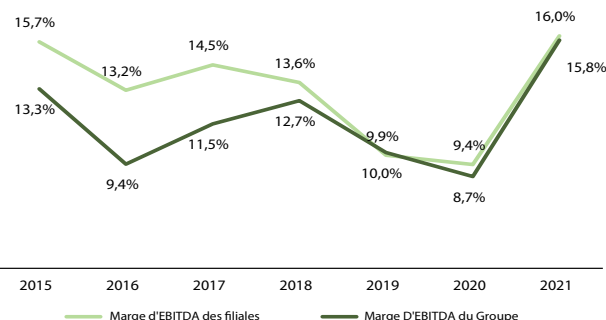
■ En dépit de la poursuite des énièmes vagues pandémiques

et d'un contexte marqué par la pénurie des matières premières et la flambée de leurs prix, suite aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement, le Groupe a amélioré sa profitabilité, comparativement à 2020, retrouvant le niveau d'avant 2018. La taux marge brute du Groupe est passée de 23% en 2020 à 28,9% en 2021. Parallèlement, le taux de marge brute des filiales s'est bonifié de 5 points de pourcentage pour s'établir à 29,3% en 2021. Les filiales continuent à tirer vers le haut le taux de marge brute du groupe.

Evolution du taux de marge brute du Groupe et des filiales



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





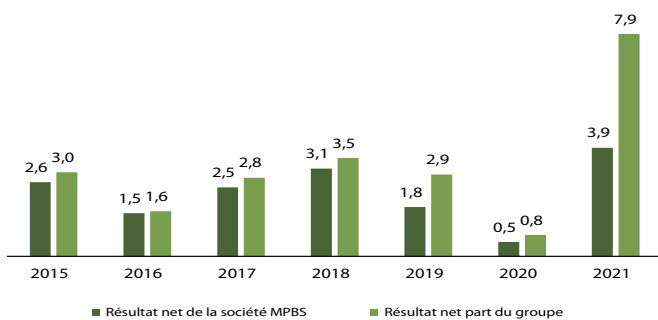
■ De même, la marge d'EBITDA du Groupe s'est inscrit dans ce même trend haussier, s'engraissant de 7,1 points de pourcentage, pour s'établir à 15,8% contre 8,7% à fin 2020. Également, le taux de marge d'EBITDA des filiales s'est établi à 16% en 2021 contre 9,7% à fin 2020.

■ L'exercice 2021 s'est soldé par un résultat net part du groupe, en forte ascension passant de 0,8MDt en 2020 à 7,9MDt en 2021. La marge nette a pris 6 points de pourcentage pour s'établir à 6,9% à fin 2021. De même, le ROE s'est significativement amélioré, passant de 2,3%, en 2020, à 24,5% à fin 2021.

agencement, l'acquisition de matériel de transport, ainsi que l'investissement financier, d'une valeur de 582 mille dinars, relatif à la libération du deuxième quart du capital de la filiale «SMVDA Domaine Oliva».

■ En 2021, le BFR s'est fait ressentir davantage pour passer de 26,1MDt en 2019 à 49,7MDt en 2021, représentant 43,8% du chiffre d'affaires du Groupe.

Evolution du résultat net de la société mère et du résultat net part du groupe 2015-2021 (en MDt)



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROE	11,3%	6,0%	10,2%	10,5%	9,2%	2,3%	24,5%
ROCE	13,4%	5,9%	9,7%	10,9%	10,1%	3,6%	14,0%

«En 2021, le Groupe MPBS a honoré ses promesses. Après une année fortement impactée par la crise sanitaire, le spécialiste des panneaux en bois a su rebondir, affichant un résultat net de 7,9 MDt, dépassant le budget estimé à 6,6 MDt»

3)- Une structure financière équilibrée

■ Le spécialiste en bois préserve une structure bilantielle équilibrée. En 2020, afin de renforcer ses fonds propres, MPBS a eu recours à une augmentation de capital pour un montant de 3,9MDt par conversion de compte courant actionnaire. Les fonds propres du Groupe à fin 2021 se sont élevés à 53,3MDt contre 35MDt en 2019.

■ Même si en hausse, la dette nette du Groupe atteignant les 23MDt à fin 2021, s'établit encore à un niveau raisonnable. Le gearing est passé de 40,3% en 2019 à 42,8% en 2021.

■ Le recours à l'endettement a permis au Groupe de financer à hauteur de 2,4MDt, l'achèvement des constructions du site de production THYNA et son

Chiffres consolidés en MDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BFR	21,7	21,3	22,6	31,3	26,1	43,5	49,7
BFR/CA	50,9%	45,8%	39,1%	45,3%	25,7%	48,8%	43,4%
Variation du BFR	4,0	-0,4	1,3	8,7	-5,2	17,4	6,2
Investissements	3,5	6,8	2,7	1,4	3,9	4,9	5,8
Dette nette	3,3	7,9	7,3	12,8	14,2	21,7	23,0
Gearing	11,7%	27,6%	24,2%	39,3%	40,3%	46,5%	42,8%
Fonds propres	28,0	28,5	30,3	32,7	35,0	46,6	53,3

4)- Une génération de cash toujours insuffisante

■ Toutefois, la génération de cash-flows demeure encore insuffisante et irrégulière.

Le ratio CFO/EBITDA est nettement inférieur à 1x, s'établissant à 0,3x à fin 2021.

Chiffres consolidés en MDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Flux d'exploitation (CFO)	0,2	3,3	3,0	-3,0	8,1	-3,5	5,1
CFO/EBITDA	0,0	0,8	0,5	-0,3	0,8	-0,4	0,3
Free Cash Flow	-3,3	-3,5	0,3	-4,4	4,2	-8,4	-0,7

III- Perspectives & Opinion de Tunisie Valeurs

■ Le contexte en 2022 demeure instable marqué par l'avènement de la crise russo-ukrainienne qui a perturbé toutes les transactions à l'échelle mondiale. Les opérateurs économiques font face à la non disponibilité des matières premières avec une flambée significative de leurs prix. La dégradation de la notation souveraine et la révision à la hausse des taux d'intérêt enfonce davantage le clou pour les opérateurs économiques locaux. Les états financiers du spécialiste en bois, au terme du premier

semestre de 2022, font ressortir un chiffre d'affaires stable, s'élevant à 30,2MDt. L'EBITDA s'est maintenu également stable à 4,9MDt, soit une marge d'EBITDA de 16,3%. Le résultat net, quant à lui, s'est envolé de 64,3% à 4,7MDt grâce à l'amélioration des produits de placement.

■ En dépit de ce contexte morose, le manufacturier de bois table sur un chiffre d'affaires consolidé de 124,3MDt, en progression annuelle de 8,5%. Une croissance qui sera soutenue par le renforcement des ventes à l'export surtout avec la confirmation de l'ouverture du



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

marché libyen et la consolidation du positionnement de l'industriel sur le marché local. Le spécialiste en bois oeuvre, en effet, à : développer d'autres gammes de produits; développer et renforcer ses filiales, renforcer l'activité de commerce électronique et accomplir sa transformation digitale. Le management table sur un Bottom line de l'ordre de 8,4MDt en 2022, soit une marge nette plutôt stable à 6,8%.

■ La société a décidé d'investir un montant de 5,3MDt portant principalement sur la mise en place d'une installation photovoltaïque pour autoconsommation et l'acquisition de matériel industriel et de matériel de transport.

■ Le cours du spécialiste en bois a perdu légèrement du terrain en 2022 se délestant jusqu'à la date du 30 Septembre 2022 de -1,9% de sa valeur. **Le respect du budget annoncé par le management de la société, ramènerait MPBS à un niveau de valorisation alléchant (soit un PER 2022e de 6x et un VE/EBITDA 2022e de 3,8x). Nous réitérons notre opinion à l'«Achat» sur le titre.**

«Le respect du budget annoncé par le management de la société, ramènerait MPBS à un niveau de valorisation alléchant. Nous réitérons notre opinion positive sur le titre»

Rédigé le 30/09/2022

SMART Tunisie

Promesses tenues!

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en mDt	2020*	2021*	2022e	2023P	2024P	2025P
Chiffre d'affaires	266 210	316 313	331 857	362 810	395 293	424 507
<i>Progression</i>	-	18,8%	4,9%	9,3%	9,0%	7,4%
Marge brute	35 613	54 315	54 636	59 712	64 687	69 841
<i>Progression</i>	-	52,5%	0,6%	9,3%	8,3%	8,0%
Taux de marge brute	13,4%	17,2%	16,5%	16,5%	16,4%	16,5%
EBITDA	25 962	34 563	35 252	38 951	42 414	46 011
<i>Progression</i>	-	33,1%	2,0%	10,5%	8,9%	8,5%
Marge d'EBITDA	9,8%	10,9%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%
Résultat net part du groupe	11 044	20 237	20 564	22 997	26 468	29 975
<i>Progression</i>	-	83,2%	1,6%	11,8%	15,1%	13,3%
Marge nette	4,1%	6,4%	6,2%	6,3%	6,7%	7,1%

* Le périmètre de consolidation en 2020 inclut seulement les sociétés AZUR COLORS et SMART INK. En 2021, le périmètre de consolidation inclut toutes les filiales du Groupe.

Sources: Etats financiers consolidés et prospectus d'introduction en bourse.

- SMART Tunisie, la nouvelle recrue de la cote de la bourse a réussi son premier rendez-vous avec le marché. Le Groupe, leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, a surperformé ses promesses faites lors de son IPO. SMART affiche un dépassement de 3,1% à 316,3MDt au niveau de son chiffre d'affaires consolidé et un écart positif de 12,5% à 20,2MDt au niveau de son résultat net part du groupe.
- Malgré la crise de la Covid-19 qui a continué à secouer la Tunisie en 2021, l'activité du Groupe SMART a fait preuve d'une résilience salutaire. La croissance a été soutenue. Les marges ont été consolidées et la rentabilité a été sensiblement améliorée. SMART est parvenu, également, à renforcer sa solidité financière. En atteste la trajectoire baissière de l'endettement et la proposition d'un dividende supérieur aux promesses.
- La stratégie du Groupe sur les prochaines années, s'articule autour de trois grands axes de développement : i/ préserver et consolider la position du Groupe en tant que leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, ii/ élargir les lignes de produits à travers la représentation de nouvelles marques et l'introduction de nouvelles lignes de métiers axées sur le service, iii/ et développer le volet logistique sur le moyen et long terme à travers la création d'une plateforme logistique pour le Groupe et les autres sociétés intéressées. Les prévisions annoncées dans le cadre de l'introduction en bourse demeurent dans les cordes du Groupe. Les indicateurs clés de l'activité d'exploitation de la société mère sont bien orientés au terme du premier semestre de 2022. Elle laissent entrevoir un respect du business plan de l'IPO et ce, pour la deuxième année de suite.
- SMART a affiché un parcours boursier décevant depuis son IPO. Le contexte ardu avec lequel a coïncidé la mise sur le marché a pesé sur le comportement boursier de la valeur préservant, ainsi, son potentiel de hausse. La valorisation actuelle du Groupe demeure alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, SMART présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre: une position de leadership sur un marché en pleine croissance, un business model innovant et une vision globale grâce à un système d'information performant. Nous recommandons le titre à l'«Achat».

Prix : 21,200Dt

Acheter (+)

Actionnariat post-IPO

Famille ESSAFI :	30,9%
Famille BOUDEN:	24,0%
M. Taoufik BEN KHEMIS:	13,7%
Personnel du Groupe SMART:	1,0%
Flottant:	30,4%

Capitalisation boursière: 153MDt

Ratios boursiers* :

PER 2022e:	7,5x
Dividend yield 2022e:	10,6%
VE/EBITDA 2021:	5,6x
VE/EBITDA 2022e:	5,8x
P/B 2021:	1,9x
P/B 2022e:	1,5x
ROE 2021:	21,0%
Performance 2022:	-13,5%

* Données au 30 Septembre 2022.

«Le Groupe SMART jouit de plusieurs qualités distinctives : une position de leadership sur un marché en pleine croissance, un business modèle innovant et une vision globale grâce à un système d'information performant»

I- Présentation du Groupe

La création du Groupe SMART Tunisie remonte à 1985, année où la première société du Groupe, PROLOGIC, spécialisée dans la vente des solutions IBM, a été fondée par M. Abdelwaheb ESSAFI. En 1997, et suite à une nouvelle législation imposant la séparation des activités de vente en gros et les activités de vente en détail, auparavant regroupés chez PROLOGIC, M. Abdelwaheb ESSAFI, M. Mahmoud BOUDEN et M. Taoufik BEN KHEMIS ont créé une nouvelle société, SMART Tunisie, qui a pour vocation le commerce de gros du matériel informatique.

Depuis sa création, le Groupe SMART a opté pour une stratégie de développement agressive en diversifiant son offre pour commercialiser et représenter plus de 25 marques internationales. Aujourd'hui les produits de SMART peuvent être regroupés en quatre principales familles :

1) Ordinateurs & Accessoires : Activité historique et stratégique du Groupe et la raison principale derrière la création de la société SMART, elle regroupe la vente des ordinateurs, du matériel informatique et des accessoires de bureau. SMART représente les plus grands constructeurs tels que HP, DELL et Lenovo ainsi que d'autres mastodontes de l'IT. Sur cette activité, le Groupe SMART est leader en Tunisie avec une part de marché de 39%.

2) Printing : Activité historique avec celle des Ordinateurs et Accessoires, elle consiste en la vente des imprimantes de grandes et moyennes tailles ainsi que les consommables d'impression. Les principales marques sont EPSON et HP. Sur cette ligne de métier, SMART est leader en Tunisie avec une part de marché de 38%.

3) Solutions et Software : Vente de logiciels et de suites de solutions pour la productivité, la sécurité et le cloud. Parmi les marques représentées, on cite Microsoft, Seagate et Fortinet.

4) Téléphonie Mobile : Activité benjamine qui a été lancée en 2017, elle a vu une croissance très importante lors des 3

premières années ; une croissance engendrée principalement par la représentation du géant chinois Huawei en Tunisie, depuis 2018. Sur cette ligne de métier, SMART est challenger avec une part de marché de 12%.

SMART Tunisie commercialise sa gamme de produits aux revendeurs, aux grandes et moyennes surfaces (GMS), aux chaînes de magasins (Mytek, TunisiaNet...), aux intégrateurs IT (PROLOGIC, 3S...) et aux opérateurs téléphoniques (Ooreadoo, Tunisie Télécom...).

Les principaux concurrents de SMART, opérant dans les domaines de la distribution en gros du matériel informatique sont :

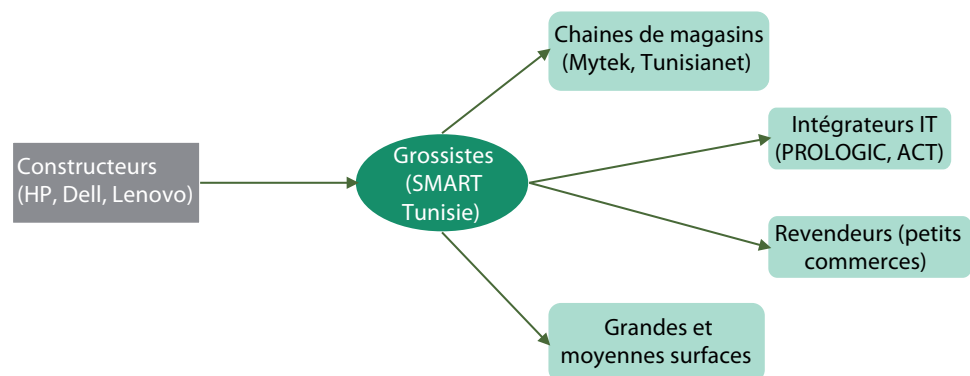
1) Disway : Située à Tunis, dans la zone industrielle Charguia. Disway est une société marocaine et le principal concurrent de SMART Tunisie sur toutes ses lignes de produits,

2) Codis : Situé dans la Zone Industrielle Charguia 1, la société est présente uniquement sur la ligne Ordinateurs et Accessoires.

Le Groupe SMART est resté un «brand name» local avec une part des exportations ne dépassant pas 1% du chiffre d'affaires consolidé.

«Le Groupe SMART est resté un brand name local avec une part des exportations ne dépassant pas 1% du chiffre d'affaires consolidé»

Business model du Groupe SMART Tunisie



■ Pour les besoins de son introduction en bourse, le Groupe SMART s'est restructuré, en 2021. Cette restructuration a consisté à regrouper les participations détenues par les membres des familles ESSAFI, BOUDEN et M. Taoufik BEN KHEMIS sous une même société mère, SMART Tunisie qui détient des participations directes dans cinq filiales. Ces entités sont:

1) PROLOGIC : Première société du Groupe en termes d'ancienneté, PROLOGIC se spécialise dans l'intégration des solutions IT et la commercialisation du matériel informatique principalement sous la marque HP auprès des entreprises et des particuliers.

2) ACT : Créée en 1993, la société est spécialisée dans la vente d'équipements informatiques ainsi que dans l'intégration de solutions d'Infrastructures IT.

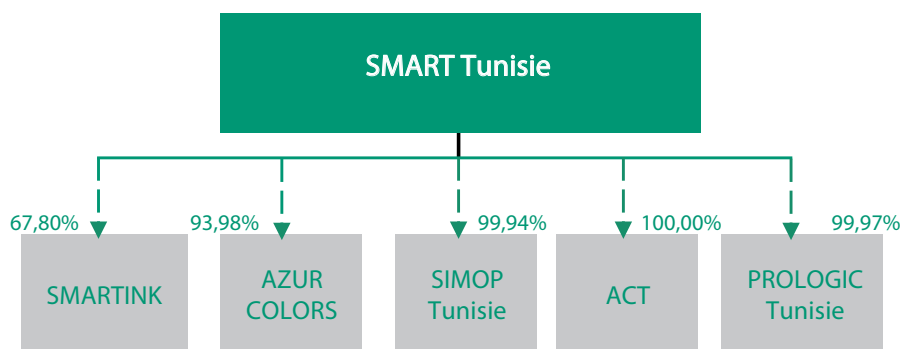
■ Le chiffre d'affaires de ACT est réalisé principalement sur ces deux segments : (i) le segment *Computing* avec la vente des ordinateurs DELL et (ii) le segment Solution d'entreprise avec la mise en place des infrastructures IT.

Echantillon de marques représentées



«La restructuration du Groupe, opérée en 2021, a consisté à regrouper les participations détenues par les membres des familles ESSAFI, BOUDEN et M. Taoufik BEN KHEMIS sous une même société mère, SMART Tunisie, en vue de transformer cette dernière en un acteur majeur dans le secteur de l'IT, non seulement dans le commerce mais aussi dans l'intégration et l'après-vente»

Structure du Groupe SMART Tunisie



3) SIMOP : Créée en 1999, SIMOP est une société de services spécialisée dans la maintenance, la réparation et la vente de pièces détachées et consommables.

Le centre de réparation de SIMOP est le plus grand centre d'après vente et de réparation de matériel informatique en Tunisie. Le centre est agréé par de grandes marques mondiales telles que HP, DELL, EPSON, Lenovo et ACER qui sous-traitent leurs réparations sous garanties chez la société.

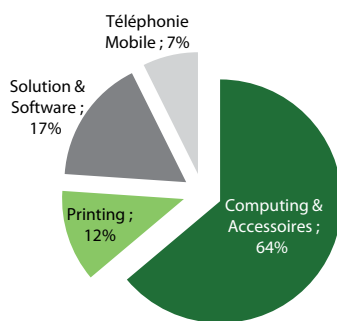
La société réalise son chiffre d'affaires principalement à travers les réparations sous garanties constructeurs, les contrats de maintenance pour les sociétés et les clients passagers.

4) AZUR COLORS : La société AZUR COLORS est une société anonyme créée en 2015 et rachetée en 2020 par la société SMART. L'entreprise assure non seulement la vente des imprimantes grands formats mais aussi l'installation et le service après-vente.

5) SMART INK : Filiale marocaine du Groupe, elle a été créée en fin d'année 2020 avec un partenaire marocain pour la commercialisation et la distribution en gros et en détail des machines et des consommables d'impression grand format.

SMART Tunisie est implantée à la zone industrielle Chargaia 1 où se trouve son siège social. Ce siège est un atout majeur pour la société car il joue le rôle d'une salle d'exposition pour les marques représentées s'étalant sur une superficie de 2400m². Il s'agit d'un véritable centre commercial pour tout revendeur cherchant à agrandir son offre.

Structure du chiffre d'affaires par ligne de produits (2021)



Avec une capitalisation boursière de 184,4MDt, SMART Tunisie s'est introduite sur le marché; principal de la cote de la bourse et ce, via une opération mixte de cession de titres (46MDt) et d'augmentation de capital (10MDt). La levée de fonds devrait permettre au Groupe de renforcer son assise financière et de financer un programme d'investissement, portant sur une enveloppe de 17MDt.

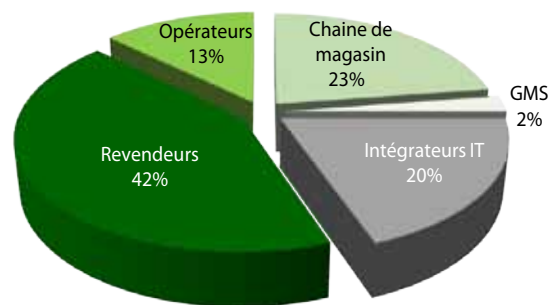
II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

SMART Tunisie a dépassé, tous azimuts, ses prévisions faites lors de son introduction en bourse. Malgré une économie nationale qui continue à être sous la coupe de la pandémie Covid-19, le Groupe est parvenu à afficher au titre de l'exercice 2021 des résultats rassurants, alliant croissance, consolidation de la rentabilité et solidité bilantielle.

Le Groupe a réalisé une croissance de son chiffre d'affaires consolidé de 18,8% à 316,3MDt, soit un dépassement de 3,1% par rapport au Business Plan présenté lors de l'IPO.

Toutes les lignes de métier du Groupe ont bien performé en 2021

Structure du chiffre d'affaires par client (2020)

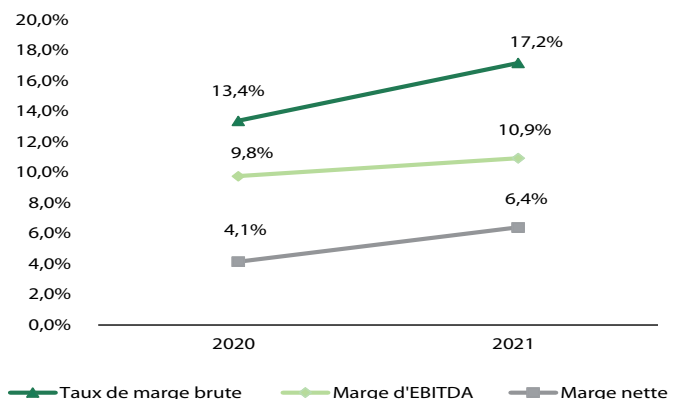


hormis la ligne «Téléphonie Mobile» qui a été affectée par la baisse des ventes des smartphones Huawei due aux sanctions américaines. Rappelons que depuis 2019, la marque chinoise a été interdite d'utiliser les produits et les services du géant américain Google dont le fameux système d'exploitation Android. Notons que les ventes de smartphones ont chuté de 69,1% en 2021 à 21MDt pour la société mère. Cependant, la mauvaise orientation de l'activité de la téléphonie mobile a été largement compensée par la vigueur de

l'activité «Computing» (+47,6% à 182,3MDt) et la bonne tenue des activités «Solution & Software» (+12,5% à 47,3MDt) et «Printing» (+8,2% à 34,8MDt).

Malgré l'environnement inflationniste et le glissement du dinar face au dollar américain (une dépréciation de 6,3%), SMART a réussi à consolider ses marges, en 2021. Le taux de marge brute a augmenté de 3,8 points de pourcentage à 17,2%, dépassant, ainsi, le niveau budgétisé (de 16,5%). Cette évolution louable

Evolution du taux de marge brute, de la marge d'EBITDA et de la marge nette





est due au relèvement des prix, compensant le renchérissement des intrants et la hausse des coûts logistiques. Elle s'explique, également, par un effet mix favorable du fait du ciblage accru du segment haut de gamme comme le segment «gaming» dans la ligne de métier «Computing».

■ En dépit de l'augmentation sensible de la masse salariale (+127% à 14,7MDt) et des autres charges d'exploitation (+58,8% à 5MDt) qui est principalement justifiée par le changement du périmètre de consolidation qui incluait avant 2021 deux filiales seulement : AZUR COLORS et SMART INK, le Groupe a enregistré une amélioration de sa rentabilité d'exploitation. La marge d'EBITDA a signé une avancée de 1,2 point de pourcentage à 10,9% (contre un niveau budgétisé de 10,6%). L'EBITDA s'est, quant à lui, envolé de 33,1% à 34,6MDt, soit un taux de réalisation de 106,5% par rapport à l'objectif.

■ En 2021, SMART a enregistré une baisse de ses charges financières de 24,6% à 5,7MDt. Le management a expliqué ce repli par la situation de pénurie des composants électroniques et par les perturbations logistiques qui ont amené le Groupe à mieux gérer son stock et son besoin en fonds de roulement. Un constat qui s'est traduit par un faible recours aux financements bancaires, et partant par un repli des charges financières. Notons que le BFR s'est élevé à fin 2021 à 70 jours de chiffre d'affaires.

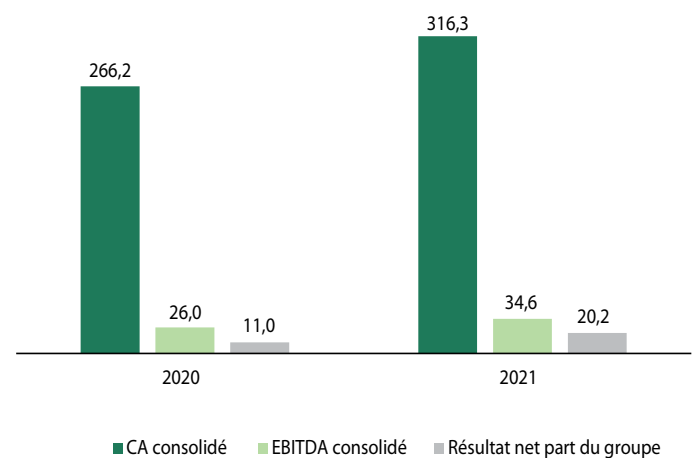
■ Profitant de la bonne orientation de l'activité d'exploitation, du recul des charges financières et de la baisse du taux de l'IS de

25% à 15%, en 2021, SMART est parvenu à améliorer d'une manière significative sa rentabilité nette. Le Groupe a bouclé l'année avec une envolée du résultat net part du groupe de 83,2% à 20,2MDt, surperformant, ainsi, de 12,5% les projections de l'introduction en bourse.

■ Le renforcement de la rentabilité a été aussi bien constaté au niveau consolidé qu'au niveau de la société mère. Cette dernière a vu ses bénéfices nets s'engraisser de 67,7% à 19,2MDt. Au vu de la hausse substantielle des bénéfices, l'Assemblée Générale Ordinaire du 11 Mai 2022 a décidé la distribution d'un dividende par action de 2,250Dt, au titre de l'exercice 2021, et ce à partir du 7 Juin 2022, contre un montant de 1,718Dt par action annoncé lors de l'introduction en bourse.

■ Le Groupe affiche une caractéristique appréciable d'autant plus recherchée dans cette conjoncture morne: son bilan sain (un gearing de 40,7% en 2021, contre 55,7% en 2020). Le management a toujours oeuvré à optimiser le BFR du Groupe et à privilégier la prudence dans ses financements. Les cash flows dégagés par l'activité d'exploitation sont récurrents. Ils autofinancent les investissements, réduisent le recours à la dette et rémunèrent généreusement les actionnaires (un payout de 84,7% en 2021, contre un taux de distribution de 70% promis lors de l'introduction en bourse). D'ailleurs, l'augmentation de capital (une levée de 10MDt), opérée dans le cadre de l'IPO et qui a été constatée début 2022 servira à désendetter davantage le bilan.

Evolution du CA consolidé, de l'EBITDA consolidé et du résultat net part du groupe (en MDt)



III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ La stratégie du Groupe SMART, que le management compte mettre en place sur les prochaines années, s'articule autour de trois grands axes de développement :

i/ Préserver et consolider la position du Groupe en tant que leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie,

ii/ Elargir les lignes de produits à travers la représentation de nouvelles marques et l'introduction de nouvelles lignes de métiers axées sur le service,

iii/ Développer le volet logistique sur le moyen et long terme à travers la création d'une plateforme logistique pour le Groupe.

Chiffres consolidés en MDt	2020	2021
Fonds propres	52,0	96,3
ROE	21,2%	21,0%
Dette nette	29,0	39,2
Gearing	55,7%	40,7%
BFR (en jours de CA)	63	70
Payout %	62,3%	84,7%



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

■ Sur la période 2022-2025, le plan d'investissement que SMART compte mettre en oeuvre s'élève à 15,5MDT et ce, afin d'accompagner sa stratégie de développement. Il sera entièrement financé par les fonds propres du Groupe, grâce, notamment, à l'augmentation de capital que SMART a constaté en 2022 (lors de l'IPO). Ce programme d'investissement se détaille comme suit :

- L'extension du siège qui fait aussi office d'espace d'exposition et de stockage afin d'attirer plus de marques et améliorer les capacités logistiques du Groupe. Le management a précisé durant l'AGO du 11 Mai 2022 que l'extension du siège est encore en phase d'étude et qu'elle devrait augmenter l'espace d'exposition de 2500m² supplémentaires et apporter un espace de stockage additionnel de 1800m².

- L'acquisition d'un terrain à Bouargoub (Gouvernorat de Nabeul) pour la création d'une plateforme logistique qui servira aussi bien pour les besoins du Groupe que pour les besoins d'entreprises tierces. L'entrée en activité de ce projet est prévue après 2025,

« L'extension future du siège social de SMART Tunisie devrait augmenter d'une manière significative l'espace d'exposition et de stockage des produits »

- L'achat d'un nouveau système d'information plus efficient pour améliorer la fluidité et la qualité de l'information et améliorer la cohérence intra-groupe,

- Des investissements financiers à hauteur de 3MDt dans les différentes filiales et ceci dans le but de renforcer leur trésorerie.

■ Par ailleurs, SMART estime qu'à partir de 2021, des investissements à hauteur de 0,2% du chiffre d'affaires par an, seront nécessaires pour l'entretien et le renouvellement des équipements.

■ Durant l'AGO du 11 Mai 2022, le management était serein sur les perspectives d'avenir du Groupe affirmant que SMART est bien outillé pour surmonter les contraintes de son environnement opérationnel. Parmi ces contraintes, l'équipe de direction a cité :

1) La hausse des prix d'achat chez les constructeurs impactant les prix de vente: la société répercute systématiquement la hausse des prix des intrants sur ses prix de vente,

2) Les contraintes logistiques qui se traduisent par la hausse des coûts de transport et l'indisponibilité des conteneurs,

3) La pénurie des composants électroniques : le Groupe a tiré profit de cette situation en plaçant des commandes importantes pour avoir des allocations,

4) Le glissement du dinar face aux principales devises : **ce risque est en grande partie maîtrisé grâce à une politique des achats qui intègre les achats à terme et une politique de mix-financement en devises et en dinars avec un paiement à la livraison,**

5) **La baisse des ventes de smartphones Huawei: le Groupe compte pallier ce problème en intensifiant la commercialisation de la marque chinoise Tecno sur le marché local; une marque qui a rencontré un vif succès en Afrique et qui est leader sur ce continent.**

■ Le management a, également, déclaré qu'il étudie la possibilité de réaliser une augmentation de capital par incorporation des réserves d'ici la fin de l'année et qu'il tiendra le marché informé de ses modalités au moment venu.

■ Les indicateurs clés de performance de la société mère du Groupe ont été bien orientés au terme de la première moitié de l'année 2022. SMART Tunisie a affiché, en effet, une croissance du chiffre d'affaires de 12,1% à 155,9MDt et une amélioration de son EBITDA de 9,1% à 17,2MDt au 30 Juin 2022. Malgré la bonne tenue de l'activité d'exploitation, la société a enregistré une dégradation de sa rentabilité nette

en raison d'une augmentation sensible des pertes de change (des pertes de change de près de 4MDt contre un montant de 1,2MDt au terme du premier semestre de 2021), dopant les charges financières (des charges financières de 6,5MDt au 30 Juin 2022, contre une enveloppe de 2,9MDt, une année plus tôt). Ces pertes de change subies sur le premier semestre de l'année en cours trouvent leur origine dans l'importante appréciation du dollar américain face au dinar.

■ Nonobstant des réalisations semestrielles marquées par les pertes de changes, nous avons la conviction que le Groupe est bien outillé pour honorer ses promesses faites lors de son IPO et ce, pour la deuxième année de suite. Rappelons que selon le prospectus d'introduction en bourse, le management table en 2022, sur la réalisation d'un chiffre d'affaires de 331,9MDt et sur un résultat net part du groupe de 20,6MDt.

■ Dans un autre registre, SMART Tunisie a signé, en Août dernier, un contrat de partenariat à titre non exclusif avec la société «CANON MEADLE EAST FZ-LLC» pour distribuer la marque CANON en Tunisie. Canon est une marque leader dans les imprimantes, les copieurs, scanners professionnels, produits d'impression large format, solutions de traitement de l'image, de l'archivage et de la gestion du workflow. SMART Tunisie va compléter son offre produit dans ce domaine. Cette démarche s'inscrit parfaitement dans sa stratégie d'offrir une large panoplie de produits et de gamme pour ses revendeurs.



IV- Parcours boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

■ La nouvelle recrue de la cote, a affiché un parcours boursier difficile depuis son entrée au marché (une contre performance de -8%). préservant, ainsi, son potentiel de hausse. Le contexte boursier ardu avec lequel a coïncidé la mise sur le marché a jeté une ombre sur le comportement boursier de la valeur et ce, malgré la reprise notable de l'activité attestée par les réalisations à fin 2021 et les anticipations sur un dépassement des promesses de l'IPO.

■ Avec une capitalisation de 153,3MDt, le titre traite à des multiples de valorisation de 7,5x les bénéfices et de 5,8x l'EBITDA estimés de 2022. Un niveau de valorisation alléchant dans l'absolu et comparativement et à notre marché actions (un PER moyen estimé de 8,5x en 2022 pour le marché actions).

■ Outre sa valorisation intéressante, SMART présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre :

1) Un leader de la distribution du matériel informatique en Tunisie avec 30 ans d'expérience dans le domaine *IT*,

2) Un *business model* innovant avec un portefeuille de 25 marques représentées, et une séparation multimarques (chaque marque a une équipe dédiée et un espace spécifique, alignant ainsi les motivations et maximisant les ventes),

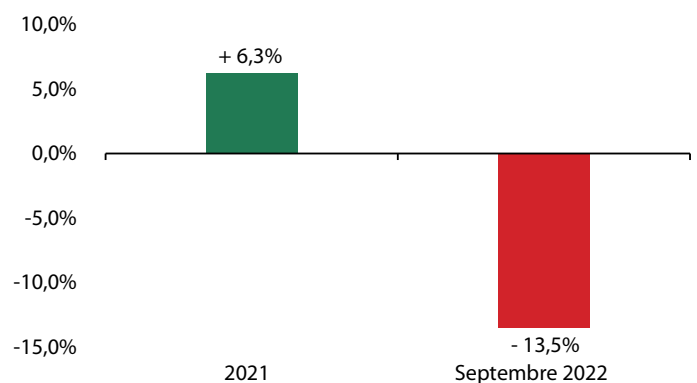
3) Une politique de distribution de dividendes des plus généreuses du marché actions,

4) Une vision globale grâce à un système d'information performant,

5) Un important capital de confiance accordé par un réseau développé de partenaires. SMART travaille, en effet, en «*Open Account*» avec 90% de ses partenaires. Elle dispose, par ailleurs, du statut d'opérateur économique agréé auprès de la Douane Tunisienne*; un statut enviable par bon nombre de sociétés commerciales tunisiennes,

6) Une situation financière post augmentation plus assainie.

Performances boursières du titre SMART Tunisie depuis sa mise sur le marché



■ Nous recommandons un positionnement à l'«Achat» sur SMART Tunisie.

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / DÉCEMBRE 2022

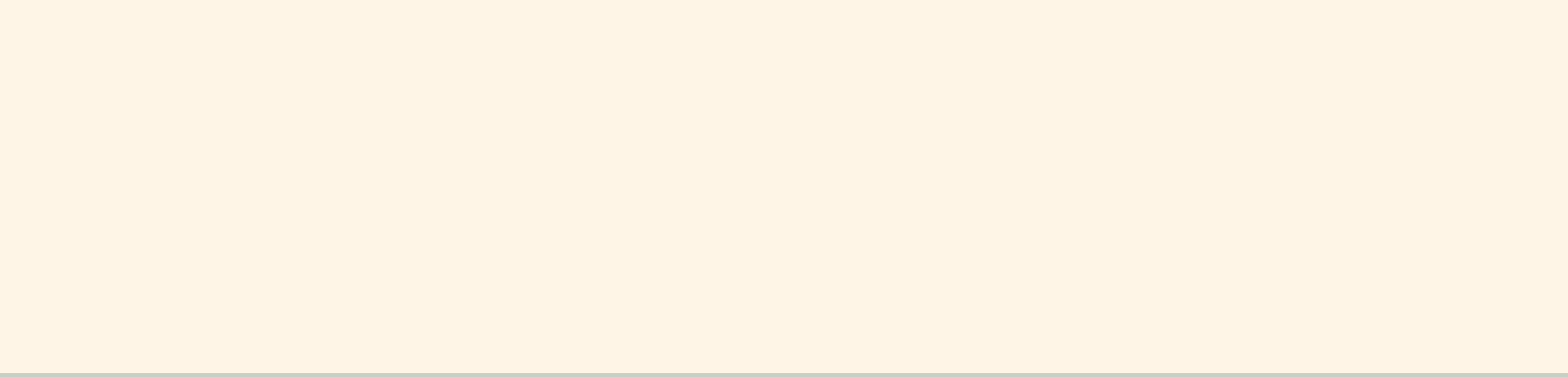
Stock Guide du Marché Principal															
	1 Dt = \$ 0,314 □ 0,298	Cours 09/12/22 Dt	Nombre de titres admis Milliers	Volume Hedbo Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur d'Entreprise Millions Dt	VE/CA				ROE 2021	Bénéfice par Action			
							2020 (x)	2021 (x)	2020 (x)	2021 (x)		2020 Dt	2021 Dt	2022 Dt	
BIENS DE CONSOMMATION															
Agro-Alimentaire et Boissons															
SFBT		13,900	247 500	3,185	3 440	3 221	2,7	2,7	8,1	8,2	31%	0,851	1,014	1,179	
POULINA G H		8,400	180 004	0,048	1 512	2 983	1,3	1,0	7,0	6,5	10%	0,416	0,518	0,391	
DELICE HOLDING		12,900	54 907	0,019	708	806	0,8	0,7	6,0	5,7	33%	1,055	1,281	1,347	
SANDOR		6,300	13 734	0,284	125	18	1,0	0,8	7,1	6,6	17%	0,477	0,639	0,154	
CEREALIS		13,300	4 889	1,833	65	56	1,7	1,5	7,5	6,3	21%	0,721	1,007	1,115	
SOPAT		1,460	37 861	0,081	55	76	0,6	0,5	29,2	12,0	neg	-0,132	-0,007	-0,026	
Produits Ménagers et de Soins Personnel															
SAH LILAS		9,080	81 682	0,302	742	1 152	1,8	1,7	10,0	11,2	7%	0,409	0,199	0,416	
EURO-CYCLES		25,750	9 801	0,312	252	300	2,5	2,0	14,3	8,5	59%	1,695	2,716	2,018	
NEW BODY LINE		5,000	4 250	0,013	21	12	2,4	1,0	15,0	5,0	17%	0,286	0,510	0,173	
OFFICEPLAST		1,430	14 662	0,001	21	33	1,5	1,2	10,4	14,1	neg	-0,014	-0,095	-0,157	
SAM		3,020	5 562	0,009	17	18	1,0	0,8	7,1	5,6	17%	0,190	0,331	0,437	
ELECTROSTAR		0,280	10 288	0,000	3	153	7,1	20,5	n.s.	n.s.	neg	-2,577	-2,003	-1,706	
Automobiles et Equipementiers															
ASSAD		1,090	24 000	0,072	26	120	1,0	1,0	10,8	66,4	neg	-0,198	-0,549	-0,250	
STIP		5,000	4 206	0,001	21	75	1,0	0,6	6,8	3,7	480%	1,365	5,748	5,883	
GIF		0,420	10 564	0,001	4	9	2,4	6,3	n.s.	n.s.	neg	-0,452	-0,700	-0,806	
Santé															
UNIMED		7,240	32 000	0,074	232	256	2,8	3,0	10,7	10,7	9%	0,218	0,272	0,137	
ADWYA		5,350	21 528	0,068	128	201	2,1	2,1	13,2	14,5	4%	0,074	0,071	-0,190	
SIPHAT		4,110	1 800	0,000	7	75	4,6	7,8	n.s.	n.s.	neg	-10,207	-12,184	-11,149	
Distribution															
ENNAKL AUTOMOBILES		11,650	30 000	0,038	350	323	1,4	0,6	9,7	7,2	20%	11,633	1,066	0,791	
ARTES		5,390	38 250	0,087	208	52	0,2	0,2	1,4	1,1	23%	0,853	1,090	0,709	
UTY CARS		10,430	19 000	0,106	183	84	0,4	0,1	9,3	4,7	63%	1,167	1,833	1,594	
SMART TUNISIE		21,000	7 231	0,027	152	191	0,7	0,6	6,5	5,5	21%	1,700	2,799	2,844	
MONOPRIX		6,010	19 969	0,111	120	233	0,4	0,4	8,0	7,6	neg	-0,480	-0,156	-0,513	
MAGASIN GENERAL		9,990	11 461	0,001	115	563	0,6	0,6	10,6	10,1	neg	-3,228	-2,943	-2,577	
SOTUMAG		4,100	19 000	0,156	86	43	1,5	1,5	8,1	7,1	22%	0,351	0,443	0,483	
STA		25,000	2 000	0,109	50	36	1,0	0,5	3,5	4,1	19%	2,705	2,221	2,221	
UADH		0,440	36 954	0,003	16	229	1,2	3,7	n.s.	n.s.	neg	-0,687	-0,796	-0,875	
CELCOOM		3,510	4 462	0,000	16	23	0,8	0,8	11,2	11,2	0%	0,180	0,002	-0,635	
Voyages et Loisirs															
TUNISAIR		0,470	106 199	0,014	50	1 046	2,2	1,7	n.s.	n.s.	neg	-3,296	-5,179	-4,143	
Medias															
MIP		0,150	4 399	0,000	1	20	18,9	n.s.	n.s.	n.s.	neg	-0,430	-0,348	-0,302	
Chimie															
L.C.F.		89,800	2 100	0,255	189	188	1,6	1,3	10,5	19,0	11%	-5,413	4,293	19,070	
AIR LIQUIDE TUNISIE		90,000	1 638	0,015	147	155	1,6	1,2	5,2	5,3	27%	9,485	13,022	13,740	
ALKMIA		33,500	1 947	0,013	65	160	1,0	0,9	n.s.	n.s.	neg	-20,632	-25,834	-29,425	
Matières Premières															
TPR		4,300	50 000	0,029	215	206	1,1	1,0	6,6	6,4	17%	0,424	0,381	0,511	
SOTIPAPIER		6,500	28 184	0,044	183	199	2,9	1,6	49,2	6,3	32%	0,658	0,658	1,023	
Pétrole et Gaz															
SOTIPAPIER		12,100	4 138	0,161	50	4	0,3	0,2	0,5	0,4	17%	1,731	1,846	1,918	
Éléments et Matériaux de Construction															
CARTHAGE CEMENT		1,900	343 625	0,290	653	1 083	4,3	3,3	10,8	9,5	19%	0,056	0,092	0,141	
SOTEMAIL		3,140	34 514	0,000	108	173	3,6	2,8	22,6	14,0	2%	-0,173	0,030	-0,193	
CEMENT DE BIZERTE		1,550	44 047	0,013	88	199	1,8	1,6	8,6	10,1	neg	-0,737	-0,140	-0,114	
MPS		4,800	16 004	0,011	50	74	0,6	0,1	9,0	4,0	23%	0,173	0,156	0,639	
SIMPAR		34,270	1 100	0,001	38	100	2,2	2,6	14,5	38,0	neg	-10,668	-8,147	-7,169	
SOMOCER		0,810	40 656	0,049	33	219	1,7	1,4	9,7	6,3	3%	-0,376	0,040	-0,245	
SIS		1,890	15 600	0,000	29	39	0,8	0,8	2,3	14,2	11%	0,915	0,233	0,376	
UNANMED		1,710	12 400	0,002	21	174	0,6	n.s.	8,6	6,6	neg	-1,046	-0,813	-0,444	
ESSOUKNA		2,280	5 051	0,063	12	29	1,7	2,4	7,8	17,0	neg	-0,034	-0,188	-0,194	
AMS		0,810	6 577	0,002	6	66	18,9	33,0	n.s.	n.s.	neg	-4,612	-4,865	-5,695	
Biens et Services Industriels															
ONE TECH HOLDING		7,100	80 400	0,146	571	629	0,9	0,7	11,2	7,4	10%	0,246	0,382	0,174	
SOTUVER		8,610	39 254	0,269	338	367	4,0	3,5	13,3	10,2	30%	0,271	0,509	0,699	
SIAME		3,700	15 444	1,321	87	70	1,3	1,1	10,3	8,3	10%	0,109	0,169	0,238	
Technologie															
TELENET HOLDING		7,200	12 131	0,029	57	68	1,7	1,7	8,3	5,3	31%	0,589	0,747	0,822	
AITECH		0,900	2 223	0,000	2	6	1,0	0,8	n.s.	n.s.	neg	-0,868	-0,171	-0,162	
Telecommunications															
TAWASOL GH		0,530	108 000	0,004	57	160	2,3	1,9	39,6	16,7	neg	-0,067	-0,063	-0,047	
SOTETEL		3,380	4 637	0,004	16	13	0,4	0,3	6,5	4,0	neg	0,837	-0,055	0,047	
SERIFOOM		0,210	11 874	0,029	2	18	4,2	4,0	n.s.	6,3	neg	-0,398	-0,399	-0,405	
Banques															
BIAT		87,800	35 700	2,211	3 134	-	-	-	-	-	18%	8,577	8,496	11,967	
ATTIJARI BANK		36,300	40 742	0,622	1 479	-	-	-	-	-	22%	4,063	4,465	5,140	
BT		5,100	270 000	0,704	1 377	-	-	-	-	-	17%	0,374	0,564	0,592	
UIB		23,010	32 560	0,895	749	-	-	-	-	-	12%	2,388	2,683	4,103	
BH		14,350	47 600	0,181	683	-	-	-	-	-	14%	2,009	3,463	3,474	
AMEN BANK		25,500	26 481	0,652	676	-	-	-	-	-	13%	4,165	5,613	5,920	
STB		3,750	155 075	0,052	598	-	-	-	-	-	10%	0,931	0,967	0,735	
BNA		8,740	64 000	0,270	559	-	-	-	-	-	11%	1,928	3,059	3,483	
UBCI		21,970	20 002	0,001	439	-	-	-	-	-	7%	2,681	1,762	1,945	
ATB		3,080	100 000	0,065	308	-	-	-	-	-	neg	0,997	-0,399	-0,017	
WIFACK INTERNATIONAL BANK		7,050	30 000	0,280	212	-	-	-	-	-	1%	-0,192	0,061	0,009	
BTE (ADP)		6,360	1 000	0,009	6	-	-	-	-	-	6%	-4,064	-7,206	-4,691	
Assurance															
STAP		156,000	2 308	0,158	360	-	-	-	-	-	6%	7,106	9,124	10,332	
ASTREE		54,600	6 000	0,001	328	-	-	-	-	-	13%	4,254	3,509	4,653	
ASSURANCES MAGHREBIA		56,100	4 500	1,945	252	-	-	-	-	-	20%	5,140	6,477	7,428	
TUNIS RE		6,990	20 000	0,094	140	-	-	-	-	-	8%	0,612	0,836	0,950	
BH ASSURANCE		50,000	2 660	0,000	133	-	-	-	-	-	19%	3,632	4,943	5,262	

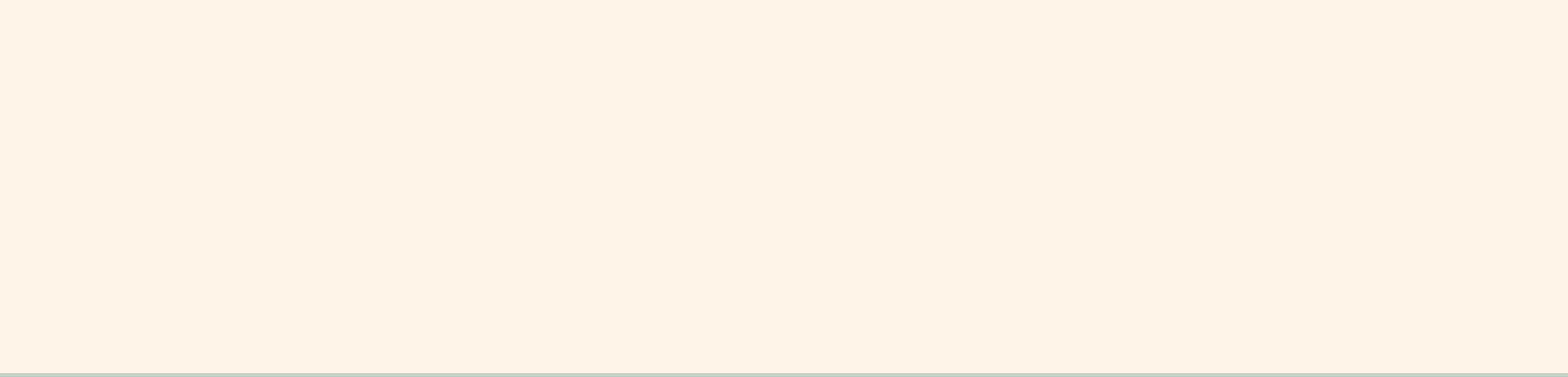


Stock Guide du Marché Principal												Recommandation	Acheter (+) Conserv. avec perspective positive (Cs+) Conserv. (Cs) Alléger (-) Neutre		
PER			P/B			Dividende par Action			Rendement en dividende					Performance	
2020 (x)	2021 (x)	2022 (x)	2021 (x)	2020 Dt	2021 Dt	2022 Dt	2020	2021	2022	1 semaine	début 2022				
(x)	(x)	(x)	(x)												
16,3	13,7	11,8	3,9	0,715	0,715	0,715	5,1%	5,1%	5,1%	4,2%	-20,0%	+	Cs(+)	Agro-Alimentaire et Boissons	
20,2	16,2	21,5	1,7	0,260	0,300	0,300	3,1%	3,6%	3,6%	-0,8%	-23,7%			SFBT	
12,2	10,1	9,6	2,8	0,370	0,370	0,400	2,9%	2,9%	3,1%	-2,9%	-11,5%			POULINA G H	
9,6	40,8	1,2	0,200	0,200	0,200	0,100	3,2%	1,6%	1,6%	-2,8%	-24,7%			DELICE HOLDING	
18,4	13,2	11,9	2,8	0,145	0,145	0,145	1,1%	1,1%	1,1%	0,0%	50,2%			ANDOR	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,7%	12,3%	CEREALIS			
22,2	45,7	21,8	2,6	0,230	0,205	0,300	2,5%	2,3%	3,3%	-1,8%	1,3%	+	Cs(+)	Produits Ménagers et de Soin Personnel	
15,2	9,5	12,8	5,6	1,515	1,670	1,670	5,9%	6,5%	6,5%	-0,6%	-5,5%			SARLILAS	
17,5	9,8	29,0	1,7	0,360	0,500	0,200	7,2%	10,0%	4,0%	0,0%	0,4%			EURO-CYCLES	
ns	ns	ns	1,1	0,020	0,000	0,000	1,4%	0,0%	0,0%	8,3%	-1,2%			NEW BODY LINE	
15,9	9,1	6,9	1,5	0,200	0,215	0,230	6,6%	7,1%	7,0%	-2,8%	15,5%			OFFICERLAST	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-6,1%	SAM			
ns	ns	ns	0,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-6,0%	-34,7%	-	Cs	Automobiles et Equipementiers	
3,7	0,9	4,2	4,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	9,6%	100,0%			ASSAD	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	-19,2%			STP	
33,2	26,6	52,8	2,4	0,469	0,406	0,406	6,5%	5,6%	5,6%	-2,2%	3,2%	+	Cs(+)	Santé	
79,9	83,8	ns	3,4	0,100	0,080	0,000	1,7%	1,3%	0,0%	0,0%	26,9%			UNIMED	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-26,8%	ADWYA			
6,0	10,9	14,7	2,2	0,650	0,650	0,650	5,6%	5,6%	5,6%	1,3%	0,0%	+	Cs	Distribution	
5,0	7,6	7,6	1,1	0,800	0,800	0,800	14,8%	14,8%	14,8%	-2,0%	0,2%			ENNAK AUTOMOBILES	
8,9	6,5	3,5	0,830	1,250	0,650	8,0%	12,0%	8,1%	1,8%	6,2%	ARTES				
12,4	7,5	7,4	1,9	1,170	2,250	2,250	5,6%	10,7%	10,7%	-4,1%	-14,2%			CITY CASR	
ns	ns	ns	4,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	29,2%			SMART TUNISIE	
14,2	11,2	10,3	ns	0,400	0,000	0,000	4,0%	0,0%	0,0%	-4,9%	-39,9%			MONOPRIX	
9,2	10,9	11,3	2,1	2,000	2,000	1,400	8,0%	8,0%	5,6%	-1,1%	58,8%			MAGASIN GENERAL	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%	15,8%			SOTILMAG	
19,5	ns	ns	1,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-26,3%			STA	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,1%	-17,6%			LIADH	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-11,8%	-26,0%	CELLCOM			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,1%	TUNISAIR			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-11,8%	MIP			
ns	20,9	4,7	2,2	1,500	3,700	10,000	1,7%	4,1%	11,1%	-0,2%	15,4%	+	Cs	Medias	
9,5	6,9	6,6	1,8	4,500	5,500	5,500	5,0%	6,1%	6,1%	-1,1%	-7,0%			CIMME	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-19,3%			I.C.F.	
10,1	11,3	8,4	1,8	0,300	0,300	0,300	7,0%	7,0%	7,0%	0,0%	5,3%	+	Cs	Matières Premières	
ns	9,9	6,4	3,1	0,420	0,470	0,470	6,5%	7,2%	7,2%	0,0%	22,7%			AIR LIQUIDE TUNISIE	
7,0	6,6	6,3	1,1	1,050	1,100	1,100	8,7%	9,1%	9,1%	-0,8%	2,7%	ALKIMIA			
33,7	20,7	13,5	3,9	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,0%	43,9%	+	Cs	Bâtiment et Matériaux de Construction	
ns	ns	ns	2,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%			SOTRAPIL	
ns	ns	ns	0,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	-28,9%			CARTHAGE CEMENT	
65,6	5,9	7,5	1,0	0,000	0,000	0,000	2,1%	4,2%	4,2%	3,2%	0,0%			SOTEMAIL	
ns	ns	ns	1,0	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,1%			CIMENTS DE BIZERTE	
ns	20,2	ns	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,2%	-4,7%			MPSB	
5,6	8,0	7,6	0,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,0%			SIMPAR	
ns	ns	ns	0,3	0,100	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-10,9%	-23,9%			SOMOCER	
ns	ns	ns	0,3	0,100	0,000	0,035	4,4%	0,0%	1,5%	4,6%	10,7%			SITS	
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,1%			SANIMED	
28,9	18,6	40,9	1,9	0,250	0,230	0,320	3,5%	3,2%	4,5%	0,9%	-15,5%			ESOUKNA	
31,7	16,9	12,3	4,7	0,340	0,400	0,400	3,9%	4,6%	4,6%	-1,1%	41,8%			AMS	
34,1	21,9	15,6	2,1	0,120	0,180	0,180	3,2%	4,3%	4,3%	0,0%	-10,0%	BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS			
12,2	9,6	8,8	2,8	0,250	0,500	0,500	3,5%	6,9%	6,9%	-0,4%	-8,7%	ONE TECH HOLDING			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	109,3%	SOTOVER			
4,0	ns	ns	3,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-5,4%	-23,2%	SIAME			
ns	ns	ns	0,6	0,100	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,9%	19,9%	TECHNOLOGIE			
10,2	10,3	7,3	1,9	5,000	5,200	5,200	5,7%	5,9%	5,9%	1,4%	57,1%	TELNET HOLDING			
9,9	7,1	1,8	1,8	2,700	3,150	3,150	7,4%	8,7%	8,7%	-1,9%	29,9%	AEITECH			
13,6	9,0	8,8	1,4	0,350	0,280	0,280	6,9%	5,8%	5,8%	-1,5%	15,6%	TELECOMMUNICATIONS			
8,6	8,6	1,0	0,700	0,700	0,700	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	-0,7%	51,0%	TAWASSOL GH			
7,1	4,1	4,1	0,6	0,600	0,950	0,950	4,2%	6,6%	6,6%	-4,2%	62,8%	SOTETEL			
6,1	4,5	0,6	0,6	2,150	1,450	1,450	8,4%	5,7%	5,7%	3,6%	11,4%	SERVICOM			
3,9	3,2	0,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	27,2%	BANQUES			
4,5	2,9	2,5	0,3	0,500	0,800	0,800	5,7%	9,2%	9,2%	-1,7%	26,9%	BIAT			
8,2	12,5	11,3	1,0	1,000	0,750	0,750	4,6%	3,4%	3,4%	-4,5%	14,7%	ATTIJARI BANK			
31,6	ns	ns	0,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,3%	34,5%	BT			
ns	ns	ns	1,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,4%	UBI			
ns	ns	ns	0,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-19,2%	UBCI			
22,0	17,1	15,1	1,0	2,840	3,650	3,820	1,8%	2,3%	2,4%	1,3%	30,6%	+	Cs(+)	Assurances	
12,3	15,6	11,7	2,3	1,800	2,800	2,800	3,3%	5,1%	5,1%	1,1%	2,1%			WIFACK INTERNATIONAL BANK	
10,9	8,7	7,6	1,7	1,870	2,210	2,210	3,3%	3,9%	3,9%	4,9%	-8,7%			ET	
11,4	8,4	7,4	0,6	0,245	0,350	0,350	3,5%	5,0%	5,0%	6,2%	2,8%			UBI	
13,8	10,1	9,5	1,7	1,000	1,100	1,100	2,0%	2,2%	2,0%	0,0%	7,6%			UBI	
11,8	14,7	7,1	0,5	0,360	0,500	0,800	3,7%	5,1%	8,2%	-1,9%	13,8%			WIPACK INTERNATIONAL BANK	
7,6	6,3	5,1	1,0	1,795	1,900	2,300	9,2%	9,7%	11,8%	0,0%	24,1%			BTE (ADP)	
17,6	8,3	6,5	0,9	0,075	0,200	0,230	2,6%	7,0%	8,0%	-1,0%	68,1%			ASSURANCE	
10,0	6,8	5,3	0,7	0,110	0,110	0,130	4,8%	4,8%	5,7%	0,0%	1,1%			STAR	
ns	8,0	21,3	0,6	0,000	0,200	0,100	0,0%	4,7%	2,3%	0,0%	54,0%			ASTREE	
11,3	4,2	5,3	0,6	0,500	1,200	1,200	3,6%	8,8%	8,8%	-0,4%	24,2%			ASSURANCES MAGHREBIA	
ns	12,2	17,2	0,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	37,2%			TUNIS RE	
12,6	12,2	3,9	0,600	0,000	0,000	0,000	7,9%	7,9%	7,9%	-3,6%	-3,2%	BH ASSURANCE			
9,4	10,6	10,4	2,8	4,000	3,900	3,900	9,5%	9,3%	9,3%	0,0%	4,2%	Services Financiers			
2,5	14,0	13,7	1,2	1,500	0,500	0,500	21,2%	7,1%	7,1%	-0,1%	-36,2%	BANQUES			
ns	ns	ns	2,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-8,3%	ATTIJARI LEASING ET FACTORING			
ns	17,8	14,0	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	CIL			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	ATL			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	BEST LEASE			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	HANNIBAL LEASE			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	ATTIJARI LEASING			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	37,2%	BH LEASING			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	SPDIT SICAF			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%	PLACEM. DE TUNISIE			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-36,2%	TUNIVEST-SICAR			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Services Financiers			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	AMU			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	SITEX			
ns	ns	ns	ns	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	SIS			

Lexique

ANR	Actif net réévalué.	P/ANR	Capitalisation Boursière/ Actif Net Réévalué.
BPA	Bénéfice par action.	P/B (Price to Book)	Capitalisation Boursière / Fonds propres.
Capitalisation Boursière	Nombre d'actions admises d'une entreprise multiplié par le cours de bourse. C'est la valeur boursière d'une entreprise à un moment précis.	PER ou P/E	Cours / BPA. Il signifie le nombre d'années de bénéfices que l'acquéreur est prêt à déboursier pour acquérir une société.
Cash Flow ou CF	Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.	P/E du marché ou sectoriel	Au numérateur la capitalisation boursière du marché ou du secteur (hors sociétés déficitaires) et au dénominateur la somme des bénéfices de l'année de référence.
DPA	Dividende par action.	PNB	Produit net bancaire.
Dettes nettes	Le solde des dettes financières d'une part et des disponibilités.	Recommandation ou Opinion	Nos opinions sont résumées par une recommandation. La principale composante reflète l'appréciation que nous portons sur les qualités fondamentales des sociétés et en deuxième lieu leurs ratios de valorisation. Cette note doit donc être comprise comme un jugement à moyen terme et est représentée par : (+) Acheter ; (Cs) Conserver ; (Cs+) Conserver avec perspectives positives, (-) Alléger et Neutre.
Dividend Yield	Le rapport du dividende ajusté au cours de l'action exprimé en pourcentage.	Résultat net part du Groupe (RNPG)	Désigne la part du résultat net qui revient effectivement à la société mère, c'est-à-dire déduction faite de la part revenant aux actionnaires minoritaires des filiales.
EBE	Excédent brut d'exploitation. C'est le résultat d'exploitation avant amortissements et provisions.	ROCE (Return On Capital Employed)	Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation. Résultat d'exploitation net d'impôt / (Immo. Nettes + BFR).
EBIT	Résultat avant intérêts et Impôts.	ROE (Return On Equity)	Résultat de l'exercice N divisé par la moyenne des fonds propres avant résultat de l'année N et les fonds propres après répartition de l'année N-1.
EBITDA	Résultat avant intérêts, impôts sur les bénéfices et charges de dépréciation.	Stockpicking	Technique de sélection de valeurs pour se constituer un portefeuille.
Flottant	Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.	VE (Valeur d'entreprise)	Capitalisation boursière + dette nette.
Gearing	Dette financière nette rapportée aux fonds propres, et exprimée en pourcentage. Ce ratio n'est calculé que lorsque les fonds propres sont positifs. Un Gearing négatif indique une trésorerie nette positive.		
Goodwill (écart d'acquisition, survaleur)	Un écart d'acquisition naît de la différence entre le prix d'acquisition et la juste valeur de la société acquise. L'écart peut être positif (goodwill) ou négatif (badwill).		
IPO	Initial Public Offering (Introduction en bourse).		
NPL	Non Performing Loans ou créances classées, appellations qui désignent les créances douteuses des banques ou des sociétés de leasing.		
OPR	Offre publique de retrait.		
Pay-out	Montant distribué sur résultat net, exprimé en pourcentage.		





Tunisie Valeurs

LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

Filiale du groupe



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



Siège social - Centre Urbain Nord

www.tunisievaleurs.com