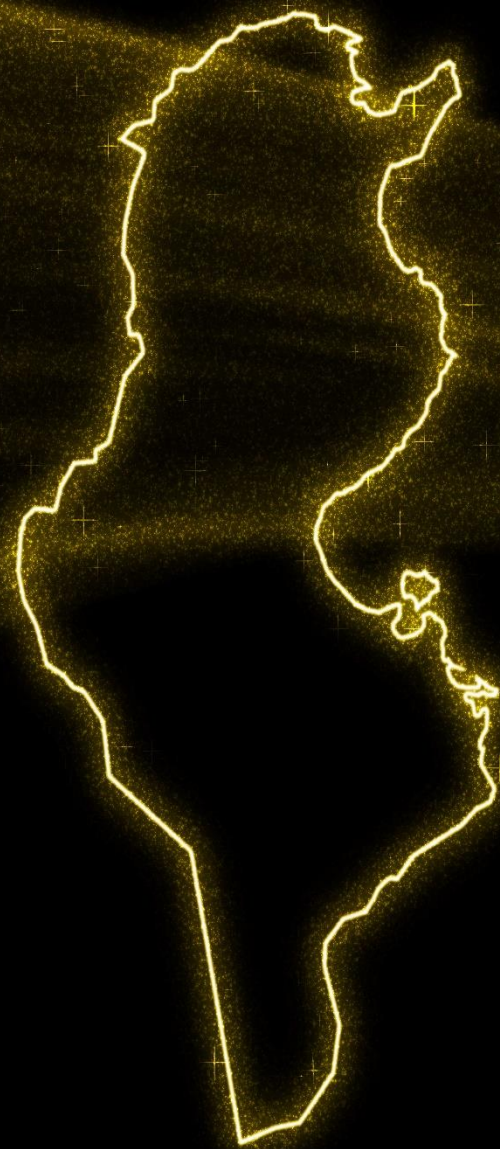


Entre morosité et espérance

*Rétrospectives 2022 et
perspectives 2023*

JANVIER 2023



L'EDITO

Le contexte mondial difficile a exacerbé la vulnérabilité de l'économie tunisienne

La guerre en Ukraine et l'accroissement des prix sur les marchés internationaux sont venus exacerber les vulnérabilités de l'économie tunisienne durant 2022. Les conséquences de la guerre ont commencé à se faire sentir dans la mesure où le déficit commercial s'est creusé de 16 à 25 milliards de dinars de 2021 à 2022. La baisse de la production de pétrole-gaz et l'augmentation de la demande de produits énergétiques et agricoles ont aggravé la vulnérabilité de la balance commerciale aux aléas des marchés internationaux.

L'accroissement des prix internationaux de biens a créé des pressions supplémentaires sur les finances publiques, à travers les dépenses de subventions principalement. L'accroissement des subventions s'est traduit par des pressions sur l'endettement public, qui a sensiblement augmenté les années précédentes passant de 66.9 à 79.9 pour cent du PIB entre 2017 et 2021 et à 80,2% en 2022.

Les pressions inflationnistes ont considérablement augmenté provenant surtout des marchés mondiaux et de l'augmentation des prix administrés (le taux d'inflation est passé de 6,7% en janvier 2022 à 10.1% en décembre 2022). La hausse de l'inflation a poussé la Banque centrale à relever son taux directeur de 0,75 point de base, en mai 2022, et en décembre pour le porter à 8%.

La reprise du tourisme et du commerce ainsi que la bonne performance des secteurs des mines et des industries manufacturières ont stimulé la croissance de l'économie qui a atteint 3,1% en 2021. La hausse du taux de croissance est censée améliorer le taux de chômage, qui est presque revenu au troisième trimestre 2022 à son niveau pré-crise (15.3 pour cent contre 15.1 pour cent du second trimestre 2019). L'amélioration du taux de croissance économique a été facilitée par le contrôle accru de la pandémie de COVID-19.

Avec un taux de croissance prévu de 2.2% en 2022, qui paraît sous-estimé par rapport aux réalisations des trois premiers trimestres (moyenne de 2,6%), l'économie semble sur une trajectoire de croissance légèrement inférieure à celle qui était précédemment prévue (2.7%). L'accroissement des prix de l'énergie et des aliments sur les marchés internationaux s'est traduit par un accroissement du déficit budgétaire, ce qui exacerbe les déficits jumeaux. Le déficit budgétaire devait rester stable à 7.7% en 2022. Le financement du budget reste problématique vu l'importance du déficit budgétaire dans un contexte d'endettement stable à des niveaux assez élevés. Le déficit extérieur courant s'aggrave en se rapprochant de 10% du PIB en 2022 contre 6,1% en 2021.

Une loi de finances 2023 sous le signe de la mobilisation des recettes fiscales dans un contexte de pression budgétaire

Le budget de l'Etat prévu pour 2023 atteindra 69,9 milliards de dinars financés à raison de 2/3 par les

ressources propres et 1/3 par les emprunts, notamment extérieurs, soit l'équivalent de 14,9 Milliards de dinars.

Le budget 2023 se base sur une croissance économique de 1,8% et une inflation estimée à 10%, d'où la croissance des recettes fiscales de 12% avec une pression fiscale constante à 25% (les gains de l'amnistie de 2022 ont été remplacés par des impôts supplémentaires (TVA...))

Le budget 2023 se base aussi sur une compression des dépenses courantes (+6% seulement) suite à la baisse de interventions (-8%) dont notamment des subventions de produits de 26% avec la baisse des subventions d'hydrocarbures et un début d'exécution de la réduction des subventions alimentaires pour les remplacer par des aides directes. Les salaires augmenteront de 5,7% soit un peu plus que la moitié de l'inflation prévue.

Mais, le remboursement élevé de la dette oblige de recourir à un nouvel endettement pour faire face aux engagements extérieurs passés (après la baisse de 2022) et au remboursement élevé de la dette intérieure (dette de court terme élevée). Le choix fait est de recourir aux emprunts extérieurs pour l'équivalent de 15 milliards de dinars environ, soit le double du niveau réalisé en 2021 qui est de 7,5 Milliards de dinars et beaucoup plus que le niveau espéré en 2022 qui est de 11,9 Milliards de dinars. Cette solution suppose l'entrée en vigueur de l'accord FMI et la mobilisation des emprunts bilatéraux (pays du Golfe...).

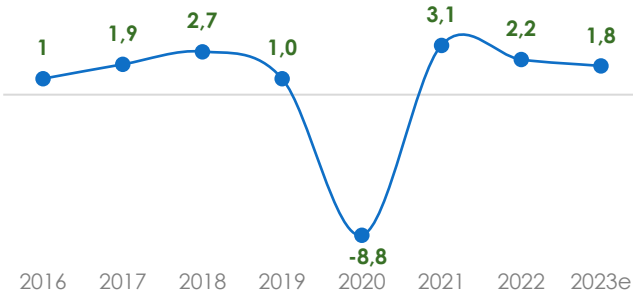
Budget de l'Etat Tunisien pour 2023

Budget Etat (MDt)	LFC 2022	LF 2023	% Croissance
Recettes fiscales	36 040	40 536	12%
Recettes non fiscales	3 975	4 495	13%
Revenus confisqués		1 039	
Dons	1 115	354	-68%
=Recettes propres	41 130	46 424	13%
Emprunts intérieurs	9 278	9 533	3%
Ressource trésorerie	-1504	-902	-40%
Emprunts extérieurs	11 916	14 859	25%
=Emprunts +trésorerie	19 690	23 490	19%
Total ressources	60 820	69 914	15%
Dépenses courantes	50 914	53 921	6%
Remb principal interne	5 534	9 121	65%
Remb principal externe	4 272	6 672	56%
Prêts avances du Trésor	100	200	100%
Total Emplois	60 820	69 914	15%
Besoin financement net	-9 784	-7 497	-23%
Déficit budget hors dons	-10 899	-8 890	-18%
Déficit Budgétaire %PIB	-7,5%	-5,5%	5,5%
PIB MDT courants	144 769	161 851	11,8%

Overview de l'économie nationale

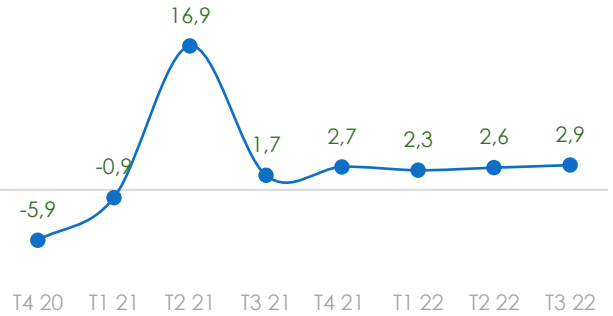
Ralentissement du profil de croissance

Evolution et projection de la croissance du PIB



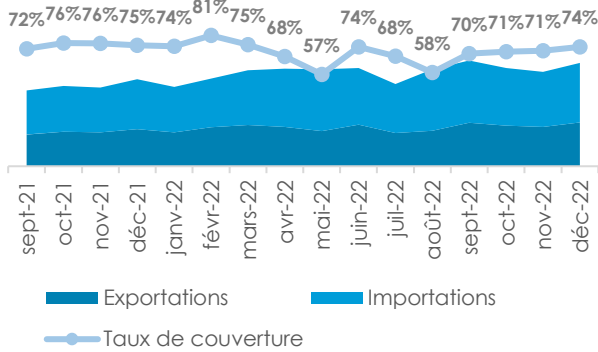
Accélération du PIB en séquentiel en 2022

Evolution trimestrielle du PIB



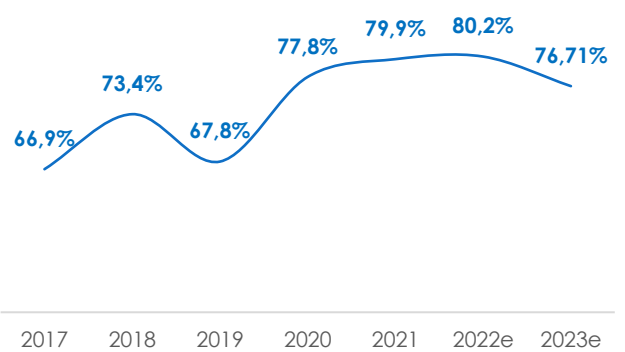
Creusement du déficit des échanges extérieurs

Evolution mensuelle de la balance commerciale



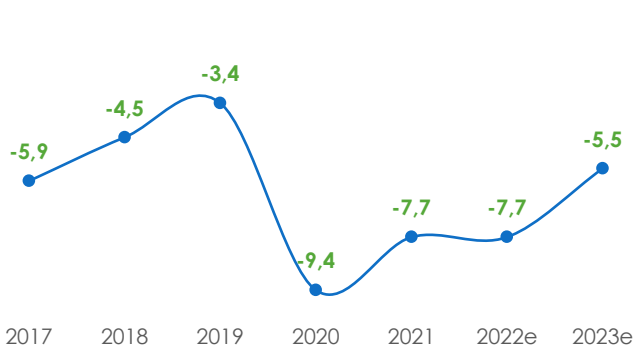
Hausse du ratio dette/PIB

Evolution du taux d'endettement



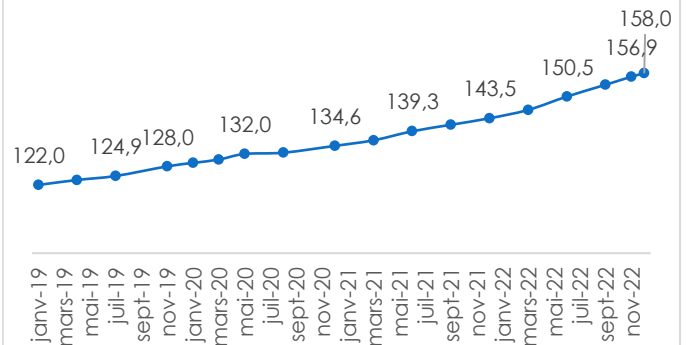
Atténuation du déficit budgétaire en 2023

Evolution et projection du déficit budgétaire



Accélération de l'inflation

Evolution mensuelle de l'indice des prix à la consommation



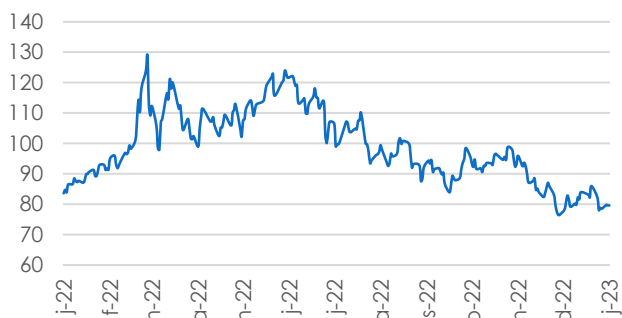
Baisse des réserves de change

Agrégats	En milliards de DT	Var
Réserves de change	22,922	-2.1%
En jours d'importation	100j	-34J
Recettes du tourisme	4,279	+83.1%
Recette des transferts des TRE	8,468	+12.27%
Service de la dette Extérieure	8,903	-14.6%

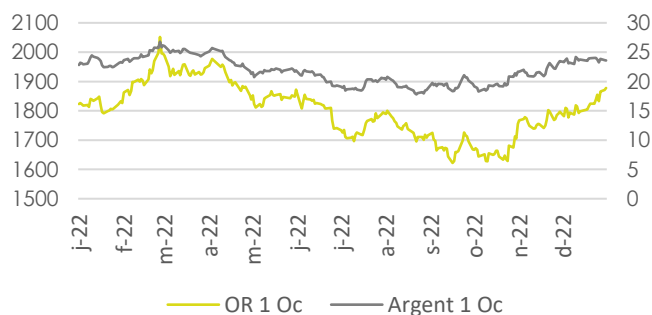
Source BCT en date du 11/01/2023

Change et matières premières

Evolution du cours du pétrole Brent (USD/Baril)



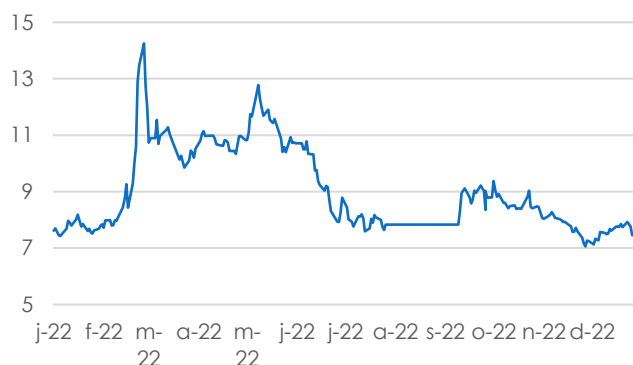
Evolution du cours des métaux précieux (en US\$)



Evolution de cours des métaux de base (en US\$)



Evolution du cours du blé (en US\$)



Evolution du prix des commodities en 2022

	Cours au 31/12/2022	Var annuelle	YTD
Pétrole Brent (USD/baril)	85,99	+10.3%	-6.41%
Or (Once en USD)	1 328,85	+0.11%	+3.28%
Argent (Once en USD)	23,96	+3.36%	-0.25%
Cuivre (USD/Tonne)	8 394,5	-13.6%	+4.43%
Acier (USD/Tonne)	742,0	-48.3%	-1.75%
Blé (USD/Tonne)	7,74	+0.39%	-5.56%

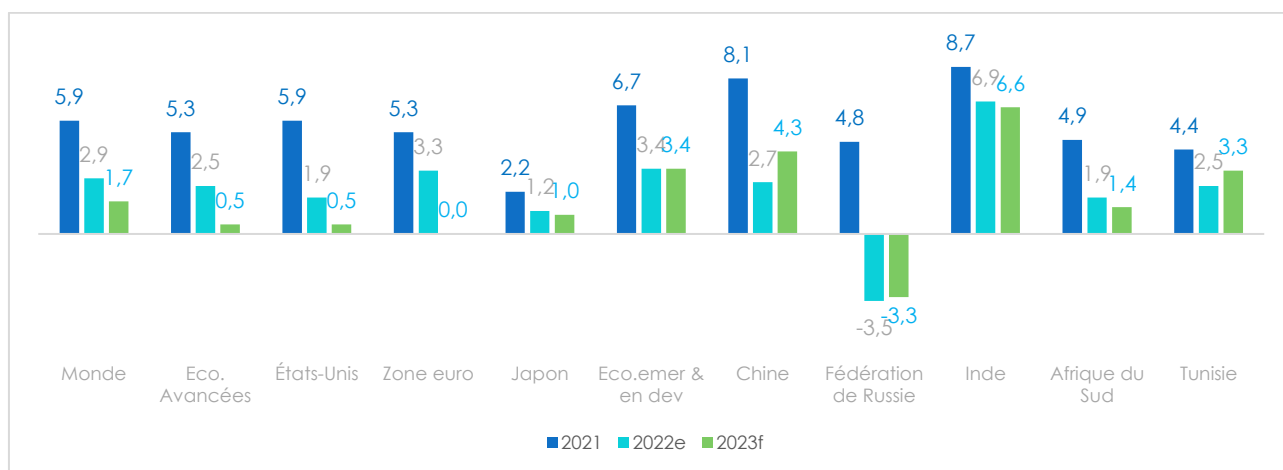
Evolution des paires de devises en 2022

	Cours au 31/12/2022	Var annuelle	YTD
EUR/USD	1.07	-6.14%	+0.41%
EUR/GBP	0.89	+6.25%	+0.07%
EUR/YEN	140.39	+7.21%	+1.39%
TND/USD	3.11	+7.7%	-0.1%
TND/EUR	3.31	+0.9%	+0.1%
TND/YEN	23.32	-6.5%	-0.3%

Overview de l'économie internationale

- Selon les dernières **Perspectives économiques mondiales** publiées par la Banque mondiale, la croissance marque fortement le pas sous l'effet de l'inflation, de la hausse des taux d'intérêt, de la diminution des investissements et des perturbations causées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie.
- La croissance de l'**économie mondiale** devrait s'établir à 1,7 % en 2023, puis à 2,7% en 2024. On anticipe un ralentissement marqué et généralisé, les prévisions étant revues à la baisse pour 95 % des économies avancées et près de 70 % des économies de marché émergentes et en développement.
- La croissance des **économies avancées** devrait chuter de 2,5 % en 2022 à 0,5 % en 2023. Aux États-Unis, la croissance devrait tomber à 0,5 % en 2023 ; ce taux, inférieur de 1,9 point de pourcentage par rapport aux prévisions précédentes, constituera la plus faible performance enregistrée par ce pays depuis 1970, en dehors des épisodes officiels de récession. En 2023, la croissance de la zone euro devrait être nulle, ce qui correspond à une révision à la baisse de 1,9 point de pourcentage. La Chine quant à elle devrait enregistrer une progression de 4,3 % en 2023, soit 0,9 point de moins que les prévisions précédentes.
- Les économies **émergentes et en développement** connaissent depuis plusieurs années une croissance en berne en raison d'un lourd endettement et d'investissements insuffisants, car les capitaux mondiaux sont absorbés par les économies avancées confrontées à des niveaux de dette publique extrêmement élevés et à des taux d'intérêt en hausse. En excluant la Chine, la croissance des économies de marché émergentes et en développement devrait ralentir de 3,8 % en 2022 à 2,7 % en 2023, en raison d'une demande extérieure nettement plus faible conjuguée à une forte inflation, des dépréciations monétaires, un resserrement des conditions de financement et d'autres difficultés intérieures.

Evolution du PIB 2020-2023E des principaux pays et zones économiques



Source : Banque Mondiale

Risques Pays

Pays	Note Actuelle
Tunisie	C
Algérie	C
Maroc	B
Egypte	C
Arabie Saoudite	B
Jordanie	C
Turquie	C
Inde	C
Chine	B
Russie	D
Nigeria	D
Sénégal	B
Cote d'Ivoire	B
Ghana	B
Afrique du Sud	C
Mexique	B
Brésil	B

Source : COFACE

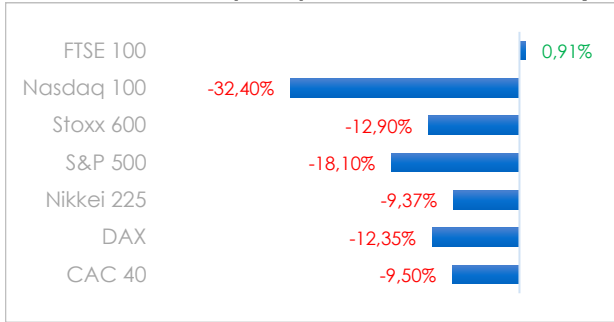
Principaux taux directeurs et inflation

Pays	Taux directeur	Taux d'Inflation
Egypte	16,25%	21,3%
Brésil	13,75%	5,9%
Mexique	10,50%	7,8%
Turquie	9,00%	64,3%
Tunisie	8,00%	10,1%
Russie	7,50%	11,9%
Afrique du Sud	7,00%	7,4%
Inde	6,25%	5,7%
Arabie Saoudite	5,00%	3,3%
USA	4,50%	6,5%
Chine	3,65%	1,8%
GB	3,50%	10,7%
Zone Euro	2,50%	9,2%
Japon	-0,10%	3,8%

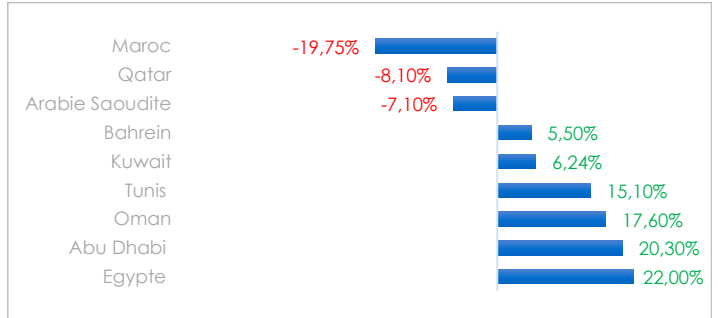
Source : tradingeconomics.com

Les marchés Boursiers

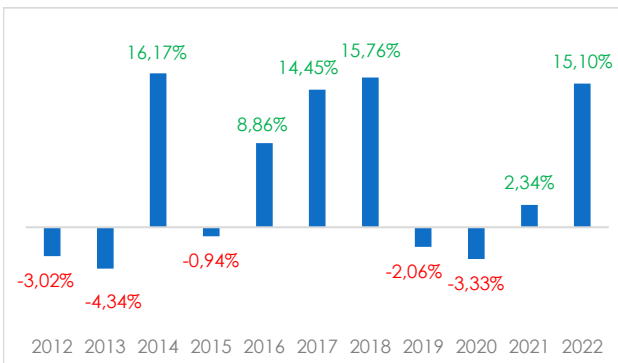
Performance des principaux indices mondiaux (2022)



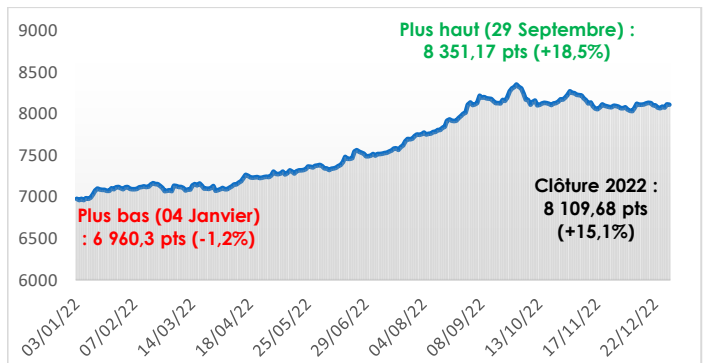
Performance des principaux indices arabes (2022)



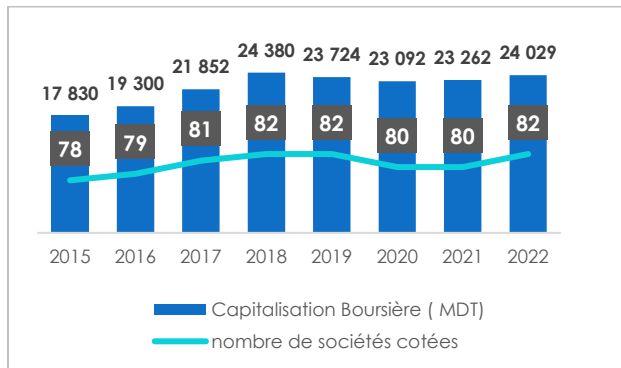
Performance de la bourse de Tunis



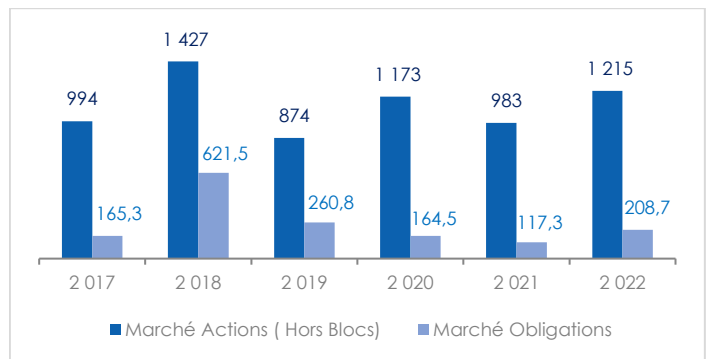
Evolution du Tunindex en 2022



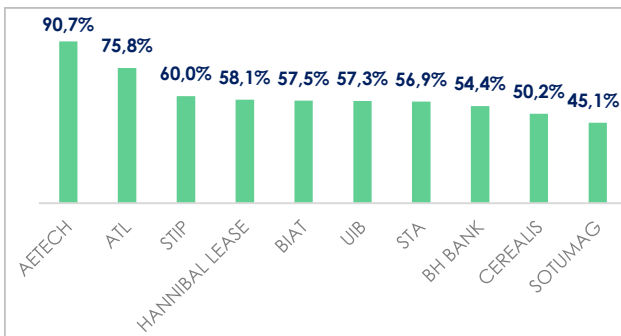
Evolution de la capitalisation boursière



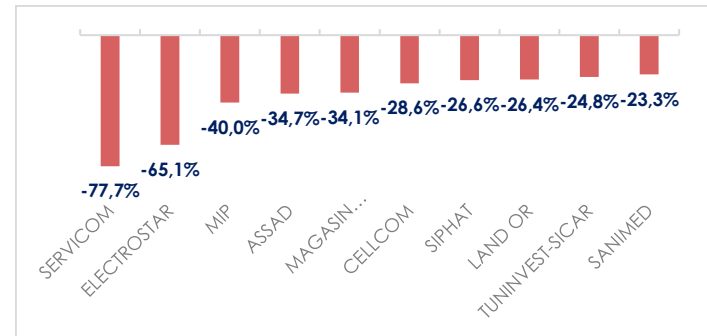
Evolution des volumes de transactions (hors blocs) en Mdt



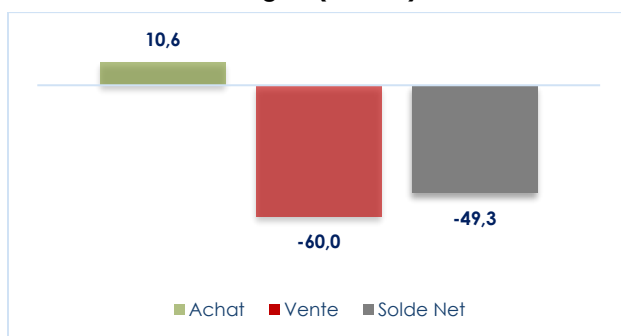
Palmarès des hausses en 2022



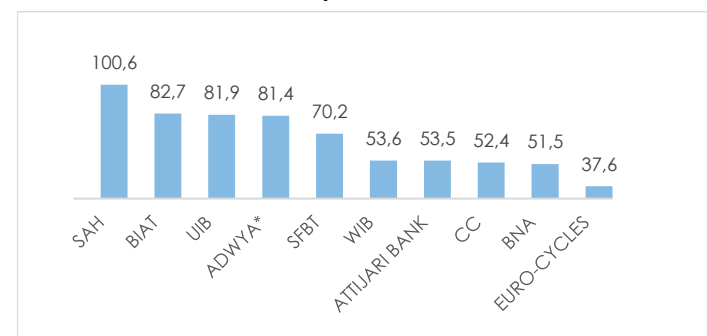
Palmarès des baisses en 2022



Mouvement des étrangers (en Mdt)

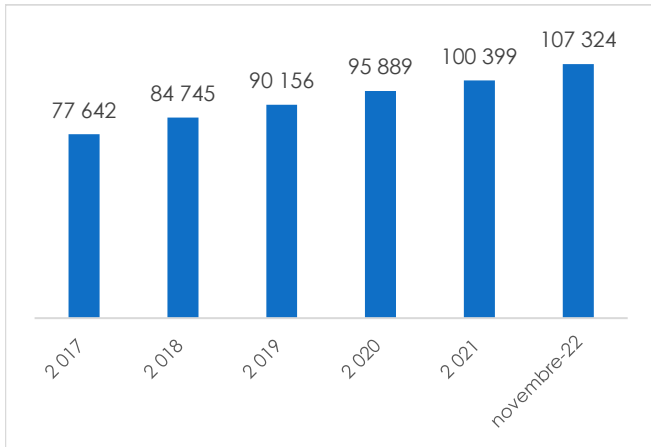


Palmarès des valeurs les plus actives

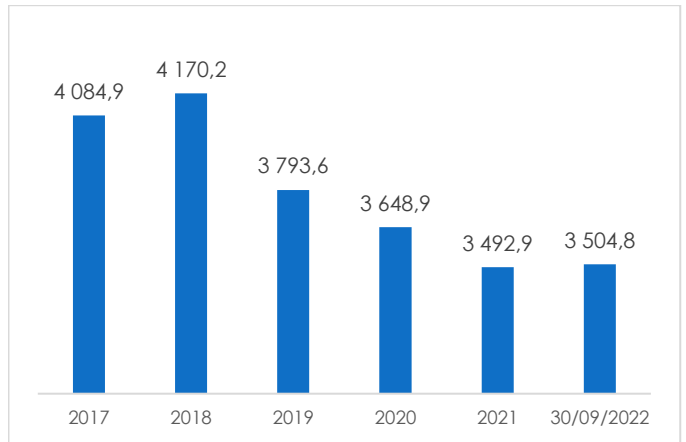


Overview des secteurs

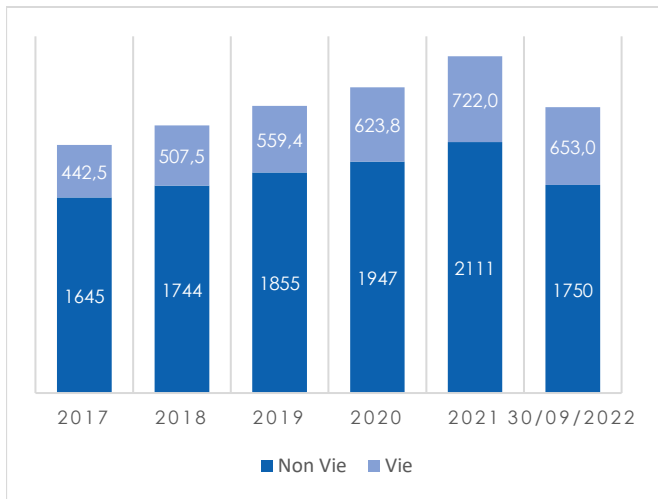
Evolution des crédits à l'économie à fin novembre 2022 (Mdt)



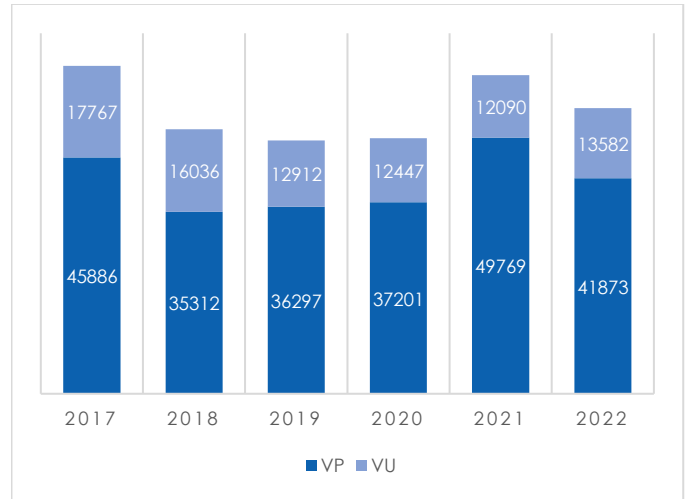
Evolution des encours de leasing à fin septembre 2022 (Mdt)



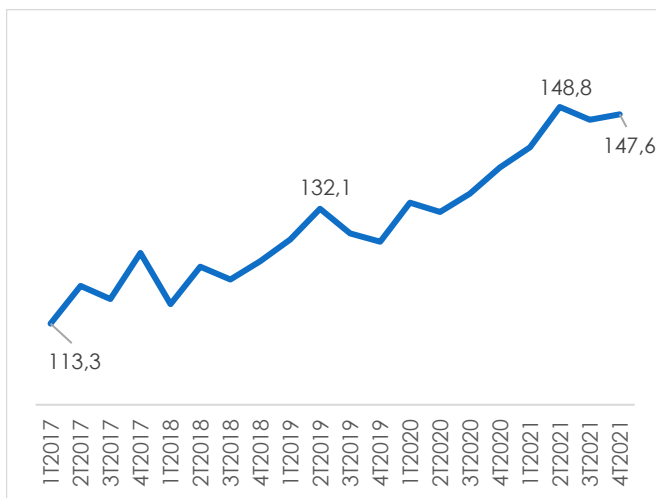
Evolution des primes émises en assurances (Mdt)



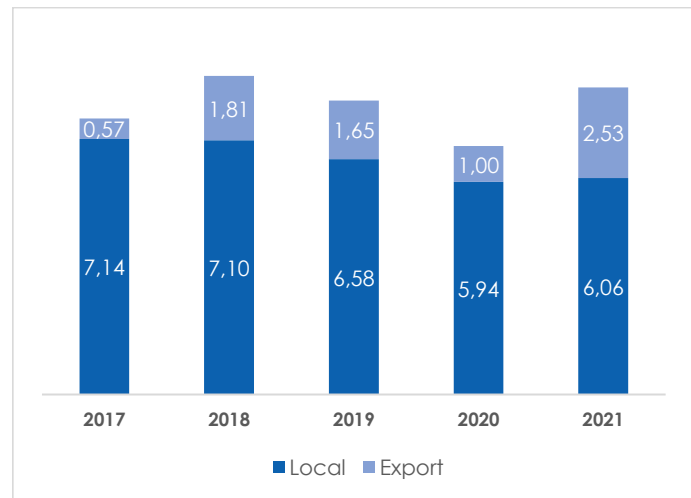
Evolution des ventes automobiles (en unités)



Evolution de l'indice général des prix de l'immobilier



Evolution des ventes de ciment (en millions de tonnes)



Quelles perspectives pour 2023 à la bourse de Tunis ?

L'année 2023 se caractériserait par une inflation qui dépasserait les 10% et qui aura deux conséquences de taille : (1) **l'augmentation du taux directeur** prévue pour éviter des taux de rémunération réelle très négatifs pour les dépôts à terme et comptes d'épargne qui constituent plus de la moitié de la masse monétaire au sens large et qu'il faudra maintenir et (2) **la dépréciation attendue du TND** pour éviter une appréciation réelle du TND à la suite de l'inflation élevée par rapport à l'inflation moyenne mondiale car cet écart est nuisible pour la compétitivité de notre économie. En termes quantitatifs, pour 2023, un point de plus pour le taux d'intérêt et 5% de dépréciation du TND paraissent très plausibles et nécessaires pour éviter des disparités dans l'évolution des trois paramètres principaux de la politique monétaire : taux d'inflation, taux d'intérêt et taux de change.

Dans ce contexte de forte inflation, de hausse des taux, des prévisions de croissance abaissées en 2023, des finances publiques très mal au point la Bourse de Tunis entame l'année dans le vert. Le Tunindex, principal indice de la place, a augmenté à ce jour (17/01/2023) de 2.1% vs +0.57% l'année dernière à la même date.

Cette « performance » de la place tunisienne en 2023 est liée en grande partie, à ce jour, à l'engouement pour les valeurs bancaires qui profiteraient en 2023 du dernier relèvement du taux directeur de la banque centrale. Les investisseurs semblent aussi rassurés par rapport aux réalisations des sociétés cotées au titre de 2022, qui font ressortir une hausse des revenus (+15.7% à fin septembre) et de leurs bénéfices (+21.8% à fin juin 2022).

Du côté de la psychologie des investisseurs, et théoriquement 2023 devrait être profitable pour le marché actions car en dehors d'un « désastre », toutes les mauvaises nouvelles sont presque déjà connues. Ainsi, les investisseurs devraient progressivement s'imprégner des bonnes nouvelles d'autant plus que les cours des commodities commencent à se détendre et les niveaux d'inflation mondiale à se stabiliser.

Selon notre opinion, le relèvement du taux directeur pourrait susciter l'intérêt des investisseurs en 2023 pour les produits de taux à plus faible risque que les actions d'autant plus que ces taux d'intérêts élevés pénalisent les sociétés non-financières endettées. Les coûts d'investissement seraient également altérés vu que les montages reposent en grande partie sur le financement bancaire.

Pour les sociétés financières, certes l'impact de la hausse des taux aura un effet positif sur leurs revenus et notamment les banques mais impose aussi d'autres défis en termes de coûts du risque et de la qualité des actifs.

En résumé, une stratégie de diversification sectorielle et de « Stock-picking » est toujours de mise dans un contexte de turbulence pour profiter des potentialités haussières et de rebond des valeurs. Un suivi minutieux des réalisations trimestrielles et semestrielles s'impose pour moduler notre stratégie.

Pour l'année 2023, nous proposons un portefeuille actions diversifié avec un horizon de placement sur 2 ans basé sur les fondamentaux des sociétés, combinant aussi bien des titres « growth » que des titres « value » et en quête de résilience dans un environnement incertain. **Ce portefeuille devrait être rééquilibré trimestriellement en fonction des réalisations des sociétés le composant.** D'ailleurs certaines valeurs sont mises sous surveillance à l'instar de Hannibal Lease, UNIMED, SIAME, BNA, etc... en attendant la confirmation de l'amélioration de leurs fondamentaux.

Face à l'ensemble de ces observations, et comme en 2022, nous croyons que l'environnement boursier en 2023 demeure favorable pour les titres de qualité offrant un couple Croissance/Rendement attractif. Pour le choix de notre sélection de valeurs, nous mettons l'accent sur des critères tangibles tels que : (1) la croissance des bénéfices, (2) la distribution régulière des dividendes et (3) la qualité du Bilan.

Sélection des valeurs du portefeuille de MAC SA

Pondération	Valeur	Secteur	Cours au 17/01/2023	Capitalisation (MDT)	P/E 2022e	P/BV 2022e	Div Yield 2022e	Performance 2022	YTD
12%	AMEN BANK	Banques	27,73	734,3	5,1	0,5	6,1%	14,3%	5,8%
10%	SAH	Santé	8,88	725,3	213	2,3	4,0%	15%	-2,4%
10%	SFBT	Agro-alimentaire et Boissons	13,08	3 237,3	12,8	2,8	5,5%	-22,3%	-3,0%
8%	Attijari Bank	Banques	42,55	1733,6	9,4	17	7,4%	32,1%	16,0%
5%	UIB	Banques	24,70	804,2	7,3	0,9	3,2%	57,3%	2,9%
5%	BIAT	Banques	98,18	3 505,0	9,4	17	5,3%	57,5%	11,6%
5%	One Tech Holding	Technologie	6,80	546,7	50,6	15	3,4%	-16,0%	-3,6%
5%	PGH	Agro-alimentaire et Boissons	8,18	1472,4	17,3	15	3,7%	-20,4%	-6,8%
5%	DELICE HOLDING	Agro-alimentaire et Boissons	11,43	627,6	8,6	18	3,2%	-11,7%	-11,3%
5%	Euro-cycles	Automobiles et Equipementiers	24,49	240,0	8,8	3,4	6,8%	-5,7%	-4,7%
5%	SOTUVER	Biens et Services Industriels	9,22	3619	14,1	3,8	4,3%	43,0%	6,0%
5%	SOTIPAPIOER	Biens et Services Industriels	6,70	188,8	9,0	2,4	7,0%	25,9%	0,3%
5%	CARTHAGE CEMENT	Bâtiment et Matériaux de Construction	1,90	652,9	16,3	3,2	0,0%	43,9%	0,0%
5%	T.P.R	Matières Premières	4,00	200,0	9,4	14	7,5%	2,1%	-3,9%
4%	CITY CARS	Automobiles et Equipementiers	10,60	190,8	6,4	2,2	11,8%	8,6%	-0,9%
3%	TUNISIE LEASING	Services Financiers	9,40	1015	8,3	0,5	5,3%	9,4%	0,0%
3%	Maghreb Vie	Assurances	6,44	1610	11,2	14	3,5%	2,0%	3,9%
Portefeuille				15 484	12,9	2,0	5,0%		2,4%
Tunindex				24 223	10,84	1,44	4,83%		2,1%

Les moyennes sont pondérées par la capitalisation

Les valeurs retenues pour l'élaboration de notre sélection de 2023 reposent sur les argumentaires fondamentaux tels que présentés ci-après dans le détail :

BIAT : Le Leader indétronable

+ Drivers

- La BIAT est le leader bancaire de la place en termes de dépôts, PNB et résultat net. La banque a réussi ces dernières années à creuser l'écart avec ses concurrents.
 - Avec un total bilan de plus de 19 milliards de dinars, le groupe BIAT compte parmi les institutions financières les plus influentes de la place.
 - Incontestablement leader dans les métiers de la banque classique, la BIAT s'est lancée vers de nouvelles activités plus rentables et plus innovantes : développement de la banque d'affaires, de la banque privée ou encore des métiers de la gestion de patrimoine. Cette orientation stratégique a permis à la banque d'accéder à une nouvelle dimension plus régionale et donner un nouvel élan à l'ensemble du secteur bancaire.
 - Maîtrise parfaite du coût des ressources (Un coût des ressources moyen apparent de 3,2% en 2021 contre une moyenne du secteur de 4,4%)
 - Des résultats en forte croissance. Le premier semestre 2022 s'est soldé par un résultat net en hausse de 86,8% à 208,7 MDT.
 - En termes de valorisation, la banque se traite à 1.7x ses capitaux propres 2022e, un niveau de valorisation certes supérieur à la moyenne sectorielle, mais qui se justifie largement au vu de ses fondamentaux solides, et de sa place incontournable dans le paysage bancaire.
 - Dans une stratégie de stock picking, le titre constitue un choix d'investissement opportun : une valeur à faible profil de risque, une liquidité améliorée et aux perspectives de croissance encore prometteuses dans un contexte de hausse des taux d'intérêts.
- **Warning**
- Poursuite de la hausse du taux directeur par la BCT dans un contexte inflationniste qui risque de limiter la croissance de l'activité et d'accroître le coût du risque

Attijari Bank : Un challenger qui consolide sa position

+Drivers

- La banque continuera de tirer profit d'un réseau commercial étendu et efficace, d'un portefeuille crédit sain et d'un soutien de la banque mère.
 - Attijari bank est classée aujourd'hui la 2ème banque privée du pays derrière la BIAT en termes de crédits et de dépôts.
 - Amélioration continue de l'exploitation. Les états financiers au 30 juin 2022 ont fait apparaître un résultat net en croissance de 46,1% à 95,2 MDT
 - Bonne maîtrise du coût des ressources (Un coût des ressources moyen apparent de 3,3% en 2021 contre une moyenne du secteur de 4,4%)
 - La banque a la meilleure rentabilité financière du secteur soit 22,4% en 2021
 - Soutien de l'actionnaire de référence Attijari Wafa Bank
 - Attijari Bank constitue une bonne opportunité de placement : une valeur de croissance adossée à un portefeuille parmi les plus sains du secteur.
 - En termes de valorisation, la banque traite à 1,7x ses capitaux propres 2022e, même niveau que celui de la BIAT. Ce niveau comme indiqué ci-dessus est supérieure à la moyenne du secteur mais trouve son explication dans les réalisations très satisfaisantes de la banque et de sa généreuse politique de rémunération en dividendes. En effet, avec un yield 2022e de 7,4%, parmi les plus attractifs de la cote.
 - Dans une stratégie de stock picking, le titre constitue un choix d'investissement opportun : une valeur à faible profil de risque, une des valeurs les plus liquides et un rendement dividende fort appréciable
- **Warning**
- Eventuel durcissement de la politique de la distribution des dividendes par la Banque Centrale de Tunisie dans le cadre de la préservation des réserves en devises du pays
 - Poursuite de la hausse du taux directeur par la BCT dans un contexte inflationniste qui risque de limiter la croissance de l'activité et d'accroître le coût du risque

UIB : Une trajectoire de croissance confirmée

+ Drivers

- L'UIB est adossée au groupe français Société Générale qui a une ambition régionale sur le continent africain. Cet adossement et partenariat capitalistique a permis un transfert de savoir-faire indéniable notamment en termes commercial, système d'information, managérial, etc...
- Après les fortes zones de turbulence par lesquelles l'UIB est passée, la banque a bien su se redresser et partir vers l'avant grâce aux opérations de recapitalisations opérées. Les chiffres le prouvent : d'un déficit de 180 MDT en 2007 à la réalisation de bénéfices importants (81,4 MDT en 2021). Les états financiers au 30 juin 2022 ont fait ressortir un résultat net en croissance de 91,5% à 67,2 MDT. L'UIB devrait clôturer l'année 2022 sur un bénéfice au-dessus du seuil des 100 MDT permettant à l'UIB de rejoindre le peloton des banques tunisiennes les plus rentables.
- D'un portefeuille créances chaotique, l'UIB est passée à un portefeuille sain parmi les meilleurs de la place (Taux CDL de 8,1% et taux de couverture de 77,5%).

- L'UIB a un fort positionnement sur le segment des particuliers mais compte désormais sur une stratégie de conquête sur les marchés de l'Entreprise et de la clientèle Haut de Gamme.
- Un intérêt grandissant sur le titre de la part de grands groupes tunisiens reflétant ainsi le potentiel que regorge la banque dans l'avenir.
- A ce niveau de cours, le titre s'échange à un niveau de P/E 2022e de 7,5x, un niveau que nous jugeons très attractif.
- **Warning**
- Eventuel durcissement de la politique de la distribution des dividendes par la Banque Centrale de Tunisie dans le cadre de la préservation des réserves en devises du pays
- Poursuite de la hausse du taux directeur par la BCT dans un contexte inflationniste qui risque de limiter la croissance de l'activité et d'accroître le coût du risque

Amen Bank : un profil de croissance intéressant

+ Drivers

- AMEN BANK jouit d'un fort positionnement sur le secteur en étant 2ème banque privée en termes de crédits, 3ème en termes de dépôts et PNB et 4ème en termes de bénéfices en 2021
- Les retombées du nouveau plan stratégique de transformation dénommé « NEXT » adopté en 2019 commencent à se faire sentir sur les réalisations de la banque. Ce plan, vise entre autres, à rééquilibrer l'activité commerciale entre le Corporate et le Retail et diversifier les sources de revenus, tout en suivant des pratiques de gestion saine et prudente et ce, par le renforcement du système de maîtrise des risques. Ce plan permettrait à la banque d'afficher un profil de croissance attractif à moyen et long-terme
- Amen Bank affiche une structure financière solide permettant à la banque de faire face aux risques de son activité avec un ratio de solvabilité confortable devant se maintenir au-dessus des 16%, favorisé par un renforcement continu des Fonds propres par la croissance organique et une politique de distribution de dividende rigoureuse.
- La banque affiche une des meilleures structures du PNB
- Un niveau de multiple capitaux propres de 0,54x très attrayant comparé aux autres banques privées dont le niveau est proche ou dépasse le niveau de 1x
- **Warning**
- Poursuite de la hausse du taux directeur par la BCT dans un contexte inflationniste qui risque de limiter la croissance de l'activité et d'accroître le coût du risque
- Une politique de distribution de dividende peu généreuse comparée à ses peers
- Faible liquidité du titre sur la bourse de Tunis ce qui implique une décorrélation entre les fondamentaux de la banque et sa valorisation. Le noyau dur doit se focaliser davantage sur ce volet hyper intéressant pour fédérer plus d'investisseurs autour de la valeur.

One Tech Holding : Une fierté pour le secteur technologique

+ Drivers

- Le groupe recèle un potentiel de croissance provenant de la reprise progressive de l'activité économique en Europe et la forte demande qu'enregistre le groupe sur les produits mécatroniques et câbles. Le groupe a aussi un potentiel de croissance à moyen terme qui viendrait d'une ouverture plus large d'OTH à l'international à travers une ou des acquisitions en Europe pour se rapprocher de ses clients finaux et profiter de l'ambitieux projet européen pour les puces semi-conductrices qui impactera fortement l'industrie électronique.
- OTH dispose d'un vivier de rentabilité latente sur les projets récemment lancés et n'ayant pas encore atteint leur rythme de croisière et d'autres qui sont à des stades de négociations avancés.
- Après une année 2022 relativement difficile, le management prévoit cette année une amélioration des marges d'exploitation. Pour rappel, le premier semestre 2022 s'est soldé par un résultat net part du groupe en baisse de 70% à 5,4 MDT
- Compte tenu des possibilités de rattrapage en 2023 par la révision des prix, une hausse du titre devrait suivre.
- **Warning**
- De nouvelles perturbations du marché de l'automobile
- Récession économique en Europe
- Pénurie mondiale des puces freinant l'activité des constructeurs automobiles

SAH : Le leader tunisien à dimension régionale

+ Drivers

- L'année 2022 devrait être une année de retour à la normale pour le groupe SAH après une année 2021 difficile à plusieurs niveaux. Le leader local d'hygiène papier et hygiène bébé poursuivra sa croissance commerciale et reviendra à ses niveaux de rentabilité antérieure avant de rebondir à partir de 2023. L'amélioration des fondamentaux de croissance et la mise en place des plans de productivité contribueraient à la nette amélioration de la rentabilité.
- La forte demande mondiale pour la ouate de cellulose, produite par Azur Papier, devrait assurer une forte croissance de cette filiale du groupe SAH.
- Reprise constatée sur les marchés Algérien et Libyen, de l'expansion de ses filiales sub-sahariennes ainsi que la performance soutenue des exports d'Azur Papier.
- L'entrée en activité d'Azur Cosmétique, espérée en 2023, devrait aussi pourvoir un complément de rentabilité au groupe qui poursuit son développement au niveau local et à l'export.

- Warning

- Hausse des prix des matières premières et des coûts de transport.
- Baisse du pouvoir d'achat

SFBT : Un Mastodonte de l'économie nationale

+ Drivers

- Le groupe SFBT est la valeur « Bluechip » par excellence du marché boursier tunisien et reste la plus forte capitalisation de la bourse de Tunis.
- Malgré les nombreuses secousses subies ces derniers temps (Pénuries de matières premières, perturbation d'approvisionnement), SFBT a montré sa forte résilience et a confirmé son statut de valeur sûre.
- SFBT a une position de leader confortable sur ses principaux segments d'activité (boissons gazeuses, bière, et eau minérale) avec une variété de produits bénéficiant d'une excellente réputation et d'un vaste réseau de vente au détail. Elle se distingue également par ses fondamentaux solides et sa capacité de génération de cash permettant une politique généreuse de distribution de dividendes.
- Soutien du groupe Castel, actionnaire de référence de la société.
- En dehors des chiffres, nous pensons que SFBT a plus d'une corde à son arc pour pouvoir maintenir sa capacité bénéficiaire et sa rentabilité historiquement élevée dans un secteur d'activité bien maîtrisé.
- Sur la cote de la bourse, SFBT reste une des valeurs les plus liquides vue sa taille et son profil de valeur sûre. C'est la valeur de fonds de portefeuille par excellence.

- Warning

- Pénuries de matières premières, perturbation d'approvisionnement
- Eventuelle perturbation au niveau de la gouvernance suite au décès de Monsieur HAMADI BOUSBIH, fondateur et un des piliers de la société, décédé il y a quelques mois.

PGH : Un conglomérat créateur de valeur

+ Drivers

- Le groupe est actuellement un des principaux producteurs d'aliments pour animaux et de produits agroalimentaires en Tunisie, mais aussi avicole.
- Le groupe est aussi fortement positionné sur le secteur des matériaux de construction notamment en céramique et en briques.
- Le groupe PGH reste l'un des plus gros investisseurs de l'économie nationale (une moyenne annuelle de 200 MDT en CAPEX) et ce pour maintenir sa position sur le marché et accroître ses capacités de production mais aussi pour pénétrer de nouveaux segments et de nouveaux marchés afin de renforcer davantage son niveau d'intégration et se positionner sur les segments à fortes valeurs ajoutées.
- PGH présente un profil de croissance durable. L'année 2022 était relativement difficile pour le groupe surtout pour les filières nutrition animale et avicole, objet de grands débats et tiraillements ces derniers temps. Au premier semestre 2022, le résultat net a déjà reculé de 34% à 39,7 MDT

- Warning

- Persistance des difficultés sur les filières nutrition animale et avicole
- Détérioration du pouvoir d'achat du consommateur tunisien
- Faible liquidité du titre intéressant peu les investisseurs malgré la résilience du groupe et son poids dans l'indice Tunindex.

Délice Holding : Le premier groupe laitier tunisien

+ Drivers

- Le groupe Délice Holding est le premier groupe laitier tunisien. Il a capitalisé sur la force de la marque française Danone et sur un portefeuille de produits extrêmement diversifié. Il est le leader sur le pôle lait et produits frais et challenger sur les boissons et fromage.
- Le groupe Délice se distingue par une forte innovation et des produits avec une forte qualité perçue par les clients. Afin de conserver cet avantage concurrentiel, le groupe a adopté une politique d'investissement intensive, visant l'amélioration continue de la qualité des produits et l'optimisation des standards de production, stratégie qui devrait être maintenue dans l'avenir.

- Une structure financière saine avec un niveau d'endettement maîtrisé soit un gearing de 34% en 2021 et un ratio Dette nette/ EBE de 0.7x
- Consolidation de la performance opérationnelle malgré une conjoncture économique défavorable, induisant des pressions inflationnistes et les changements des habitudes du consommateur tunisien. L'année 2021 s'est soldée déjà par un résultat net part du groupe en hausse de 21,7% à 70,4 MDT. Cette tendance haussière devrait continuer en 2022 malgré le contexte.
- **Warning**
- Les retombées négatives des dernières perturbations de la filière sur la situation du groupe. Le management du groupe Délice devrait communiquer davantage sur les éventuelles répercussions à court et moyen terme.
- Hausse des prix des matières premières et faible part des exportations ce qui pourrait peser sur les niveaux de marge du groupe
- Une politique de dividende peu généreuse

Eurocycles : Une société à profil exportateur

+Drivers

- Avec un profil de totalement exportateur de vélos Eurocycles, reste une des valeurs prisées sur la bourse de Tunis. La proximité géographique par rapport à ses centres de vente lui procure un avantage concurrentiel indéniable.
- Adoption d'une politique d'intégration du processus de production, une parfaite maîtrise des charges opératoires et un outil industriel récent et une offre de produits à forte valeur ajoutée
- Potentiel de croissance important avec le développement des vélos électriques qui connaissent une forte demande au niveau international.
- Phase d'investissement achevée. Le retour sur investissement serait ressenti dans les années à venir.
- La société se dote d'une forte capacité de génération de cash et adopte une politique généreuse et récurrente en termes de distribution de dividendes. La société offre actuellement un rendement dividende de 7%, soit un niveau nettement supérieur à celui du marché.
- **Warning**
- Hausse du coût des matières premières et des coûts de transport ce qui pourrait limiter sa compétitivité
- Ralentissement économique et en Europe pouvant altérer la demande de vélos

SOTUVER : Une société au diapason du rythme de la transformation du secteur

+ Drivers

- La SOTUVER confirme son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec une part de 60% du chiffre d'affaires destinée à l'export.
- La croissance a été bien au rendez-vous au cours des dernières années. Les revenus consolidés sont en augmentation continue, portés essentiellement par l'augmentation du chiffre d'affaires de la société mère demeurant principal contributeur aux revenus du groupe. Les états financiers au 30 juin 2022 ont affiché un résultat net en croissance de 65,6% à 17 MDT, une croissance qui devrait se consolider davantage en rythme annuel.
- L'entrée en production bientôt de la nouvelle filiale SOTUVER Glass Industrie consolidera inéluctablement les performances du groupe. Cette deuxième SOTUVER, ayant le statut de totalement exportatrice, permettra de doubler la capacité de production vu qu'elle produira aussi 300 tonnes jour. Cette montée en capacité de production permettra de satisfaire les besoins grandissants des différents clients surtout historiques.
- **Warning**
- Hausse du coût des matières premières et des coûts de transport
- Hausse des prix de l'énergie

SOTIPAPIER : Une reprise bien confirmée

+ Drivers

- Les revenus réalisés en 2022 sont de bon augure pour l'avenir même si les prix des intrants sont aussi en augmentation. Le management saura gérer cette équation par le biais de l'indexation de cette hausse sur le prix de vente et par conséquent maintenir ses marges à des niveaux élevés. Le résultat net a plus que doublé au premier semestre 2022 pour s'établir à 16 MDT (+133%)
- Une conjoncture internationale favorable aux papiers d'emballage, qui résulte notamment d'une substitution importante du plastique par le papier, mais aussi du boom du e-commerce.
- **Warning**
- Hausse continue du coût des matières premières
- Eventuel changement d'actionariat qui pourrait changer le mode de gestion et la stratégie de la société.

Carthage Cement : Une société qui retrouve son équilibre

+ Drivers

- Consolidation de la position de leader du marché national et déploiement sur le marché européen grâce à l'obtention du marquage CE (pour son ciment CEM1) en attendant la certification de son ciment CEM 2 à meilleures marges pour la société.
- Soulagement progressif de l'endettement grâce à l'amélioration de la capacité de la société à générer des cash-flow.
- Amélioration de la capacité bénéficiaire avec un résultat net prévu de 40 MDT en 2022, soit +27% comparé à 2021 malgré un contexte peu favorable
- Un titre fort liquide
- Un nouvel appel d'offres pour la cession de la participation de l'Etat sera probablement lancé en 2023
- **Warning**
- Hausse du coût de l'énergie et du coût du transport qui risque d'impacter la compétitivité à l'export
- Instabilité sociale au sein de la société

TPR Un leader local aux ambitions internationales

+ Drivers

- Leader sur le marché, TPR est devenu en quelques années un groupe intégré en amont et en aval dans l'industrie des profilés aluminium. Une physionomie fruit d'une stratégie de croissance externe dynamique dont le but est d'ancrer le positionnement de la marque sur le marché local et de se distinguer davantage sur les marchés étrangers.
- L'année 2022 a été marquée par de bonnes réalisations malgré la persistance des difficultés du secteur bâtiment organisé, la chute du marché libyen et l'augmentation démesurée des produits importés en provenance de la Chine et la Turquie. TPR a ainsi réussi à reprendre des parts de marché perdues grâce à une nouvelle stratégie agressive et à une forte dynamique commerciale. Le premier semestre 2022 s'est soldé par un résultat net en croissance de 21,9% à 12,8 MDT.
- A l'international, TPR est en train de consolider son positionnement notamment sur le marché européen.
- TPR affiche aussi une structure financière saine avec un niveau d'endettement faible, une rentabilité élevée et une politique de distribution de dividende récurrente et relativement stable.
- **Warning**
- Ralentissement du secteur du BTP en Tunisie et de la demande extérieure
- Hausse du coût des matières premières

Tunisie leasing : Reprise modérée mais à pas sûrs

+ Drivers

- Amélioration des différents agrégats en 2022. La société multiplie ses bénéfices quasiment par trois au premier semestre à 7,4 MDT
- Forte présence sur le marché algérien avec une part de marché de 17%
- Un potentiel important sur l'Afrique via la société ALIOS détenue à hauteur de 26,4% par le groupe
- Société fondamentalement solide avec des niveaux de risque fortement maîtrisés et un retour en dividendes stable et récurrent.
- **Warning**
- Hausse du coût des ressources et rétrécissement des marges
- Disponibilité du matériel roulant représentant entre 75% à 80% de la production du secteur de leasing.
- Titre très peu liquide

CITY CARS : Un rendement dividende assuré et une dynamique commerciale incontestée

+ Drivers

- Fort positionnement (1er en 2021 et 2ème en 2022) sur le marché des concessionnaires automobile en Tunisie grâce à sa marque KIA qui jouit d'une très bonne réputation sur le marché.
- Le concessionnaire profite de l'engouement du consommateur tunisien pour les voitures asiatiques qui offrent un rapport qualité/prix bien meilleur que les européennes.
- Une distribution régulière et importantes de dividendes, un élément très considéré par les investisseurs.
- **Warning**
- Le secteur pourrait être contraint en 2023 à une rationalisation des importations de véhicules afin de limiter le déficit commercial national qui a atteint fin 2022 un record de 25 milliards de dinars.
- Poursuite de la pénurie des puces électroniques limitant la disponibilité mondiale des véhicules.
- Poursuite de la dévaluation du dinar ce qui pourrait engendrer une cherté des voitures et un ralentissement de l'activité de vente de véhicules neufs.

Assurances Maghreb Vie

+ Drivers

- Appartenance au groupe Maghreb Vie qui fait partie aussi du groupe de référence UFI GROUP un des plus importants Groupes d'affaires tunisiens qui opère sur cinq secteurs d'activité (finance, industrie, hôtellerie, immobilier et services) et qui se développe de plus en plus tant au niveau local qu'international en investissant dans le cœur de métier de ses secteurs d'activité.
- Fort positionnement sur le marché : 1ère en termes de résultat net avec 12,6 MDT, 1ère en termes de fonds propres avec 72,7 MDT, 2ème en termes de part de marché à 12,7% et le 2ème en termes de résultat technique avec 13,6 MDT ;
- Une rentabilité élevée et une génération récurrente de bénéfices même lors des années difficiles comme celles de 2019 et 2020 marquées par une augmentation de la sinistralité à cause de la pandémie COVID 19 ;
- Une marge de solvabilité de 293% nettement supérieure à la norme exigée laissant apparaître un excédent de fonds propres pouvant soutenir la croissance future de l'activité et/ou augmenter l'appétence de la société au risque d'investissement ;

- Warning

- Titre très peu liquide malgré son jeune âge sur la bourse de Tunis pénalisant fortement la valorisation du titre par rapport à ses fondamentaux et ses peers. Le noyau dur doit se focaliser davantage sur ce volet hyper intéressant pour fédérer plus d'investisseurs autour de la valeur et lui éviter le sort que sa société mère « Assurances Maghreb Vie » qui a été reléguée au compartiment fixing suite au manque des transactions sur le titre.

MAC SA– Conseil et Services Financiers

Green Center, Rue du Lac Constance
1053- Les Berges du Lac – Tunisie
Tél : + 216 71 964 102
Fax : + 216 71 960 903
Email: macsa@macsa.com.tn
Web: www.macsa.com.tn

Département Recherches

Salma Zammit Hichri
Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif
Analyste Senior
ibrahim@macsa.com.tn

DISCLAIMER

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit.

MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.