

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES

REVUE DE RECHERCHES

Tunisie Valeurs

FILIALE DU GROUPE BIAT

DÉCEMBRE 2024

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

AVERTISSEMENT

Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de TUNISIE VALEURS à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'actions.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation.



Tunisie Valeurs

TUNIS CENTRE URBAIN NORD

TUNIS BELVÉDÈRE

EL MENZAH 6

LA MARSÀ

LES BERGES DU LAC II

NABEUL

SOUSSE

MONASTIR

SFAX

Sommaire

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE Une faible croissance	4
ACTUALITÉ INTERNATIONALE <ul style="list-style-type: none"> • Récente flambée de l'or sur les marchés mondiaux : les forces invisibles en jeu • Intelligence artificielle générative : bulle spéculative ou révolution économique ? • Cryptomonnaies : les opportunités, les risques et les perspectives 	14
BILAN BOURSIER DE 2024 ET PERSPECTIVES DU MARCHÉ ACTIONS Un bon parcours boursier	28
SECTEUR BANCAIRE Cap sur une nouvelle normalité	34
SECTEUR DE L'ASSURANCE En résonance avec les défis du monde actuel	70
SFBT Une valeur de fond de portefeuille	80
DÉLICE HOLDING Une résilience confirmée	86
SAH LILAS Le meilleur reste à venir	92
CARTHAGE CEMENT Un titre à fort potentiel de hausse	102
SOTUVER L'ambitieux industriel n'est pas au bout de ses investissements	108
TPR Une valeur qui surfe sur la conjoncture et continue d'investir	114
STOCK GUIDE	118
INDICES SECTORIELS	124
LEXIQUE	127

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

Une faible croissance

Points clés

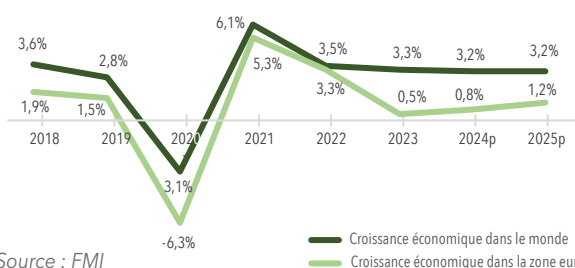
- Certes, l'économie mondiale a fait preuve d'une résilience encourageante face aux chocs de la COVID-19 et de la guerre russo-ukrainienne qui se sont succédé. Mais la croissance mondiale demeure faible, creusant les inégalités de revenus au sein des pays et aggravant la pauvreté. Selon les estimations du Fonds Monétaire International (FMI), la croissance mondiale devrait atteindre 3,2% en 2024 et en 2025 et l'inflation mondiale continuerait de ralentir. Dans les pays avancés, le rythme de la désinflation devrait fléchir en 2024 et 2025. Les taux directeurs des principales banques centrales devraient encore baisser au second semestre 2024, avec des divergences dans le rythme de normalisation d'un pays à un autre.
- La reprise de l'économie tunisienne post-COVID-19, déjà insuffisante, ralentit davantage. Les estimations préliminaires de l'Institut National des Statistiques (INS) montrent que l'économie tunisienne a enregistré une croissance de 0,6% au cours du premier semestre 2024, alors que le PIB n'a pas encore atteint son niveau enregistré avant la crise sanitaire. Les Tunisiens continuent de souffrir d'un chômage élevé (16% à fin juin 2024) et d'une inflation qui, bien qu'en baisse, ne cesse d'éroder leur pouvoir d'achat. La baisse des investissements conjuguée à la hausse de la pression fiscale sur les opérateurs économiques a négativement impacté la croissance économique du pays.
- Malgré les défis actuels, la Tunisie dispose d'importants potentiels pour transformer et renforcer son économie. Pour assurer une reprise durable, il est crucial de s'attaquer rapidement aux causes profondes des besoins de financements extérieurs, comme le déficit énergétique, le service de la dette, et le niveau des investissements étrangers. Les orientations stratégiques vers le secteur des énergies renouvelables permettraient de réduire la dépendance vis-à-vis des importations et d'améliorer la situation budgétaire, tout en renforçant la sécurité énergétique et en favorisant un avenir économique durable.

1. CONJONCTURE INTERNATIONALE : une croissance mondiale insuffisante

L'économie mondiale a fait preuve d'une résilience encourageante face aux chocs de la COVID-19 et de la guerre russo-ukrainienne qui se sont succédé. Mais la croissance mondiale demeure faible, creusant les inégalités de revenus au sein des pays et aggravant la pauvreté.

Depuis octobre 2023, la majorité des marchés financiers ont bénéficié d'un élan d'optimisme anticipant un assouplissement des politiques monétaires. Cet environnement propice a contribué à raviver les entrées de capitaux vers de nombreux

La croissance économique dans le monde et dans la zone euro





pays émergents. Certains pays pré-émergents et pays à faible revenu ont, également, tiré parti de la forte appétence pour le risque des investisseurs afin de renouer avec l'émission d'obligations d'État après s'être longtemps abstenus. En effet, les écarts de taux sur les obligations d'entreprise et les obligations souveraines se sont resserrés début 2024 de façon notable. Toutefois, l'inflation des prix des services a freiné les progrès de la désinflation, ce qui complique désormais un retour à la normale de la politique monétaire. Les risques d'accélération de l'inflation se sont ainsi accrus, ce qui laisse entrevoir des taux d'intérêt plus élevés pour encore plus longtemps, dans un contexte d'escalade des tensions commerciales et d'une plus grande incertitude en matière de politique économique.

Selon les estimations du FMI, la croissance mondiale devrait se maintenir stable par rapport à l'édition de juillet 2024 des Perspectives de l'Économie Mondiale (PEM). Selon la dernière mise à jour d'octobre 2024 des PEM, la croissance mondiale devrait atteindre 3,2% cette année et en 2025, bien en dessous des précédents historiques, soit une moyenne annuelle historique de 3,8% sur la période (2000-19). Parallèlement à cela, les projections du FMI de la croissance à moyen terme continuent de stagner à leur plus bas niveau depuis des décennies.

Aux États-Unis, les prévisions de croissance ont été revues à la hausse à un taux de 2,8% en 2024 (contre 2,6% prévu en juillet) tenant compte de la hausse de la consommation et des investissements non résidentiels. Selon le FMI, la croissance devrait ralentir à 2,2% en 2025 à mesure que les tensions sur le marché du travail s'atténuent et que la consommation se modère, sur fond de politique budgétaire progressivement restrictive.

Dans la zone euro, une modeste reprise de 0,8% est attendue pour 2024 (révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage par rapport à l'édition de juillet). La reprise trouve son origine dans les services et les exportations nettes plus élevées que prévu au cours du premier semestre de l'année. La croissance devrait atteindre 1,2% en 2025, alimentée par une consommation plus forte au vu de l'augmentation des salaires réels et par des investissements plus élevés qui résultent de conditions de financement plus favorables sur fond d'assouplissement progressif des politiques monétaires cette année. La croissance de la France devrait pour sa part s'établir à 1,1% en 2024 et en 2025.

Les prévisions de croissance des pays émergents et des pays en développement se sont maintenues stables à 4,2% en 2024 et 2025. Ces prévisions sont tirées par la croissance soutenue en Asie, en particulier en Chine et en Inde. En Chine, la prévision

«Selon les estimations du FMI, la croissance mondiale devrait atteindre 3,2 % cette année et en 2025, bien en dessous des précédents historiques, soit une moyenne annuelle historique de 3,8 % sur la période (2000-19). Parallèlement à cela, les projections du FMI de la croissance à moyen terme sont à leur plus bas niveau depuis des décennies.»

de croissance a été révisée légèrement à la baisse (-0,2% par rapport à l'édition de juillet), à un taux de 4,8% en 2024, en raison d'une relance de moindre ampleur de la consommation privée et des exportations au premier semestre. En 2025, la croissance du PIB devrait se maintenir à 4,5%. Les prévisions de croissance pour l'Inde se sont maintenues stables à 7,0% cette année, du fait des effets différés d'une croissance plus forte que prévu en 2023 et de l'amélioration des perspectives de la consommation privée, en particulier dans les zones rurales. Pour le Moyen-Orient et l'Asie centrale, la production de pétrole et les conflits régionaux continuent de peser sur les perspectives. Les prévisions de croissance pour 2024 en Arabie saoudite ont été revues à la baisse à 1,5% contre 1,7% prévu dans l'édition de juillet, principalement en raison de la prolongation des réductions de la production de pétrole.

Les projections des services du FMI reposent sur des révisions à la hausse des cours des produits de base, y compris une augmentation de 5% des prix des produits autres que les combustibles en 2024. Les cours des produits énergétiques devraient baisser d'environ 4,6% en 2024, soit moins que prévu dans l'édition d'avril des PEM, en raison des fortes réductions de l'offre décidées par l'OPEP+ (Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole), ainsi que la Russie et d'autres pays exportateurs de pétrole non-membres de l'OPEP et de la diminution, quoique toujours présente, de la pression sur les prix due au conflit au Proche-Orient. Les taux directeurs des principales banques centrales devraient encore baisser au second semestre 2024, avec des divergences dans le rythme de normalisation correspondant à des situations d'inflation variées.

Selon l'institution de Bretton Woods, l'inflation mondiale continuera de ralentir. Dans les pays avancés, selon les prévisions révisées, le rythme de la désinflation devrait fléchir en 2024 et 2025. Toutefois, l'atténuation progressive des tensions sur les marchés du travail, conjuguée à une baisse attendue des cours de l'énergie, devrait ramener l'inflation globale à son niveau cible d'ici la fin de l'année 2025. L'inflation devrait se maintenir à un taux plus élevé dans les pays émergents et les pays en développement et ralentir plus lentement que dans les pays avancés.

Les nouveaux obstacles à la désinflation dans les pays avancés pourraient forcer les banques centrales, dont la Réserve Fédérale, à maintenir les coûts d'emprunt à un niveau plus élevé pour encore plus longtemps. La matérialisation de ce risque aurait pour effet d'intensifier les tensions sur le dollar et d'engendrer des retombées négatives pour les pays émergents et en développement et, partant, de compromettre la croissance mondiale.

2. CONJONCTURE NATIONALE : une croissance économique atone

En 2023, l'économie tunisienne est restée quasiment au point mort avec une croissance du produit intérieur brut de 0,2%. Il s'agit de la progression la plus faible depuis le 14 janvier 2011 (hors pandémie de la COVID-19), en deçà des prévisions initiales de 1,2%. L'économie est même entrée en récession au deuxième semestre 2023 avant de retrouver un niveau positif au premier trimestre 2024. Au terme du premier semestre 2024, le produit intérieur brut a affiché une timide croissance de 0,6%.

Les Tunisiens continuent de souffrir d'un chômage élevé (16% à fin juin 2024) et d'une inflation qui, bien qu'en baisse, ne cesse d'éroder leur pouvoir d'achat. La baisse des investissements conjuguée à la hausse de la pression fiscale sur les opérateurs économiques a négativement impacté la croissance économique du pays.

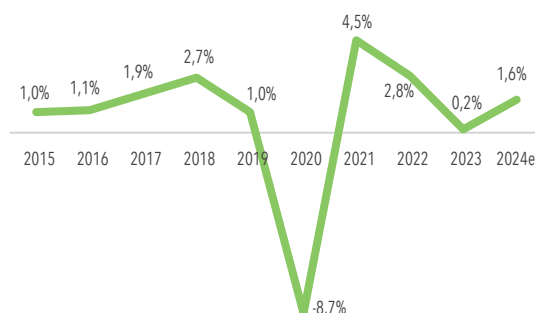
Les pressions sur les finances publiques s'intensifient en raison d'un endettement de plus en plus lourd, de la dégradation de la notation souveraine et des difficultés grandissantes d'accès aux financements extérieurs.

Selon les projections du FMI et celle des autorités locales, la croissance du PIB devrait s'établir à 1,6% en 2024.

2.1. Une faible croissance économique au premier semestre 2024

La reprise de l'économie tunisienne post-COVID-19, déjà insuffisante, ralentit davantage. Les estimations préliminaires de l'INS montrent que l'activité économique a enregistré une croissance du produit intérieur brut en volume (corrige de l'effet des variations saisonnières) de 0,2% au cours des trois premiers mois de l'année en cours et de 1% au cours du deuxième trimestre de l'année, en légère amélioration par rapport aux trimestres précédents. Sur cette base, l'économie tunisienne a enregistré une croissance de 0,6% au cours du premier semestre de l'année en cours. Il convient de préciser que le PIB n'a pas encore atteint son niveau enregistré fin 2019, soit avant la crise sanitaire.

Évolution du PIB en Tunisie



Le rythme lent de la croissance économique traduit l'effet des évolutions contrastées de l'activité dans les principaux secteurs. En effet, le renforcement des services et de l'agriculture a soutenu la croissance économique au 1^{er} semestre 2024, tandis que la forte contraction de la production industrielle a pénalisé le taux de croissance du PIB.

La croissance économique a bénéficié du rétablissement de l'agriculture. En effet, la chute historique de la production agricole en 2023 (-10,7% après une hausse de 1% en 2022) a cédé la place à un redressement de la production depuis le début de l'année 2024. La valeur ajoutée du secteur «Agriculture, sylviculture et pêche» a progressé de 2,6% (en G.A.) au 1^{er} trimestre 2024 et de 8,3% (en G.A.) au 2^e trimestre 2024. Toutefois, la reprise de la production agricole s'annonce incertaine, sous l'effet de la persistance du stress hydrique.

L'activité dans le secteur des services a progressé de 1,4% (en G.A.) au 2^e trimestre 2024, après une hausse de 1,9% durant le 1^{er} trimestre 2024. Cette trajectoire de croissance lente trouve son origine dans les évolutions divergentes des principales activités de services.

En revanche, les secteurs de l'industrie et de la construction ont marqué une baisse en rythme annuel à -3% et -3,5% respectivement au cours du 2^e trimestre.

Pour ce qui est du secteur industriel, et en dépit de la faible performance du secteur automobile dans la zone euro, principal partenaire commercial, l'activité dans le secteur des industries mécaniques et électriques a gardé son dynamisme, malgré un léger ralentissement au 1^{er} semestre 2024.

La dégradation de l'activité en ce qui concerne les industries non manufacturières s'est accentuée au 1^{er} semestre 2024 (-11,7% en G.A.), portant la marque de la forte régression de la valeur ajoutée du secteur de l'extraction de pétrole et du gaz naturel (-17,1% au T1 2024 et -14,4% au T2 2024). Ce repli, induit particulièrement par l'évolution défavorable de la production des principaux champs (HALK EL MANZEL et NAWARA), conjugué à une transition énergétique très lente, continuerait à exacerber les pressions sur les équilibres extérieurs et les finances publiques. Également, la contre performance de l'activité minière s'est poursuivie, se traduisant par une contraction (en G.A) de la valeur ajoutée de -4,5% au T1 2024 et de -6,3% au T2 2024) après une baisse de -7,5% au dernier trimestre 2023.

Le niveau encore modeste de la production de phosphate continue de priver le pays de recettes importantes en devises.

De plus, la valeur ajoutée du secteur du transport tarde à se rétablir, se situant à -9% au premier trimestre 2024 et à +1,2% au T2 2024. La régression de l'investissement dans le secteur du transport et l'essoufflement des capacités existantes ont réduit le rythme de son activité.

Avec la détente des tensions inflationnistes en vigueur, la demande intérieure a augmenté à un taux annuel de 2,6% à fin juin 2024, s'affichant structurellement comme le principal moteur de la croissance, en contribuant positivement pour 2,8 points de pourcentage à la croissance économique du premier semestre (0,6%). Tandis que le solde des échanges extérieurs a amputé la croissance de 1,8 point durant le premier semestre 2024.

2.2 Une inflation toujours pénalisante, même si en recul

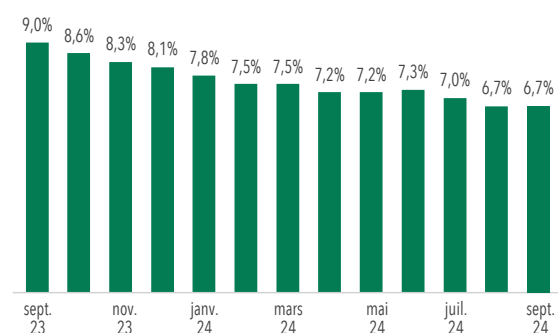
La détente graduelle de l'inflation, amorcée depuis le mois de mars 2023, s'est poursuivie en 2024. Le taux d'inflation s'est replié à 6,7% en septembre et en août 2024, contre 7% en juillet 2024 et 7,8% en janvier 2024. Cette stabilité de l'inflation en août et septembre, traduit d'une part une accélération du rythme d'augmentation des prix des produits alimentaires en glissement annuel (9,2% en septembre contre 8,5% en août) et des prix du groupe « Loisirs et culture » (7% en septembre contre 5,8% en août), et d'autre part un ralentissement du rythme d'augmentation des prix du groupe « Habillement et chaussures » (9,7% en septembre contre 9,9% en août) et du groupe « Boissons alcoolisées et tabac » (0,3% en septembre contre 5,4% en août).

En septembre 2024, le taux d'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'est replié pour s'établir à 6,2% après 6,4% le mois précédent. Les prix des produits libres (non encadrés) ont augmenté de 7,7% sur un an. Les prix des produits encadrés ont évolué de 3,1%. Les produits alimentaires libres ont connu une hausse de 10,2%, contre 2,6% pour les produits alimentaires à prix encadrés. En termes de moyennes, le taux d'inflation s'est réduit à 7,2%, durant les neuf premiers mois de 2024, contre une inflation moyenne de 9,3% en 2023.

Ce modeste ralentissement de l'inflation se produit dans un contexte où l'indice des prix des produits de base de la Banque Mondiale devrait baisser de 4% en 2024, après avoir chuté de près de 24% en 2023, soit la plus forte baisse enregistrée depuis la pandémie de la COVID-19. Les cours de l'énergie devraient reculer de 5% environ en 2024, puis rester relativement stables en 2025.

Selon la Banque Centrale de Tunisie (BCT), l'inflation devrait poursuivre sa détente graduelle, quoique les taux demeureraient encore à des niveaux élevés à court et à moyen terme. Le rythme de décélération de l'inflation serait lent à cause, notamment, des hausses des coûts salariaux et de la présence des pressions provenant de la demande sur les capacités de production, dans plusieurs secteurs d'activité, à l'instar du secteur agricole. Cette inflation peut, également, s'expliquer par l'augmentation des marges bénéficiaires et des coûts des importations, ce qui souligne l'importance des politiques commerciales et de la concurrence dans l'atténuation des pressions inflationnistes.

Évolution de l'inflation en glissement annuel



La trajectoire désinflationniste serait soutenue, à court terme, par la transmission des effets des baisses antérieures des prix internationaux des matières premières et des produits de base.

Néanmoins, le renforcement récent des prix internationaux, et la perspective de sa persistance (selon les contrats à terme), devrait peser sur la trajectoire de l'inflation en 2025. Par ailleurs, l'accentuation des contraintes financières sur le budget de l'État et l'alourdissement du fardeau des dépenses de fonctionnement pourraient occasionner des ajustements à la hausse de certains prix administrés, en perspective.

2.3 Les pressions s'atténuent sur la balance commerciale en raison du ralentissement des échanges commerciaux

Au terme des neuf premiers mois de l'année 2024, le rythme de la croissance des exportations tunisiennes a nettement décéléré, avançant légèrement de +2,1% à 46 404,6 MDt, contre une hausse de +7,5% durant la même période en 2023. L'augmentation observée des exportations durant les neuf premiers mois de l'année a concerné essentiellement les exportations du secteur des industries agroalimentaires qui ont augmenté de (+28,9%), ainsi que les exportations du secteur de l'énergie (+26,4%) et du secteur des industries mécaniques et électriques (+0,9%). En revanche, les exportations du secteur des mines, phosphates et dérivés se sont repliées de (-24,4%) et celles des textiles, habillement et cuirs de (-6,3%).

«Le déficit courant a poursuivi sa contraction pour s'établir à -1,3 % du PIB à fin septembre 2024, contre -2,2 % du PIB une année auparavant.»

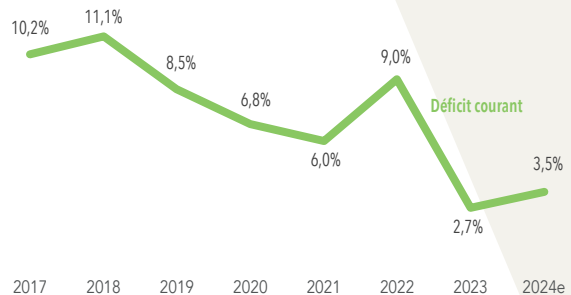
Quant aux importations, elles se sont stabilisées (+0,8%) à 59 901,5 MDt, contre un effritement de -3,7% durant la même période en 2023. Cette relative stagnation des importations provient, d'une part de l'augmentation enregistrée au niveau des importations des produits énergétiques (+14,5%), des biens d'équipement (+4,1%) et des biens de consommation (+4,5%) et d'autre part, de la baisse observée au niveau des importations des matières premières et demi-produits (-5,8%).

À la suite de ces évolutions, le déficit commercial s'est allégé pour s'établir à un niveau de -13 496,9 MDt, contre un déficit de -13 976,1 MDt durant les neuf premiers mois de l'année 2023. Le taux de couverture a gagné 1 point par rapport à la même période de l'année 2023 pour s'établir à 77,5%.

Il convient de préciser que le déficit de la balance énergétique s'est aggravé pour s'établir à -8 422,1 MDt, contre -7 607,1 MDt durant les neuf premiers mois de l'année 2023. Ainsi, le déficit de la balance commerciale, hors énergie, s'est réduit à -5 074,8 MDt.

La contraction du déficit commercial résulte d'un côté, d'un fort ralentissement des exportations en raison d'une baisse

Évolution du déficit courant (en % du PIB)



Source : FMI

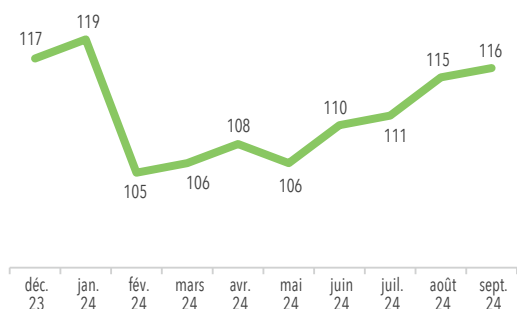
des volumes exportés et d'une politique de répression des importations. En 2024, les exportations de la Tunisie devront continuer de pâtir de l'affaiblissement de la croissance dans la zone euro, de la tendance baissière des prix mondiaux des matières premières exportés par la Tunisie et, enfin, de la détérioration continue des industries du phosphate et du pétrole. Les restrictions aux importations vont amplifier la faiblesse de la demande intérieure et impacter négativement la croissance.

En ce qui concerne le secteur extérieur, selon les derniers chiffres de la BCT, le déficit courant a poursuivi sa contraction pour s'établir à -2 220 MDt (ou -1,3% du PIB) à fin septembre 2024, contre -3 384 MDt (ou -2,2% du PIB) une année auparavant. Cette évolution est attribuable notamment à l'atténuation du déficit commercial et à l'amélioration des recettes touristiques et des revenus des travailleurs tunisiens à l'étranger.

2.4 Les réserves de change se rétablissent

À fin septembre 2024, le niveau des réserves en devises de la BCT s'est nettement rétabli pour atteindre les 115 jours d'importation soit l'équivalent de 25,5 milliards de dinars, contre 105 jours d'importation en février 2024. La BCT a, par ailleurs, expliqué que l'amélioration continue de la balance des paiements a favorisé la consolidation progressive des réserves en devises. Elles demeurent, toutefois, en dessous des réalisations à fin 2023, qui ont été de 26,4 MDt (ou 120 jours d'importation).

Évolution mensuelle des réserves en devises (en jours d'importation)



Il convient de rappeler que le niveau des avoirs en devises a évolué en dents de scie courant 2024. En effet, en février 2024, une euro-obligation émise sur les marchés internationaux d'une valeur de 850 millions d'euros, soit l'équivalent de 2,9 MdsDt a été remboursée.

Dans ce contexte, une loi autorisant la BCT à octroyer des facilités au profit de la Trésorerie générale de Tunisie a été publiée, le 7 février 2024, permettant à la BCT, exceptionnellement, de débloquer un montant net de 7 milliards de dinars, qui servira au financement d'une partie du déficit budgétaire de l'État pour l'année 2024. À la suite de ce remboursement, le niveau des réserves en devises s'est établi à 22,9 MdsDt en date du 28 février, soit l'équivalent de 105 Jours d'importation, accusant un repli de 14 Jours par rapport au mois précédent. Une échéance de paiement de dette extérieure totalisant une enveloppe de 1,3 MdsDt a été payée en octobre 2024, ce qui a, également, impacté le niveau des réserves en devises.

2.5 Un retard d'exécution du budget de l'État et un endettement qui ne cesse de s'établir à des niveaux inédits

À fin juin 2024, selon les résultats provisoires de l'exécution du budget de l'État, les recettes fiscales et non fiscales ont progressé de 13% à 23,2 milliards de dinars, contre une croissance de 6,6% enregistrée au terme du premier semestre 2023. En effet, les ressources non fiscales à fin juin 2024 ont évolué de 43% par rapport à la même période de 2023, alors que les recettes fiscales ont progressé de 10,3% à 20,8 milliards de dinars.

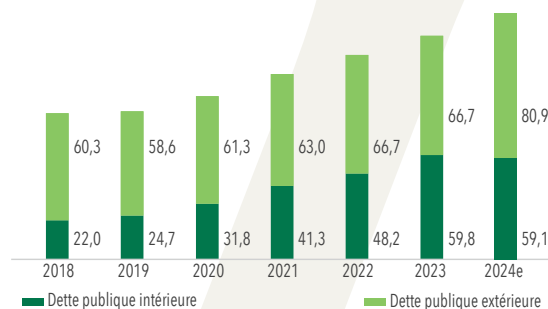
Les dépenses de gestion ont, pour leur part, progressé à un rythme inférieur à celui des recettes, progressant de 5% pour s'établir à 17,1 milliards de dinars. Il est important de préciser qu'à fin juin 2024, l'État n'a dépensé que 37,3% (soit 17,1 milliards de dinars) du total des dépenses de gestion prévues pour l'année 2024 estimé à 45,9 milliards de dinars selon la Loi de Finances de 2024. Il s'agit de toutes les dépenses de gestion, comprenant les salaires et les dépenses d'intervention englobant le paiement des fournisseurs et des compensations.

Pour ce qui est des dépenses de gestion, autres que les salaires, et qui comprennent notamment les dépenses d'intervention, englobant le paiement des fournisseurs et des compensations, elles ont été exécutées à hauteur de 24,6% par rapport aux dépenses prévues dans la LF2024. De même pour les dépenses d'investissement qui devraient s'établir à 5274 MDt à fin 2024, dont uniquement 1836 MDt ont été exécutés.

La plus importante dépense de gestion, qui continue de grever les finances publiques, demeure la masse salariale avec plus de 11,2 milliards de dinars (pratiquement la moitié des ressources collectées courant le premier semestre de l'année en cours).

Il convient de préciser que le montant dépensé par l'État en ce qui concerne la compensation n'a pas été divulgué dans le rapport des résultats provisoires de l'exécution du budget de l'État de juin 2024. Néanmoins, la répartition des dépenses de compensation a été communiquée comme suit (73% du montant a été consacré aux carburants, 12% au transport et 15% aux produits de base).

Évolution de la structure de la dette publique (en MdsDt)



Source : ministère des Finances

« Le financement du déficit budgétaire pose actuellement des défis réels, notamment avec les difficultés liées la mobilisation de ressources extérieures »

Ainsi, à fin juin 2024, le solde budgétaire s'est clôturé avec un excédent de 489 MDt contre un excédent budgétaire de 26 MDt à fin juin 2023 et un déficit budgétaire de -11 515 MDt, prévu pour l'année 2024. Cet apaisement trouve alors son origine dans le retard d'exécution du budget de l'État.

En 2024, le gouvernement prévoit un déficit budgétaire avant dons et privatisations de -11 515 MDt, soit 6,6% du PIB, contre un déficit de -12 288 MDt prévu dans la Loi de Finances Rectificative de 2023, représentant 7,8% du PIB.

À fin juin 2024, l'encours de la dette publique a augmenté, en glissement annuel, de 13,5 milliards de dinars pour s'établir à 139,9 milliards de dinars. Ce financement supplémentaire a effectivement trouvé son origine dans une augmentation de l'encours de la dette intérieure de 14 MdsDt à 65,1 MdsDt, alors que l'encours de la dette extérieure s'est rétracté de 6,2 MdsDt à 74,8 MdsDt, dénotant des difficultés grandissantes d'accès au marché international.

Selon la Loi de Finances de 2024, la dette publique devrait s'élever à 139,9 MdsDt à fin 2024 contre 126,5 milliards de dinars, à fin 2023, soit 79,8% du PIB, un taux d'endettement équivalent à celui de 2023.

Le financement du déficit budgétaire pose actuellement des défis réels, notamment avec les difficultés liées à la mobilisation de ressources extérieures. Ces difficultés sont principalement dues au blocage de l'accord avec le FMI et à la dégradation de la notation souveraine de la Tunisie sur les dernières années.

Exécution du budget de l'État à fin juin 2024

Ressources (MDt)	LFR 2023	juin 23	LF 2024	juin 24	Juin 24-LF2024
Ressources propres	45 360	20 580	49 160	23 255	47 %
Fiscales	39 488	18 913	44 050	20 870	47 %
Non fiscales	5 872	1 667	5 110	2 385	47 %
Non fiscales	1 577	0	870	531	
Emprunts	25 879	5 406	28 708	7 489	26 %
Intérieur	11 368	3 083	11 743	11 167	95 %
Extérieur	10 563	2 758	16 445	1 097	7 %
Autres	3 948	-435	520	-4 775	
Total Ressources	71 239	25 986	77 868	30 743	39 %

Dépenses (MDt)	LFR 2023	juin 23	LF 2024	juin 24	Juin 24-LF2024
Titre 1 : Dépenses de gestion	44 254	16 307	45 946	17 129	37 %
Salaires	22 772	10 844	23 711	11 240	47 %
Compensation*	11 475	5 463	11 337	5 889	52 %
Autres	10 007		10 898		
Titre 2 : Dépenses d'investissement	4 693	1 843	5 274	1 836	35 %
Titre 3 : Service de la dette	22 092	7 538	26 448	11 572	44 %
Principal	14 968	5 135	17 863	8 301	46 %
Intérêt	7 124	2 403	8 585	3 271	38 %
Crédits et avances sur trésor	200	297	200	207	103 %
Total Dépenses	71 239	25 986	77 868	30 743	39 %
Solde budgétaire**	-12 288	26	-11 515	489	
Solde budgétaire en % du PIB	-7,8 %	0,0 %	-6,6 %	0,3 %	

* La charge de la compensation à fin juin 2024 et à fin juin 2023 n'a pas été communiquée. Le montant à fin juin 2024 comprend les dépenses de compensation ainsi que les autres dépenses de gestions outre que les salaires.

** Solde budgétaire = Ressources propres (hors dons et privatisations) - Dépenses de gestion et d'investissement - Les intérêts

3. PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE NATIONALE

La reprise économique post-COVID-19 de la Tunisie, déjà limitée, a nettement ralenti en 2023 et durant le premier semestre 2024, dans un contexte de stress hydrique et de conditions de financement strictes. L'économie tunisienne, encore en dessous de son niveau d'avant COVID-19, marque l'une des reprises les plus lentes de la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, principalement à cause du déclin de la valeur ajoutée du secteur de l'agriculture. En outre, le recul des secteurs de la construction et du commerce, en raison de la faiblesse de la demande intérieure et de la baisse des importations de matières premières, semble avoir annulé une partie des gains réalisés sur les marchés d'exportation, en particulier dans le tourisme.

La Tunisie, dont les chiffres témoignent d'une amélioration de sa balance extérieure et d'une réduction du déficit commercial, grâce entre autres aux conditions internationales favorables, a adopté une politique d'assainissement rigoureuse

et une stratégie d'importation restrictive à double tranchant, pénalisant sa croissance économique.

La Tunisie semble faire cavalier seul pour affronter ses besoins de financement grandissants. Face à des conditions de financement extérieur plus restrictives, le recours aux banques nationales, et plus récemment, à la Banque Centrale s'est intensifié pour soutenir son budget. Cette approche augmente les risques pour le système financier et provoque un effet d'éviction, surtout que les banques consacrent une part de plus en plus importante de leurs prêts à l'État au détriment du secteur privé.

À fin mars 2024, l'agence internationale de notation MOODY'S a maintenu la note souveraine de la Tunisie en devises et en monnaie locale à Caa2, tout en relevant la perspective de «négative» à «stable». MOODY'S a justifié sa décision par la réduction sensible du déficit de la balance courante par rapport à ses niveaux historiques et aux prévisions antérieures de l'agence, permettant de soutenir le niveau des réserves de change et de rembourser deux émissions internationales

successives en octobre 2023 et février 2024. La notation reflète, tout de même, les besoins grandissants du pays en ressources financières dans un contexte où les sources de financement sont sujettes à une incertitude persistante.

Il convient de rappeler qu'en janvier 2023, MOODY'S a révisé à la baisse la note souveraine de la Tunisie à long terme, tant en devises qu'en monnaie locale, de Caa1 à Caa2. La notation a été assortie d'une perspective négative. Selon l'agence, la conclusion d'un nouveau programme avec le FMI est essentielle pour atténuer les risques de financement et de vulnérabilités extérieurs de la Tunisie, avait souligné l'agence internationale de notation dans un rapport.

En date du 16 septembre 2024, l'agence de notation FITCH RATINGS a révisé à la hausse la notation de défaut à long terme des émetteurs en devises étrangères (IDR) de la Tunisie, de CCC- à CCC+. Fitch n'attribue généralement pas de perspectives aux émetteurs dont la note est «CCC+» ou moins.

L'agence de notation explique l'amélioration de la notation par une plus grande confiance quant à la capacité du gouvernement à répondre à ses importants besoins de financement budgétaire. Selon l'agence, cela s'explique par une amélioration de la situation extérieure de la Tunisie qui lui permet de maintenir ses réserves internationales à un niveau suffisant pour faire face aux paiements extérieurs courants et aux obligations de dettes.

L'agence américaine rappelle toutefois que les besoins de financement de la Tunisie demeurent encore élevés. Le financement de ce besoin représente un défi compte tenu de l'accès limité au financement extérieur, l'incertitude quant à la capacité et à la volonté du secteur bancaire d'assumer de gros volumes de dette intérieure et un budget qui demeure vulnérable aux chocs extérieurs. FITCH RATINGS prévoit que les besoins de financement budgétaire s'établiront à 18% du PIB en 2024 et qu'ils demeureront supérieurs à 14% du PIB en 2025-2026. Ce taux est bien supérieur à la moyenne de 9% pour 2015-2019 et se situe parmi les niveaux les plus élevés des pairs notés CCC+ et en dessous. Les besoins de financement élevés sont dus à des déficits budgétaires persistants et importants et à des échéances élevées de la dette intérieure et extérieure, qui se situaient autour de 11% du PIB en 2024.

FITCH RATINGS précise, néanmoins, que la capacité de la Tunisie à honorer ses obligations de dette extérieure en 2024 et 2025 s'est améliorée, avec un déficit courant moins important qui renforce les réserves internationales au-delà de ses attentes antérieures. Selon l'agence, le déficit courant baisserait à 2,4% du PIB en 2024, contre 2,7% en 2023.

De plus, la diminution de la masse salariale, des dépenses d'investissement et des subventions réduira le déficit budgétaire à 6,4% du PIB en 2024, 5,3% en 2025 et 4,7% en 2026, contre 7,1% en 2023. L'agence prévoit que la baisse des prix internationaux devrait réduire les coûts de subvention de 1,7 point de PIB d'ici 2026 dans le cadre de son scénario de base pour les prix des produits de base. La masse salariale diminuerait à 12,9% du PIB d'ici 2026, contre 14,3% en 2023, sur la base de hausses salariales inférieures à l'inflation.

FITCH RATINGS prévoit que les réserves demeureront au-dessus de trois mois des paiements extérieurs courants

jusqu'en 2026. Cela devrait permettre à la Tunisie de continuer à payer ses dettes extérieures, soutenue par les flux financiers extérieurs en cours, en dépit de l'absence d'un programme du FMI. Il convient de rappeler que la Tunisie a une euro-obligation de 1 milliard de dollars arrivant à échéance en janvier 2025 et une euro-obligation de 700 millions d'euros arrivant à échéance en juillet 2026.

FITCH RATINGS signale que l'endettement de la Tunisie est élevé. Selon l'agence, la dette publique restera supérieure à 80%, pour s'établir à 83,4% en 2024, 82,2% en 2025 et 80,8% en 2026 (2023 : 83,9%).

Vulnérable aux chocs extérieurs, la trajectoire de la dette est très sensible à la dépréciation monétaire et aux chocs budgétaires, dans un contexte de forte volatilité des prix internationaux des produits de base. Par exemple, un prix du pétrole Brent de 80 \$ le baril en 2026, contre 65 \$ dans les prévisions, augmenterait le déficit budgétaire de 0,7 point de PIB. La gestion et la réglementation serrées du marché des changes et les réserves internationales résilientes ont maintenu le taux de change stable en 2022-2024.

Les sources de financement extérieur de la Tunisie demeurent limitées. En effet, le pays a reçu 2,8 milliards de dollars d'engagements financiers extérieurs au cours des 8 premiers mois de 2024, y compris de la part de partenaires bilatéraux qui avaient initialement conditionné le financement à l'approbation d'un programme du FMI. FITCH s'attend à 600 millions de dollars supplémentaires d'ici la fin de 2024. Sur les 3,4 milliards de dollars américains, l'agence estime que les décaissements en espèces s'élèveront à 1,4 milliard de dollars américains en 2024, ce qui se traduira par un financement extérieur net des sorties de capitaux de 1,7 milliard de dollars (3,2% du PIB estimé pour 2024). Le soutien externe persistant devrait permettre à la Tunisie d'équilibrer son financement extérieur net d'ici 2026.

L'agence estime que le secteur bancaire national pourrait aider à répondre aux besoins de financement de l'État, car la croissance des dépôts et la faible demande de crédit soutiennent la liquidité du secteur. Néanmoins, l'augmentation de l'exposition des banques locales au secteur public (20% de l'actif total du secteur bancaire) nécessiterait un refinancement par la Banque Centrale. Les banques étatiques assumeront une plus grande part de la charge du financement en raison de la prudence de certaines banques privées.

FITCH RATINGS précise qu'en dépit d'une stabilité qui devrait se maintenir jusqu'en 2026, le budget de l'État tunisien reste rigide et vulnérable aux chocs extérieurs.

La croissance économique est limitée par le risque souverain qui a une incidence sur l'environnement des affaires et le sentiment des investisseurs. La croissance est également impactée par l'inflation élevée et l'impact croissant de l'évincement du secteur privé en raison des besoins élevés de financement du gouvernement.

Incontestablement, la panne de l'investissement, qui s'est aggravée depuis 2020, constitue l'expression la plus préoccupante aujourd'hui et explique le déclin structurel du secteur privé tunisien. En effet, l'investissement du secteur privé s'est établi à 9,1% du PIB en 2023, contre 11,5% en moyenne sur les cinq dernières années et 20,6% entre 2010 et 2019.

Selon le rapport de suivi de la situation économique pour la Tunisie, publié par la Banque Mondiale au printemps 2024, pour assurer une reprise durable, il est crucial de s'attaquer rapidement aux causes profondes des besoins de financements extérieurs, comme le déficit énergétique, le service de la dette, et le niveau des investissements étrangers.

«Des choix de politique publique s'imposent pour répondre aux effets néfastes du changement climatique et améliorer la résilience de l'économie tunisienne à moyen et long terme»

Le rapport examine en détail les défis et les opportunités économiques actuels de la Tunisie et propose des solutions concrètes. Par exemple, selon la Banque Mondiale, l'inflation qui se maintient à des niveaux élevés, avec une hausse plus importante des prix des produits alimentaires, peut s'expliquer

«La reprise durable de la Tunisie exige des actions rapides pour saisir les opportunités, notamment dans le secteur des énergies renouvelables. Ces orientations permettraient de stimuler la croissance et renforcer sa stabilité. Le développement de ces sources d'énergie permettrait de réduire la dépendance vis-à-vis des importations et d'améliorer la situation budgétaire, tout en renforçant la sécurité énergétique et en favorisant un avenir économique durable»

par l'augmentation des marges bénéficiaires et des coûts des importations, ce qui souligne, l'importance des politiques commerciales et de la concurrence dans l'atténuation des pressions inflationnistes.

Selon la même source, pour contrer les effets de la sécheresse sur la production agricole et, conséquemment sur la croissance économique, la Tunisie doit, prendre des mesures d'adaptation aux changements climatiques.

Malgré les défis actuels, la Tunisie affiche d'importants potentiels pour transformer et renforcer son économie. Concrètement, des investissements stratégiques dans le secteur des énergies renouvelables, aideraient la Tunisie à améliorer considérablement sa résilience économique et sa durabilité. Il est également impératif de stimuler les investissements dans le secteur hydraulique, avec notamment la construction de stations de dessalement et d'épuration des eaux usées, la modernisation et l'entretien des infrastructures hydrauliques et la promotion de l'innovation et la recherche et le développement favorable à la productivité du travail.

Le rapport a mis en lumière les projets ambitieux de la Tunisie dans le domaine des énergies renouvelables, qui pourraient apporter une solution à ses défis économiques et environnementaux. Selon la Banque Mondiale, la Tunisie envisage d'augmenter la part des énergies renouvelables dans son mix énergétique de 3% à 35% d'ici 2030. Actuellement, des projets de production destinés à des financements privés ont été lancés pour un total de 2200 MW, ce qui devrait porter la part des énergies renouvelables à 17% d'ici 2025. Le rapport souligne les bénéfices économiques substantiels d'une transition approfondie vers les énergies propres grâce à un programme ambitieux de décarbonation. L'investissement total requis est estimé à 4,5 milliards de dollars d'ici 2030, avec la possibilité d'un financement principal par le secteur privé sous réserve de la mise en place de réglementations appropriées. L'un des projets phares de ce programme est l'interconnexion électrique entre la Tunisie et l'Italie (ELMED).

Ce projet vise à renforcer la résilience du système électrique de la Tunisie et à la transformer en un exportateur net d'électricité, ce qui réduirait considérablement sa dépendance aux importations de gaz naturel et améliorerait sa balance des paiements.

Principaux agrégats économiques

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB (milliards de dinars)	84,7	90,4	97,4	105,6	113,8	119,4	130,9	143,8	158,5	175,4	189,6
Taux de croissance du PIB	1,0%	1,1%	1,9%	2,7%	1,0%	-8,7%	4,5%	2,8%	0,2%	1,6%	1,6%
Taux d'investissement (% du PIB)	20,0%	18,4%	19,4%	21,1%	17,2%	7,0%	13,9%	14,2%	12,2%	12,2%	12,5%
Taux d'épargne	10,3%	9,1%	8,9%	9,6%	9,4%	4,6%	8,0%	6,3%	9,7%	8,7%	8,8%
Taux d'inflation	4,9%	3,7%	5,3%	7,3%	7,0%	5,7%	5,7%	8,3%	9,3%	7,4%	6,9%
Budget de l'État (milliards de dinars)	26,9	29,2	34,3	37,8	42,3	49,7	55,5	60,6	71,2	77,9	-
Déficit budgétaire (% du PIB)	-4,8%	-6,1%	-6,1%	-4,8%	-3,5%	-10,5%	-7,9%	-7,6%	-7,8%	-6,6%	-
Dettes publiques (milliards de dinars)	46,9	57,5	67,9	82,3	83,3	93,0	104,2	114,9	126,5	140,0	150,7
Dettes publiques (% du PIB)	55,4%	63,6%	69,7%	77,9%	73,2%	77,9%	79,6%	79,9%	79,8%	79,8%	79,5%

Sources : FMI et ministère des Finances

ACTUALITÉ INTERNATIONALE

Récente flambée de l'or sur les marchés mondiaux : les forces invisibles en jeu

Introduction

- La récente flambée des prix de l'or a captivé les marchés du monde entier, suscitant des interrogations sur les forces sous-jacentes propulsant cette ascension remarquable. Traditionnellement considérée comme une valeur refuge en période de turbulences économiques et géopolitiques, la valeur de l'or est étroitement liée à une multitude de facteurs, notamment la stabilité mondiale, les taux d'inflation et les fluctuations monétaires. Cependant, la hausse inattendue des prix de l'or, passant de 1 630 dollars l'once en 2022 à un record de 2 747 dollars l'once à fin octobre 2024, défie la sagesse conventionnelle, incitant à une exploration plus approfondie des forces invisibles en jeu.

1. LES RAISONS DERRIÈRE LA HAUSSE SOUTENUE DES PRIX DE L'OR SUR LES MARCHÉS MONDIAUX

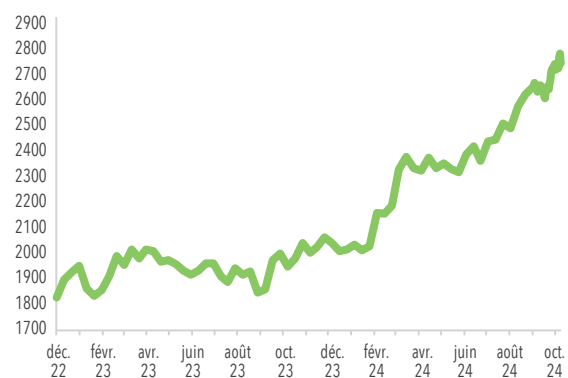
1.1 Naviguer en eaux troubles

L'éruption de conflits et de bouleversements géopolitiques, notamment illustrée par la guerre en Ukraine et le conflit au Moyen-Orient (où le risque d'embrasement de la région se renforce chaque jour), a eu des répercussions sur les marchés financiers mondiaux, exerçant une forte pression à la hausse sur les prix de l'or. Le conflit en Ukraine, caractérisé par son intensité et ses ramifications géopolitiques, est devenu un catalyseur majeur pour remodeler le sentiment des investisseurs et stimuler la demande d'actifs refuges comme l'or.

La guerre en Ukraine a également suscité des préoccupations concernant la sécurité énergétique et ses implications potentielles pour la stabilité économique mondiale. Les risques géopolitiques accrus ont exacerbé les craintes de perturbations de l'approvisionnement et de déplacements économiques, incitant les investisseurs à se protéger contre les retournements potentiels en allouant du capital à l'or, une couverture éprouvée contre l'incertitude économique et la dévaluation des devises.

De plus, le conflit en Ukraine a souligné l'interdépendance des événements géopolitiques et leur impact sur les marchés financiers. À mesure que les tensions s'intensifient et que

Évolution du prix spot de l'once* d'or en dollars américains sur les marchés mondiaux



* L'unité de mesure officielle du cours de l'or est l'once troy, qui équivaut à 31,10 grammes.

Source : www.bullionvault.com

Prix de l'once d'or en USD (31.10.2024)	2747
Performance 2023	+11,8%
Performance 2024	+34,4%



l'incertitude prévaut, les investisseurs sont confrontés à un paysage rempli de risques et de volatilité, où les actifs traditionnels peuvent battre en retraite face aux vents contraires géopolitiques. Dans cet environnement, l'or émerge comme un phare de stabilité, offrant aux investisseurs un refuge tangible contre la tempête des tumultes géopolitiques.

1.2 Le poids croissant de la Chine

L'accumulation stratégique de réserves d'or par la Chine s'impose comme un catalyseur majeur derrière la flambée sans précédent des prix de l'or. En coulisses, les acquisitions d'or de la Chine ont largement dépassé les déclarations officielles, indiquant un effort délibéré pour renforcer ses réserves face aux incertitudes mondiales croissantes. La Banque Centrale chinoise (la Banque Populaire de Chine – PBoC) a dirigé cette initiative, reconnaissant la nécessité de diversifier ses avoirs et de réduire les risques liés à une dépendance excessive au dollar américain.

Le conflit croissant en Ukraine, associé aux sanctions occidentales visant la Russie, a amplifié les préoccupations concernant la stabilité géopolitique et les vulnérabilités monétaires. En réponse, la Chine a accéléré ses achats d'or, considérant le métal précieux comme une couverture fiable contre la dévaluation des devises et les bouleversements géopolitiques. La signification stratégique de l'or en tant qu'actif géopolitique

« Les tensions géopolitiques, combinées à l'incertitude entourant le conflit en Ukraine et au Moyen-Orient, ont déclenché une fuite vers la sécurité parmi les investisseurs, qui cherchent refuge dans des actifs perçus comme résistants aux risques géopolitiques. L'or, avec sa valeur intrinsèque et son rôle historique en tant que réserve de richesse, est devenu le principal bénéficiaire de ce sentiment de prudence, connaissant une augmentation de la demande qui a propulsé les prix à des niveaux sans précédent »

est devenue de plus en plus évidente, incitant la Chine à renforcer ses réserves comme mesure défensive dans un paysage mondial imprévisible.

De plus, les contrôles de capitaux stricts et les risques monétaires en Chine ont alimenté la demande intérieure d'or parmi les épargnants et les investisseurs. Avec des contraintes réglementaires sur les sorties de capitaux, les particuliers chinois se sont tournés vers l'or comme moyen de préserver leur richesse et de naviguer dans les incertitudes réglementaires.

Cette augmentation de la demande intérieure a également renforcé la position de la Chine, en tant qu'acteur majeur sur le marché mondial de l'or, exerçant une pression à la hausse sur les prix.

En résumé, l'accumulation stratégique d'or par la Chine représente une réponse multifacette aux dynamiques géopolitiques et économiques en évolution. En diversifiant ses réserves et en renforçant la demande intérieure, la Chine vise à renforcer sa résilience financière et à réduire sa vulnérabilité aux chocs externes. Alors que les tensions géopolitiques persistent et que les incertitudes mondiales s'accroissent, le rôle de la Chine en tant que moteur clé des prix de l'or devrait rester significatif, façonnant la trajectoire du métal précieux dans les années à venir.

1.3 Le rôle des incertitudes en général

En plus de l'accumulation stratégique d'or par la Chine, une combinaison de facteurs économiques et géopolitiques mondiaux a joué un rôle clé dans la propulsion des prix de l'or à des sommets historiques. La convergence de ces dynamiques souligne l'attrait durable de l'or en tant qu'actif refuge en période d'incertitude.

Les préoccupations accrues concernant l'inflation et l'instabilité fiscale, notamment à la suite des politiques monétaires et fiscales expansionnistes mises en place en réponse à la pandémie de la COVID-19, ont alimenté les appréhensions quant à la valeur à long terme des monnaies fiduciaires. Dans cet environnement, l'or a retrouvé son attrait en tant que réserve de valeur et de couverture contre la dépréciation des devises, attirant des capitaux d'investisseurs méfiants à l'égard de la volatilité du marché et de l'érosion du pouvoir d'achat.

«L'incertitude économique s'est imposée comme un moteur principal de l'intérêt des investisseurs pour l'or.

Les préoccupations accrues concernant l'inflation et l'instabilité fiscale, notamment à la suite des politiques monétaires et fiscales expansionnistes mises en place en réponse à la pandémie de la COVID-19, ont alimenté les appréhensions quant à la valeur à long terme des monnaies fiduciaires.

Dans cet environnement, l'or a retrouvé son attrait en tant que réserve de valeur et de couverture contre la dépréciation des devises, attirant des capitaux d'investisseurs méfiants à l'égard de la volatilité du marché et de l'érosion du pouvoir d'achat»

1.4 Une demande industrielle et technologique vigoureuse

Au milieu du discours dominant sur les tensions géopolitiques et les incertitudes économiques, il est impératif de reconnaître le rôle pivot de la demande technologique et industrielle dans la trajectoire des prix de l'or. Au-delà de son attrait traditionnel en tant que réserve de valeur, les propriétés intrinsèques de l'or ont renforcé son utilisation dans une myriade d'applications technologiques et industrielles de pointe.

La conductivité inégalée de l'or et sa résistance à la corrosion le rendent indispensable dans le domaine de l'électronique, où il sert de composant essentiel dans la production de circuits et de semi-conducteurs. La prolifération des appareils électroniques, des smartphones aux systèmes informatiques haute performance, a alimenté une demande soutenue pour l'or, sous-tendant sa pertinence durable dans le paysage technologique.

De plus, l'inertie de l'or et sa biocompatibilité en font un candidat idéal pour les applications médicales et de santé, où il est utilisé dans des outils de diagnostic, des dispositifs thérapeutiques et même le traitement du cancer. La biocompatibilité² des nanoparticules d'or, en particulier, offre un immense potentiel pour la livraison de médicaments ciblée et l'imagerie biomédicale, renforçant davantage sa valeur dans le secteur de la santé.

L'or a également gagné en valeur avec l'essor de la Blockchain dans le monde, notamment avec l'émergence des cryptomonnaies adossées à l'or. Ces Cryptoactifs appelés « Stablecoins³ » permettent aux investisseurs de bénéficier des jetons numériques garantis par une quantité tangible d'or, offrant ainsi une stabilité accrue par rapport aux cryptomonnaies traditionnelles.

Bien que les fluctuations de la demande des consommateurs pour les bijoux en or puissent introduire une volatilité à court terme, la confiance en l'or dans les secteurs industriels constitue une force stabilisatrice, fournissant une base solide pour son appréciation. La valeur intrinsèque dérivée de son utilité dans les industries critiques garantit un niveau constant de la demande, atténuant l'impact des fluctuations cycliques des préférences des consommateurs.

En somme, la demande technologique et industrielle représente un moteur silencieux, mais redoutable derrière la résilience de l'or, soulignant son rôle multifacette au-delà du domaine des investissements traditionnels. Alors que les avancées technologiques continuent de redéfinir notre monde, la pertinence durable de l'or dans la stimulation de l'innovation et du progrès confirme son statut de métal précieux.

² La capacité d'un matériau à fonctionner bien avec les systèmes biologiques sans provoquer de réaction indésirable.

³ Les Stablecoins sont un type de cryptomonnaie dont la valeur est indexée sur un autre actif, comme une monnaie fiduciaire ou de l'or, afin de maintenir un prix stable.

«En résumé, la demande technologique et industrielle représente un moteur silencieux mais redoutable derrière la résilience de l'or, soulignant son rôle multifacette au-delà du domaine des investissements traditionnels.

Alors que les avancées technologiques continuent de redéfinir notre monde, la pertinence durable de l'or dans la stimulation de l'innovation et du progrès confirme son statut de métal précieux aux implications étendues pour l'économie mondiale»

1.5 Le relâchement de la vis monétaire américaine

Les marchés financiers l'attendaient depuis des mois : le 18 septembre 2024, la Réserve Fédérale a procédé à sa première baisse des taux d'intérêt depuis plus de 4 ans (une baisse d'un demi-point de pourcentage). La banque s'attend également à réduire ses taux d'intérêt d'un demi-point de pourcentage supplémentaire d'ici la fin de l'année, d'un point complet l'année prochaine et d'un demi-point supplémentaire en 2026. L'assouplissement de la politique monétaire américaine, largement anticipé par les experts, contribue à la solidité de l'or. En effet, quand les taux sont élevés, les investisseurs se tournent plutôt vers les obligations, puisqu'elles offrent un rendement intéressant. En revanche, en période de baisse de taux, elles deviennent moins attractives et l'or revient sur le devant de la scène.

2. CONCLUSIONS

La flambée des prix de l'or reflète une interaction complexe de facteurs nationaux et internationaux, les conflits géopolitiques exerçant un impact profond sur les dynamiques du marché. Tant que les incertitudes globales persisteront, le statut de l'or en tant que refuge et réserve de valeur devrait perdurer, soutenant son attrait auprès des investisseurs en quête de stabilité au milieu de la volatilité. À l'avenir, une vigilance continue concernant les développements géopolitiques, les indicateurs économiques et la demande industrielle sera essentielle pour comprendre la trajectoire des prix de l'or dans un paysage mondial en évolution.

«Tant que les incertitudes globales persisteront, le statut de l'or en tant que refuge et réserve de valeur devrait perdurer, soutenant son attrait auprès des investisseurs en quête de stabilité au milieu de la volatilité»

AVERTISSEMENT

Cette note est publiée par TUNISIE VALEURS à simple titre d'information. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'or.

ACTUALITÉ INTERNATIONALE

Intelligence artificielle générative : bulle spéculative ou révolution économique ?

Introduction

- L'émergence de l'intelligence artificielle (IA) dans le monde moderne a révolutionné de nombreux aspects de la vie quotidienne et des industries. Grâce aux avancées technologiques, l'IA s'est imposée comme un levier incontournable d'innovation et s'est intégrée dans tous les domaines : la santé, l'économie, la finance, l'industrie et la logistique.
- D'après la Banque Mondiale, depuis le lancement de ChatGPT, l'IA s'est imposée dans le quotidien d'environ un demi-milliard de personnes dans le monde.
- L'IA permet une optimisation des processus, engendrant des gains exponentiels et optimisant les ressources, grâce à sa capacité à intégrer et à traiter des volumes massifs de données, à identifier des schémas complexes et à opérer des prises de décision autonomes. Cette technologie intelligente a redéfini les paradigmes de nombreuses industries ouvrant la voie à des innovations révolutionnaires et repoussant les frontières de l'automatisation tout en soulevant des questions éthiques cruciales sur la propriété des contenus produits. Alors que certains considèrent l'IA comme une révolution technologique majeure, d'éminents experts en IA ont tiré la sonnette d'alarme quant au rythme et à l'ampleur des récentes avancées dans ce domaine, avertissant qu'elle représente une véritable menace pour l'humanité.
- Cette étude vise à explorer les diverses facettes de l'intelligence artificielle tout en soulevant les enjeux cruciaux de son avenir et les incertitudes qui lui sont associées.

1. DÉFINITION DE L'IA GÉNÉRATIVE

L'intelligence artificielle générative est une branche avancée de l'intelligence artificielle. Elle désigne les algorithmes d'intelligence artificielle et de Machine Learning. Elle repose sur un énorme répertoire pour générer de nouvelles données : image, texte, son et d'autres contenus, à partir d'exemples existants.

L'IA générative se sert de réseaux de neurones artificiels, créant du contenu en toute autonomie : les réseaux antagonistes génératifs (GAN) qui sont dotés d'une architecture composée de deux réseaux de neurones concurrents et des réseaux de neurones récurrents (RNN). Parmi les outils de l'IA générative les plus connus figurent : ChatGPT, DALL-E, et Midjourney.

«L'IA est en pleine expansion, envahissant de nombreux secteurs à une vitesse vertigineuse. Les investissements liés à l'IA devraient passer d'environ 52 milliards de dollars en 2023 à plus de 100 milliards de dollars en 2024. Cette augmentation est soutenue par les fournisseurs de services cloud, les grandes entreprises et les États souverains»



2. LES OPPORTUNITÉS OFFERTES PAR L'IA

2.1 Optimiser des processus et améliorer la productivité

L'IA a transformé radicalement les processus opérationnels en automatisant des tâches répétitives et complexes. Les firmes, intégrant les systèmes de l'IA dans leurs chaînes d'approvisionnement, ont pu bénéficier d'une économie du temps et d'une réduction des erreurs humaines. Cette automatisation conduit à une efficacité accrue, permettant aux employés de se concentrer sur des missions stratégiques et créatives qui ajoutent de la valeur. À cet égard, JP MORGAN CHASE, une des plus grandes institutions financières dans le monde, a développé un système d'IA appelé «COiN» (Contract Intelligence) qui analyse des milliers de contrats en quelques secondes. Cette technologie a permis de réduire le temps consacré par les avocats à l'examen des documents juridiques, économisant ainsi environ 7 millions de dollars par an en coûts de main-d'œuvre.

2.2 Renforcer la prise de décision

L'IA excelle dans l'analyse de vastes ensembles de données, tout en offrant des aperçus précieux qui facilitent la prise de décision stratégique. En exploitant des algorithmes avancés et des techniques de Machine Learning, les entreprises peuvent identifier des tendances, des comportements et des

opportunités qui n'étaient pas visibles et cernées auparavant. Cette nouvelle technologie permet d'agir avec agilité et plus de précision. À titre d'exemple, l'outil de l'IA «Aladdin» développé par BLACKROCK, le plus grand gestionnaire des fonds dans le monde, avec des actifs sous gestion atteignant environ 11 480 milliards de dollars en juin 2024, assiste les gestionnaires dans l'évaluation des risques et l'optimisation des allocations d'actifs tout en optimisant du temps et en réduisant les erreurs humaines.

2.3 Personnaliser des services et fidéliser des utilisateurs

L'IA permet de créer des recommandations sur mesure et d'adapter les produits et les services aux besoins spécifiques de chaque client, contribuant ainsi à améliorer l'engagement des utilisateurs, assurant leur fidélisation, et établissant des relations durables avec leurs clients.

2.4 Accélérer les progrès scientifiques et médicaux

Dans le monde de la recherche scientifique et médicale, l'intelligence artificielle est devenue un catalyseur majeur pour accélérer les découvertes et optimiser les processus d'analyse. Dans cette optique, en 2024, le prix Nobel de chimie a récompensé trois scientifiques : Demis Hassabis, John Jumper et David Baker, qui ont eu recours à l'IA pour révolutionner l'étude des protéines, transformant ainsi une branche entière de la biologie.

«L'IA a montré des signes prometteurs d'amélioration de la productivité et de l'efficacité. D'après une étude conjointe du BCG (Boston Consulting Group) et de Harvard, les outils de l'IA générative ont permis aux consultants d'augmenter leurs contributions créatives de 12%, de réduire de 25% les délais de traitement et d'accroître la qualité des résultats de 40%»

Grâce à sa capacité à traiter de grandes quantités de données en un temps record, l'IA devient capable de prédire l'efficacité et la sécurité des traitements potentiels, en améliorant les stimulations cliniques et l'analyse des résultats.

Par ailleurs, en s'appuyant sur des outils d'aide au diagnostic des maladies tels que PathAI et IDX-DR, l'IA a contribué à des avancées significatives dans le domaine de la santé, s'orientant vers des solutions plus innovantes aux défis médicaux les plus complexes.

3. LES DÉFIS LIÉS À L'IA

3.1 Des risques pour la vie privée et la sécurité des données

L'IA, basée sur une pratique d'apprentissage automatique et des systèmes basés sur le Big Data, pose un risque majeur pour la vie privée des individus. En collectant des quantités massives de données personnelles, ces systèmes peuvent analyser des comportements, des préférences et des habitudes avec précision. Cette exploitation de données sensibles sans consentement explicite soulève des questions sur la protection des droits individuels et la sécurité des informations personnelles. De plus, les cyberattaques ciblent les bases de données qui alimentent l'IA, ce qui amplifie les risques d'usurpation d'identité et de violation massive de la confidentialité.

3.2 Des conséquences économiques et sociales

L'introduction massive de l'IA dans les secteurs économiques risque de provoquer des bouleversements majeurs sur le marché de l'emploi. Les processus automatisés et les machines intelligentes peuvent faire disparaître un grand nombre d'emplois, en particulier, dans le secteur des industries, des finances, et des administrations. Ce phénomène peut creuser les inégalités économiques, favoriser le chômage et fragiliser les économies des pays moins développés, qui dépendent fortement de la main-d'œuvre humaine.

3.3 Des dérives éthiques ?

Le développement rapide de l'IA soulève des questions profondes sur les responsabilités morales et éthiques liées à son usage. L'un des plus grands défis réside dans la définition de la responsabilité en cas d'erreurs ou de préjudices causés par les décisions automatiques. La capacité de l'IA à prendre des décisions autonomes pousse la réflexion sur des dérives potentielles, comme le développement d'armes autonomes, et la question de la délégation des décisions importantes à des machines.

L'UE promeut un financement annuel de 20 milliards d'euros et encourage la collaboration entre les secteurs public et privé, tout en insistant sur l'importance de la gouvernance des données et de la transparence. La réglementation (UE) 2024/1689 fixe des obligations précises pour les développeurs d'IA, et un accent particulier est mis sur l'éthique et la responsabilité, notamment concernant la discrimination et la prise de décision automatisée. En résumé, l'IA est considérée comme un outil prometteur pour améliorer les services publics, mais elle exige des normes de réglementation et d'éthique strictes.

4. LES CAUSES DE L'ENGOUEMENT POUR L'IA

Avec l'ascension fulgurante de l'IA générative, l'écho fait par ce secteur dans les marchés financiers ne se dément pas.

L'euphorie entourant l'intelligence artificielle générative est largement attribuée à l'enthousiasme croissant des investisseurs face à l'essor spectaculaire de ce secteur. Même si l'IA présente des avantages indéniables, tels que l'automatisation des tâches et des gains d'efficacité dans certains domaines, ce sont principalement les projections économiques qui attirent leur attention. Les investisseurs voient dans l'IA une tendance technologique, susceptible de maintenir un élan soutenu à long terme. Ils anticipent que l'IA continuera de s'imposer dans divers secteurs, en créant de nouvelles opportunités de marché et en favorisant l'innovation.

En outre, les performances boursières impressionnantes d'entreprises spécialisées dans le secteur de l'IA, ont renforcé la confiance des marchés financiers dans l'avenir de cette technologie émergente. L'évolution rapide du courant demandeur de l'IA a contribué à générer des profits substantiels pour ces sociétés, et à maintenir l'intérêt des investisseurs. Ils misent, ainsi, sur un potentiel de croissance exponentielle. Cette conviction a créé un effet «boule de neige», où l'optimisme alimente l'appétit des investisseurs qui amplifient à leur tour les opportunités d'innovation. Cet effet se propage davantage avec l'expansion de nouveaux investisseurs qui se précipitent pour investir, espérant profiter de cette dynamique porteuse, convaincus que l'IA pourrait marquer durablement la prochaine ère technologique, malgré les incertitudes et les défis liés à sa mise en œuvre à grande échelle.

5. IA : RÉVOLUTION OU UNE BULLE SPÉCULATIVE ?

L'optimisme abondant entourant l'IA soulève des questions quant à la nature réelle de cet engouement. Certains observateurs commencent à se demander si ce phénomène n'est pas symptomatique d'une bulle spéculative, à l'image de la bulle internet des années 2000.

Les investissements dans le secteur de l'IA explosent. Le marché de l'IA représentait, selon BPIFRANCE, 241 milliards de dollars en 2023 et pourrait atteindre 511 milliards de dollars d'ici 2027. Les valorisations boursières grimpent en flèche, et les entreprises technologiques (telles que NVIDIA, ALPHABET et MICROSOFT...) accueillent des flux de capitaux considérables. La demande élevée, alimentée par l'idée que l'IA générative va reconceptualiser profondément tous les secteurs de l'économie, rappelle inévitablement un scénario spéculatif passé où l'enthousiasme excessif masquait parfois la suresti-

mation des opportunités de marché. Cependant, depuis 2010, le secteur de la technologie a généré 32% des performances des marchés actions américains. Selon Peter Oppenheimer, expert mondial en IA et membre du Conseil d'Administration de GOLDMAN SACHS, cela s'explique par des fondamentaux financiers plus solides plutôt que par une spéculation irrationnelle sur le marché.

Toutefois, il est encore inapproprié d'affirmer si nous sommes face à une bulle spéculative ou si c'est une révolution consécutive de la capacité des entreprises à transformer cette euphorie en innovations tangibles et de véritables gains à long terme. Pour structurer cette partie, nous allons analyser le comportement boursier de deux sociétés de référence en intelligence artificielle générative.

NVIDIA : NVIDIA est une multinationale américaine spécialisée dans la conception de processeurs graphiques (GPU) et de technologies de calcul pour les jeux vidéo. Elle est le leader des technologies nécessaires aux opérateurs d'IA. Ladite société a capitalisé sur l'essor de l'IA en fournissant des GPU utilisés pour le Deep Learning et l'entraînement de modèles de l'IA.

Le comportement boursier de NVIDIA reflète un optimisme élevé auprès des investisseurs, soutenu par une demande continue qui propulse l'action vers des niveaux records. En juin 2024, la capitalisation boursière de NVIDIA a atteint 3 335 milliards de dollars, dépassant MICROSOFT et APPLE. Cette capitalisation s'élève actuellement à 3 620 milliards de dollars, réalisant ainsi une hausse spectaculaire de 176% depuis le début de l'année 2024. La baisse du PER prévisionnel et du PEG sur le court et le moyen terme, suggère le fort potentiel de croissance des bénéfices de la multinationale et l'engouement actuel pour la valeur.

ALPHABET : ALPHABET est la société mère de GOOGLE et d'autres filiales, spécialisée dans les technologies de l'information et de la communication. Elle figure comme étant un acteur majeur dans le domaine de l'IA.

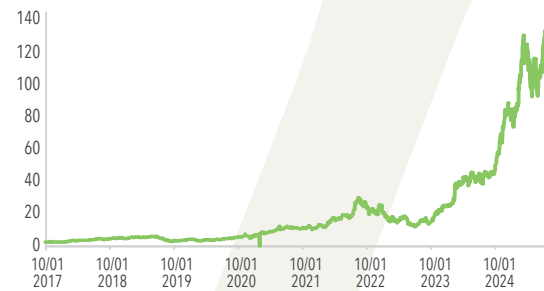
Tout comme NVIDIA, ALPHABET s'impose comme un géant dans le domaine de l'IA, reflétant ainsi un fort optimisme auprès des investisseurs qui désirent profiter de cette technologie émergente. Depuis le début de l'année 2024, le cours de l'action a atteint des sommets inédits, témoignant de l'enthousiasme pour ses perspectives à long terme.

ALPHABET affiche un PER de 22,7x, légèrement inférieur au PER du marché américain, qui est évalué à 29x. Celui-ci devrait progressivement diminuer pour atteindre 16,9x d'ici 2026. Cette baisse du PER associée à une réduction progressive du PEG, suggère que l'action du géant de l'IA générative convergerait vers sa juste valeur et que le marché ajusterait progressivement sa valorisation pour mieux s'harmoniser avec le potentiel réel d'ALPHABET.

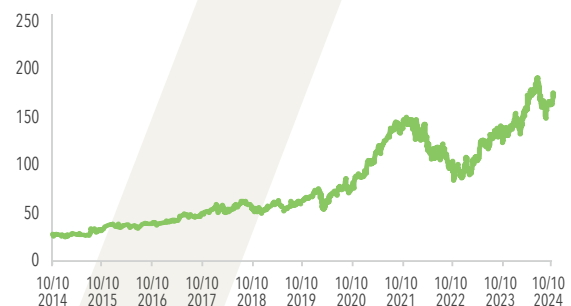
6. CONCLUSION

À la lumière de ce qui précède, l'intelligence artificielle générative, qu'elle soit perçue comme une révolution technologique ou une potentielle bulle spéculative, occupe de nos jours une place centrale dans l'économie mondiale. Elle soulève également des questions cruciales à l'égard de sa régulation et son impact à long terme sur les sociétés. Les efforts

Évolution du cours de NVIDIA en USD



Évolution du cours de titre de ALPHABET en USD



Source : Boursorama

Multiplés boursiers de NVIDIA

	2023	2024e	2025e	2026e
PER	63,5	56,0	47,6	33,6
PEG	2,9	1,3	1,3	0,9
EV/EBITDA	53,6	52,6	40,8	28,5
EV/Chiffres d'affaires	18,8	28,8	26,2	18,5

Performance de NVIDIA + 246 % + 176 %

Multiplés boursiers de ALPHABET

	2023	2024e	2025e	2026e
PER	22,7	21,4	19,2	16,9
PEG	1,5	1,3	1,2	1,0
EV/EBITDA	16,0	13,6	11,8	10,4
EV/Chiffres d'affaires	6,0	5,8	5,2	4,7

Performance de ALPHABET + 57 % + 24 %

Source : S&P Capital IQ

des gouvernements pour encadrer cette technologie, tout en préservant l'innovation, reflètent l'ampleur du défi posé par l'IA générative.

L'IA générative continuera de transformer en profondeur les marchés, les industries et les modes de vie. Il est, par conséquent, crucial d'assurer un développement équilibré, où les bénéfices technologiques coexistent avec une régulation efficace et des considérations éthiques pour garantir la sécurité et le bien-être général.

ACTUALITÉ INTERNATIONALE

Cryptomonnaies : les opportunités, les risques et les perspectives

Introduction

- Les cryptomonnaies ont émergé comme une force disruptive dans le paysage financier mondial, suscitant à la fois un intérêt croissant et des préoccupations quant à leur viabilité et leur stabilité. Alors que des entreprises de renom telles que TESLA et PAYPAL ont récemment investi dans ces actifs numériques, cette nouvelle forme de monnaie suscite à la fois confiance et réserve chez les investisseurs et le grand public.
- Les cryptomonnaies, basées sur la technologie de la blockchain (chaînes de blocs), représentent des actifs numériques virtuels permettant des échanges de pair-à-pair, indépendamment des systèmes bancaires traditionnels. Leur émission et leur transaction reposent sur un registre décentralisé et un protocole crypté, offrant sécurité et confidentialité. Le processus de minage, permettant de valider les transactions, constitue également une source potentielle de gains en cryptomonnaies.
- Les cryptomonnaies sont créées – ou « extraites » – en guise de récompense lorsque des ordinateurs puissants, et donc très gourmands en énergie, résolvent des problèmes complexes. Les « mineurs » sont ceux qui contribuent à la création des chaînes de blocs en validant les transactions.
- Les cryptomonnaies sont devenues un sujet incontournable dans l'économie mondiale, offrant des possibilités de diversification des investissements et de transactions rapides et sécurisées. En raison de leur nature décentralisée, c'est-à-dire indépendante des systèmes bancaires traditionnels, elles sont perçues comme un moyen de contourner les restrictions financières et de diversifier les portefeuilles d'investissement, en particulier dans un contexte de crise économique ou de volatilité des marchés traditionnels.
- Cette étude vise à fournir un tour d'horizon complet du marché des cryptomonnaies, en mettant en lumière les opportunités, les risques et les tendances émergentes.

1. DÉFINITION DES CRYPTOMONNAIES

Les cryptoactifs, souvent désignés sous le terme de « cryptomonnaies », représentent des actifs numériques virtuels exploitant la technologie de la blockchain. Contrairement aux devises traditionnelles, un cryptoactif ne constitue pas une monnaie en tant que telle, mais plutôt un actif numérique. Sa valeur est déterminée uniquement par l'interaction entre l'offre et la demande sur le marché.

Contrairement aux devises fiduciaires qui nécessitent un tiers de confiance tel qu'une Banque Centrale, les cryptoactifs fonctionnent sur un réseau décentralisé et sécurisé par un

« Contrairement aux devises traditionnelles, un cryptoactif ne constitue pas une monnaie en tant que telle, mais plutôt un actif numérique. »



protocole informatique crypté. Actuellement, il existe un large éventail de cryptoactifs. Parmi les plus populaires figurent le *Bitcoin*, l'*Ethereum*, le *Ripple*, le *Litecoin*, le *Nem* et le *Dash*.

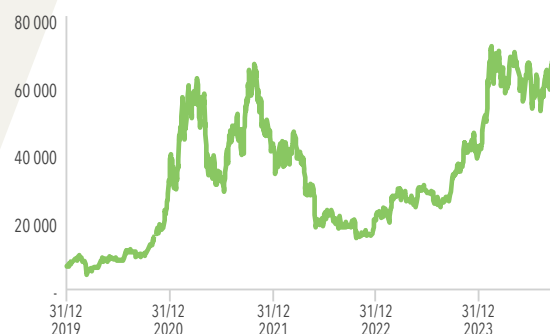
2. LES OPPORTUNITÉS OFFERTES PAR LES CRYPTOMONNAIES

Les cryptomonnaies représentent une innovation relativement récente, avec des cryptoactifs comme le *Bitcoin* qui ont été introduits dès 2009. Malgré leur jeunesse, elles offrent déjà une multitude d'avantages pour les investisseurs avertis, ouvrant de nouvelles perspectives dans le monde financier.

2.1 Un couple rendement/risque élevé

Les cryptomonnaies sont caractérisées par leur forte volatilité, avec des fluctuations de prix importantes pouvant conduire à des gains impressionnants. Avec plus de 10 000 cryptomonnaies sur le marché, chacune présentant ses propres caractéristiques, il existe des opportunités de réaliser des profits significatifs pour les investisseurs qui saisissent les bons moments. Par exemple, le prix de l'*Ethereum* a quasiment doublé entre juillet 2021 et décembre 2021, offrant des rendements attractifs à ceux qui ont su capitaliser sur cette tendance.

Évolution du prix du Bitcoin (en USD)



Source : Boursorama



Prix du Bitcoin en USD (31.10.2024)

70 406

Performance du *Bitcoin* en 2023

+155,4%

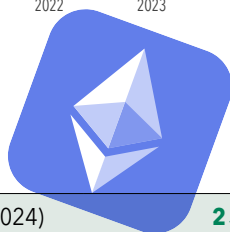
Performance du *Bitcoin* en 2024

+66,6%

Évolution du prix d'Ethereum (en USD)



Source : Boursorama



Prix d'Ethereum en USD (31.10.2024)	2 520
Performance d'Ethereum en 2023	+90,6%
Performance d'Ethereum en 2024	+10,5%

« Contrairement aux monnaies fiduciaires qui peuvent être sujettes à une inflation incontrôlable, les cryptomonnaies sont conçues pour avoir un approvisionnement limité, garantissant ainsi une stabilité relative des prix. Cette caractéristique les rend attrayantes pour les investisseurs cherchant à diversifier leur portefeuille et à protéger leur richesse contre les fluctuations monétaires »

2.2 La technologie de la blockchain offre une sécurité maximale

Au-delà de la monnaie elle-même, la technologie sous-jacente des cryptomonnaies, la blockchain, offre un niveau de sécurité sans précédent. La blockchain est un registre décentralisé qui enregistre de manière immuable chaque transaction effectuée, assurant ainsi une sécurité maximale. Grâce à sa nature décentralisée (sans faire appel à une banque, un organisme public ou une autre institution), aucune entité centrale ne peut altérer ou compromettre les données, offrant ainsi une tranquillité d'esprit aux utilisateurs.

2.3 Adieu les banques traditionnelles, bienvenue dans un système financier plus équitable et transparent

Les cryptomonnaies éliminent le besoin d'intermédiaires traditionnels dans les transactions financières, offrant ainsi un

système plus équitable et transparent. La blockchain permet une visibilité totale des transactions, supprimant ainsi le besoin de faire confiance à des tiers. Cela ouvre de nouvelles possibilités pour les investisseurs de participer aux marchés financiers sans dépendre des institutions traditionnelles.

2.4 La disponibilité 24 h/24 des cryptomonnaies

Contrairement aux marchés traditionnels qui sont limités par les heures d'ouverture des bourses, le marché des cryptomonnaies est opérationnel 24 h/24. Cette disponibilité constante offre aux investisseurs la flexibilité de réaliser des transactions à tout moment, sans attendre l'ouverture des marchés traditionnels. Cette accessibilité continue offre de nouvelles opportunités pour générer des revenus en dehors des heures de travail habituelles.

2.5 Une protection contre l'inflation

Les cryptomonnaies offrent une protection contre l'inflation grâce à leur nature décentralisée et à la limitation de l'offre. Contrairement aux monnaies fiduciaires qui peuvent être sujettes à une inflation incontrôlable, les cryptomonnaies sont conçues pour avoir un approvisionnement limité, garantissant ainsi une stabilité relative des prix. Cette caractéristique les rend attrayantes pour les investisseurs cherchant à diversifier leur portefeuille et à protéger leur richesse contre les fluctuations monétaires.

3. LES RISQUES ASSOCIÉS AUX CRYPTOMONNAIES

Nouvelles, volatiles, pas toujours bien comprises, échappant aux organismes de contrôle traditionnels, les cryptomonnaies présentent des risques spécifiques, notamment auprès d'un public non averti.

3.1 Une volatilité élevée des prix

La volatilité des prix est une caractéristique inhérente aux cryptomonnaies, rendant les investissements dans ce domaine particulièrement instables. Les fluctuations soudaines et imprévisibles des prix peuvent entraîner des gains substantiels, mais aussi des pertes considérables pour les investis-

« La volatilité des prix est une caractéristique inhérente aux cryptomonnaies, rendant les investissements dans ce domaine particulièrement instables. Les fluctuations soudaines et imprévisibles des prix peuvent entraîner des gains substantiels, mais aussi des pertes considérables pour les investisseurs. Cette volatilité est souvent alimentée par des facteurs tels que les annonces réglementaires, les évolutions technologiques et les activités spéculatives des investisseurs »

« Les cryptomonnaies font face à une réglementation incertaine et en constante évolution dans de nombreux pays à travers le monde. Les gouvernements et les organismes de réglementation examinent activement les implications des cryptomonnaies sur la stabilité financière, la protection des consommateurs et la prévention de la criminalité financière »

seurs. Cette volatilité est souvent alimentée par des facteurs tels que les annonces réglementaires, les évolutions technologiques et les activités spéculatives des investisseurs. Ainsi, bien que les cryptomonnaies puissent offrir des rendements attractifs, il est crucial pour les investisseurs de reconnaître et de gérer les risques associés à cette volatilité.

3.2 Des risques sécuritaires et de piratage

Les investisseurs dans les cryptomonnaies sont confrontés à des risques de sécurité importants, notamment en ce qui concerne la protection de leurs actifs numériques. Les attaques de piratage visant les plateformes d'échange et les portefeuilles numériques sont monnaie courante, entraînant des pertes financières importantes pour les détenteurs de cryptomonnaies. De plus, les investisseurs novices sont particulièrement vulnérables aux attaques de sécurité en raison de leur manque de familiarité avec les meilleures pratiques de sécurité. Par conséquent, il est impératif pour les investisseurs de mettre en place des mesures de sécurité robustes, telles que l'utilisation de portefeuilles sécurisés et l'adoption de protocoles de sécurité renforcés, pour protéger leurs investissements.

3.3 Des risques réglementaires et juridiques

Les cryptomonnaies font face à une réglementation incertaine et en constante évolution dans de nombreux pays à travers le monde. Les gouvernements et les organismes de réglementation examinent activement les implications des cryptomonnaies sur la stabilité financière, la protection des consommateurs et la prévention de la criminalité financière. Les mesures réglementaires futures pourraient avoir un impact significatif sur les marchés des cryptomonnaies, y compris les restrictions d'utilisation, les interdictions d'échange et les exigences de divulgation. Les investisseurs doivent être conscients des développements réglementaires et s'adapter aux nouvelles exigences pour atténuer les risques associés à la conformité.

3.4 Une réputation sulfureuse ternie par une succession de scandales

Depuis leur création, les cryptoactifs suscitent les critiques, d'autant que c'est une monnaie de choix pour payer sur le darknet sans laisser de traces. Ils sont régulièrement accusés de blanchir l'argent du crime ou de servir à des extorsions de fonds, notamment quand ils servent à payer les rançons des attaques informatiques au ransomware qui verrouillent les ordinateurs de leurs victimes.

Cela s'ajoute à la réputation de volatilité du secteur des cryptomonnaies, secouée ces dernières années par la chute de plusieurs entrepreneurs vedettes et des faillites retentissantes. Changpeng Zhao, qui était à la tête de la plus importante plateforme de cryptomonnaies au monde, Binance, a quitté ses fonctions et plaidé coupable de violation des lois contre le blanchiment aux États-Unis. Sa plus grande rivale, FTX, a fait faillite fin 2023, et son fondateur, Sam Bankman-Fried a été reconnu coupable de plusieurs chefs d'accusation, dont fraude, association de malfaiteurs et blanchiment.

4. LES RÉACTIONS DES RÉGULATEURS

Les positions des pays vis-à-vis des cryptomonnaies varient considérablement. Certains pays ont adopté une approche favorable, encourageant l'innovation et la croissance du marché des cryptomonnaies, tandis que d'autres ont été plus prudents, voire méfiants, craignant les risques pour la stabilité financière et la protection des consommateurs. Par exemple, des pays comme le Japon et la Suisse ont mis en place des cadres réglementaires favorables, favorisant ainsi le développement des technologies blockchain et des cryptomonnaies. En revanche, des pays comme la Chine ont adopté une approche plus restrictive, interdisant certaines activités liées aux cryptomonnaies pour des raisons de stabilité financière et de sécurité.

Pour sa part, la Banque Centrale Européenne (BCE) adopte une position critique envers les cryptoactifs, les qualifiant d'instruments non régulés et dépourvus de toute garantie. En réponse à la montée de ces actifs numériques, la BCE s'engage à lancer un euro numérique pour offrir une alternative sécurisée aux paiements électroniques. La BCE souligne les risques associés aux cryptomonnaies, tout en mettant particulièrement l'accent sur leur volatilité et leur nature spéculative. Elle préconise d'instaurer un encadrement rigoureux des tran-

« Les régulateurs du monde entier ont entrepris diverses actions pour encadrer le marché des cryptomonnaies et atténuer les risques associés. Cela inclut la mise en place de réglementations visant à renforcer la transparence, à protéger les consommateurs et à prévenir les activités illicites telles que le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. De nombreux pays ont imposé des exigences de conformité strictes aux plateformes d'échange de cryptomonnaies, exigeant par exemple des procédures de vérification d'identité et des rapports de transaction. De plus, les régulateurs ont pris des mesures pour sensibiliser le public aux risques associés aux investissements dans les cryptomonnaies et pour dissuader les comportements spéculatifs excessifs »

sactions sur les blockchains, plutôt que d'opter pour leur interdiction, afin de protéger les utilisateurs des cryptomonnaies.

Les régulateurs du monde entier ont entrepris diverses actions pour encadrer le marché des cryptomonnaies et atténuer les risques associés. Cela inclut la mise en place de réglementations visant à renforcer la transparence, à protéger les consommateurs et à prévenir les activités illicites, telles que le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. De nombreux pays ont imposé des exigences de conformité strictes aux plateformes d'échange de cryptomonnaies, exigeant par exemple des procédures de vérification d'identité et des rapports de transaction. De plus, les régulateurs ont pris des mesures pour sensibiliser le public aux risques associés aux investissements dans les cryptomonnaies et pour dissuader les comportements spéculatifs excessifs.

L'évolution future de la réglementation des cryptomonnaies reste incertaine et sujette à des développements rapides. Alors que certains pays pourraient assouplir leurs réglementations pour favoriser l'innovation et la croissance économique, d'autres pourraient renforcer leurs mesures de contrôle pour mieux protéger les investisseurs et la stabilité financière. Par ailleurs, les régulateurs pourraient chercher à coopérer au niveau international pour élaborer des normes communes et des approches concertées pour réglementer les cryptomonnaies à l'échelle mondiale. Les avancées technologiques et les évolutions du marché des cryptomonnaies continueront de façonner la réglementation future. Il est donc essentiel pour les investisseurs de rester attentifs aux développements réglementaires et d'adapter leurs stratégies en conséquence.

5. QUID DE LA TUNISIE ?

Les cryptomonnaies ont le potentiel de révolutionner les économies en offrant la décentralisation et la flexibilité financière. Une adoption précoce des cryptomonnaies pourrait améliorer l'efficacité des transactions, réduire les coûts et améliorer l'inclusion financière en Tunisie. En tirant des leçons des succès d'autres pays, la Tunisie pourrait développer des stratégies adaptées, notamment des initiatives gouvernementales favorables, une collaboration avec le secteur privé et des campagnes de sensibilisation du public.

Cependant, la Tunisie semble prudente dans l'adoption de ces nouvelles technologies, citant des préoccupations et des incertitudes. Alors que de nombreux pays bénéficient de l'adoption des cryptomonnaies, l'approche de la Tunisie semble plus réservée. Le pays évalue les avantages potentiels par rapport aux préoccupations persistantes, telles que la volatilité des prix, la sécurité, la réglementation et la protection des investisseurs. Cette attitude prudente peut être interprétée comme un comportement économique avisé, mais elle risque également de manquer des opportunités de croissance et d'innovation.

Selon le ministre des Finances, le projet du nouveau code des changes, paru en mars 2024 et qui sera soumis à l'approbation du parlement, encadre, pour la première fois en Tunisie, la régulation des cryptomonnaies². La ministre a affirmé que

² Le projet du nouveau Code des Changes définit les cryptoactifs comme une représentation numérique d'une valeur qui n'est pas

les dispositions de ce projet autorisent les citoyens tunisiens à détenir et à échanger des cryptomonnaies, qui représentent une forme de monnaie virtuelle.

Toutefois, cette activité est soumise à une autorisation de la Banque Centrale de Tunisie (BCT) et assortie d'un seuil financier important défini dans les textes réglementaires à venir, lesquels seront établis après l'approbation du nouveau code des changes. De plus, il est essentiel de procéder à la conversion des cryptomonnaies en monnaie fiduciaire.

« La Tunisie semble prudente dans l'adoption de ces nouvelles technologies, citant des préoccupations et des incertitudes. Alors que de nombreux pays bénéficient de l'adoption des cryptomonnaies, l'approche de la Tunisie semble plus réservée. Le pays évalue les avantages potentiels par rapport aux préoccupations persistantes telles que la volatilité des prix, la sécurité, la réglementation et la protection des investisseurs »

6. COMMENT RÉDUIRE LA FORTE VOLATILITÉ DES CRYPTOMONNAIES ?

La forte volatilité des cryptomonnaies est une caractéristique bien connue de ce marché financier émergent. Cette volatilité peut être à la fois une opportunité de profit et un risque significatif pour les investisseurs.

6.1 Les facteurs influençant la volatilité

- **La jeunesse du marché** : Le marché des cryptomonnaies est relativement nouveau et moins mature que d'autres marchés financiers. En raison de sa jeunesse, il est plus susceptible aux fluctuations de prix importantes.
- **Le manque de régulation** : Le manque de régulation dans le marché des cryptomonnaies peut contribuer à l'incertitude et à la volatilité des prix. L'absence de garde-fous peut permettre à des événements imprévus ou à des manipulations de marché de provoquer des mouvements de prix drastiques.
- **L'actualité et les événements** : Les annonces concernant les développements technologiques, les réglementations gouvernementales, ou les adoptions institutionnelles

émise ou garantie par une Banque Centrale ou par une autorité publique, qui n'est pas nécessairement attachée à une monnaie ayant cours légal et qui ne possède pas le statut juridique d'une monnaie, mais qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme un moyen d'échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement.

«**La jeunesse du marché, le manque de régulation et l'actualité en général sont des facteurs significatifs qui influent sur la volatilité des cryptomonnaies**»

peuvent avoir un impact significatif sur les prix des cryptomonnaies, créant ainsi une volatilité accrue.

À cet égard, à l'approche de la période préélectorale aux États-Unis en 2024, le cours du Bitcoin a atteint des sommets inédits, franchissant la barre des 70 000 dollars américains à la fin d'octobre 2024, un nouveau record depuis mars de la même année. Les investisseurs ont massivement accumulé des actifs liés au Bitcoin, misant sur une victoire de Donald Trump. Ce dernier s'est engagé, lors de la conférence mondiale du Bitcoin en juillet 2024, à transformer les États-Unis en « capitale mondiale du Bitcoin » et à en faire une superpuissance économique. Les marchés américains anticipent une réglementation plus favorable et moins contraignante sur les cryptomonnaies sous la direction de Trump.

6.2 Les stratégies d'atténuation des risques pour les investisseurs

- **La diversification du portefeuille** : Investir dans une variété d'actifs peut aider à réduire l'exposition aux risques spécifiques à une classe d'actifs, y compris la volatilité des cryptomonnaies.
- **L'utilisation de stop-loss** : Les ordres stop-loss peuvent être utilisés pour limiter les pertes en fixant un prix auquel une position sera automatiquement vendue si le prix chute en dessous d'un certain seuil.

- **L'analyse fondamentale** : Une analyse approfondie des fondamentaux des cryptomonnaies (livre blanc et feuille de route du projet, expertise des équipes de développeurs, technologie et cas d'utilisation, dynamique du marché et paysage concurrentiel, les facteurs économiques, comme la tokenomique et la santé financière...) peut aider les investisseurs à prendre des décisions plus éclairées, en se concentrant sur des projets technologiques solides avec un réel potentiel à long terme.
- **L'utilisation de l'analyse technique** : L'analyse technique peut aider les investisseurs à identifier les tendances et les points d'entrée et de sortie potentiels sur le marché des cryptomonnaies, les aidant ainsi à naviguer dans la volatilité.

«**Pour atténuer les risques des cryptomonnaies, les investisseurs peuvent diversifier leur portefeuille, utiliser des ordres stop-loss, mener une analyse fondamentale et technique, tout en surveillant de près l'évolution des réglementations**»

7. CONCLUSION

En conclusion, cette étude souligne les opportunités et les risques associés aux cryptomonnaies. Bien qu'offrant des gains potentiels élevés et une sécurité accrue grâce à la technologie de la blockchain, ces actifs sont également sujets à une forte volatilité des prix, à des risques de sécurité et à des incertitudes réglementaires. Pour atténuer ces risques, les investisseurs peuvent diversifier leur portefeuille, utiliser des ordres stop-loss, mener une analyse fondamentale et technique, tout en surveillant de près l'évolution des réglementations. Une approche réfléchie et adaptative est nécessaire pour tirer parti des opportunités tout en minimisant les risques dans ce marché dynamique des cryptomonnaies.

AVERTISSEMENT

Cette note est publiée par TUNISIE VALEURS à simple titre d'information. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de cryptomonnaies.

BILAN BOURSIER DE 2024 ET PERSPECTIVES DU MARCHÉ ACTIONS

Un bon parcours boursier

Points clés

- Une brise d'optimisme souffle sur le marché actions depuis le début de l'année. L'indice TUNINDEX affiche jusqu'au 31 octobre 2024 une performance annuelle de +12,7% contre une avancée de 3,5% pour la même période de l'année passée. Les actifs risqués ont retrouvé les faveurs des investisseurs en raison des bonnes performances financières des sociétés cotées au titre de l'exercice 2023 et de leur distribution généreuse de dividendes. Les résultats concluants de l'exercice 2023 confirment la capacité de résilience du secteur privé face à la morosité ambiante.
- Entre des taux d'intérêt élevés, une forte inflation et une volatilité conséquente pour les placements boursiers, la conjoncture a incontestablement de quoi désorienter plus d'un épargnant. L'équation est en effet complexe, car la rémunération réelle des placements sans risque traditionnels reste faible alors que l'inflation se maintient à des niveaux élevés. C'est la raison pour laquelle, il faut faire preuve d'une vigilance extrême et d'une prudence renforcée dans la stratégie de sélection de valeurs. La solidité des fondamentaux et la qualité du management restent notre ligne de conduite pour faire face aux aléas de l'environnement.
- Dans ce climat qui se caractérise par un manque de visibilité, l'année 2025 s'annonce incertaine.

1. UN PARCOURS EN DEUX TEMPS DANS UN MARCHÉ PEU DYNAMIQUE

Sur les dix premiers mois de 2024, le marché a connu un parcours boursier en deux teintes. Après avoir débuté l'année dans l'hésitation, le marché s'est embarqué dans un mouvement haussier à partir de mi-février (13/02/2024). L'indice de référence a clôturé le mois d'octobre avec une performance de 12,7%. Rappelons que pour la même période en 2023, le TUNINDEX cumulait un rendement de 3,5%.

Les bonnes performances financières des sociétés cotées au titre de l'exercice 2023 (une hausse du résultat net des sociétés cotées de 11,5% à 2,6 milliards de dinars aidée par une progression des résultats nets des banques de 8,5% à 1,5 milliard de dinars et par une envolée des bénéfices du secteur agroalimentaire et boissons de 31,8% à 0,5 milliard de dinars) et leur distribution généreuse de dividendes (une hausse de l'enveloppe des dividendes distribués au titre de l'exercice 2023 de 10,2% à 1,4 milliard de dinars) ont stimulé

l'appétit des investisseurs et restauré leur confiance dans les actifs risqués.

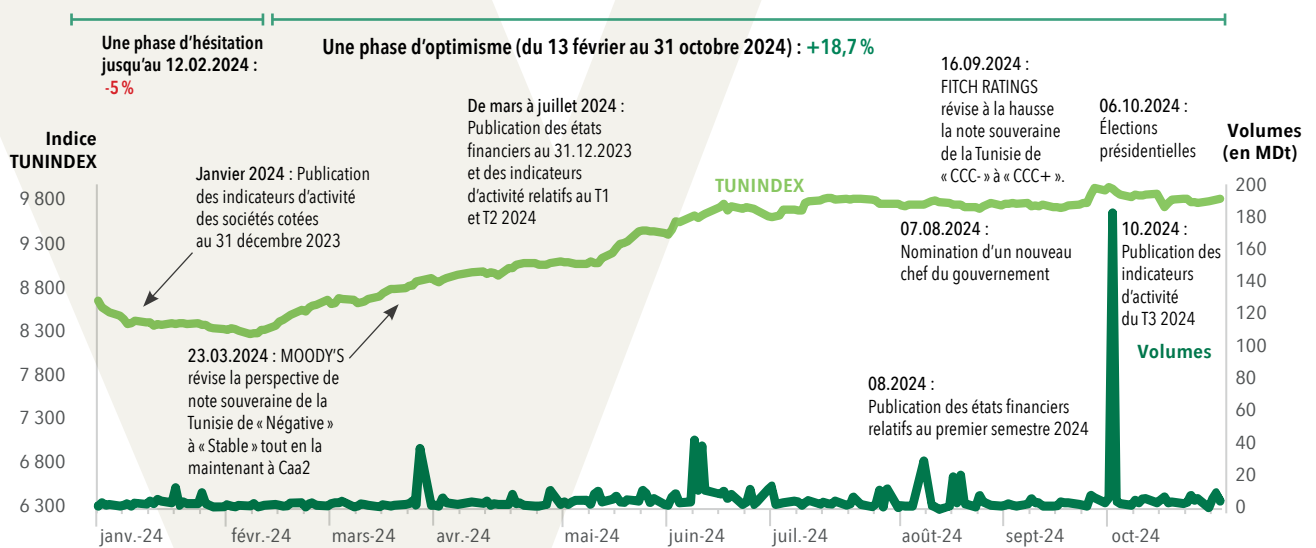
L'incertitude des investisseurs, malgré les bons résultats des sociétés, se retrouve dans le rétrécissement des volumes échangés. Les dix premiers mois de 2024 ont été marqués par un ralentissement du rythme des échanges comparativement à la même période de 2023. Un flux moyen quotidien de 6,3 MDt a été échangé sur le marché, soit une régression de 7,9% par rapport à la même période de 2023.

L'assèchement des liquidités est également perceptible sur le marché des blocs. 67 transactions de bloc, ont eu lieu sur les dix premiers mois de 2024, cumulant 371 MDt, contre 66 transactions de bloc, cumulant 455,7 MDt pour la même période de 2023.

À fin octobre 2024, la capitalisation boursière a progressé de 7,4% à 26,3 milliards de dinars, soit 15,8% du PIB. Cette performance tient compte de la radiation des sociétés SERVICOM depuis le 30 avril 2024 (une capitalisation



Évolution du TUNINDEX et des volumes et principaux faits marquants en 2024



boursière de 3 MDt à la veille de sa radiation), MIP depuis le 10 septembre 2024 (une capitalisation boursière de 0,4 MDt à la veille de sa radiation) et ELECTROSTAR (une capitalisation boursière de 3,1 MDt à la veille de sa radiation) et de l'absence de nouvelles mises sur le marché. À la suite de

cette opération, la cote de la bourse ne compte, à fin octobre 2024, que 75 sociétés. Il est important de noter que le marché primaire a été marqué par la réalisation d'une augmentation de capital en numéraire. L'opération se rapporte à la BTE. Pour lui donner les moyens de ses ambitions, renflouer ses fonds

propres et restaurer ses ratios prudentiels, les actionnaires de référence de cette banque à capitaux tuniso-émiratis ont injecté une enveloppe 18,7 MDt dans le capital. L'opération a été réalisée dans la limite de 77,8% du montant initialement prévu (24,1 MDt). La capitalisation boursière de la place de Tunis n'a progressé que de 2 milliards de dinars entre 2018 et 2024 soit 7,7% tandis que l'inflation entre les deux années a dépassé en cumul les 50%.

Sur un autre plan, le taux de la participation étrangère dans la capitalisation boursière s'est élevé à 19,9% à fin octobre 2024, contre 21,2% au terme de 2023. Les transactions réalisées pour le compte des étrangers sur la cote de la bourse ont induit un solde net négatif de 97,8 MDt avec 50,9 MDt pour les acquisitions et 148,7 MDt pour les cessions. La dégradation de la situation économique et les pressions accrues sur les finances publiques sont de nature à déconcerter les investisseurs étrangers. À cela s'ajoutent les craintes d'un nouveau cycle de glissement du dinar et l'attractivité des marchés concurrents à la Bourse de Tunis comme le marché marocain et le marché égyptien.

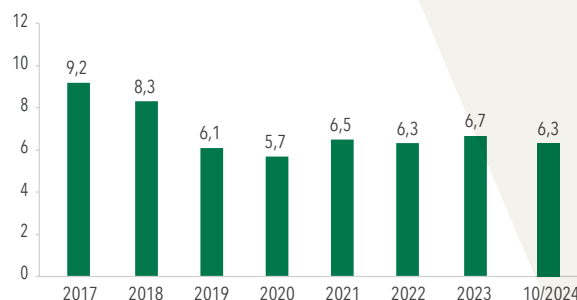
**«Nonobstant la morosité ambiante,
l'industrie de la gestion d'actifs
confirme sa pleine forme.»**

Nonobstant la morosité ambiante, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Le nombre d'OPCVM a augmenté à 124, à fin octobre 2024, contre 121 véhicules au terme de 2023. Par ailleurs, les actifs gérés ont augmenté de 18,4%, atteignant un niveau record de 6,9 milliards de dinars avec une collecte additionnelle nette de 1 066,9 MDt. L'essentiel étant les OPCVM obligataires qui confirment leur place de valeur refuge alors que le papier de l'État bien rémunéré est largement disponible.

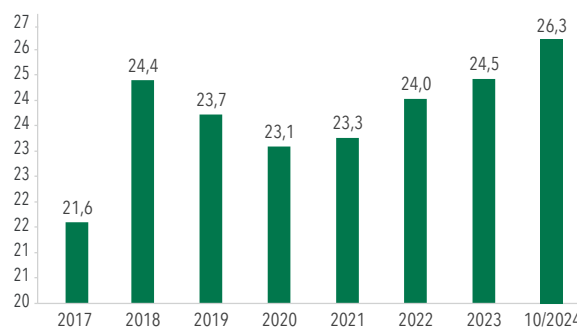
Sur le marché obligataire, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à manifester un appétit pour les émissions obligataires. 12 émissions obligataires, dont 5 sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1^{er} janvier au 31 octobre 2024) pour une enveloppe globale de 373,6 MDt. À noter que les banques ont été les grandes absentes du marché obligataire primaire (en tant qu'entités émettrices) sur les dix premiers mois de 2024. Pour leur part, les institutions de microfinance continuent leur percée sur le marché obligataire primaire en émettant pour la première fois en Tunisie des emprunts par appel public à l'épargne. ENDA TAMWEEL a ouvert le bal en mai dernier avec une émission de 50 MDt. Elle a été suivie par TAYSIR MICROFINANCE en août (une émission de 40 MDt).

Sur les dix premiers mois de 2024, le Trésor a effectué 13 adjudications de BTA, dont 2 adjudications d'échange et 4 adjudications infructueuses, ce qui lui a permis de lever 2 788,9 MDt contre un besoin annuel prévu de 2 375 MDt (selon la Loi de Finances de 2024).

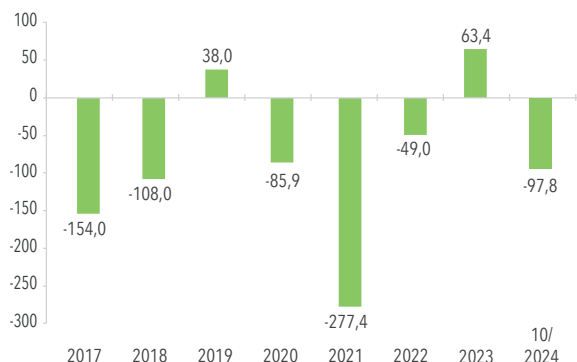
Évolution des volumes moyens du marché Actions (en MDt)



Évolution de la capitalisation boursière de la place de Tunis (en milliards de dinars)



Évolution du flux net des investissements des étrangers (en MDt)



À l'image de l'année dernière, les adjudications de BTC se sont multipliées en 2024. Au total, 42 adjudications de BTC ont eu lieu, sur les dix premiers mois de 2024, permettant au Trésor de mobiliser 8 483 MDt. Ce montant tient compte de 8 émissions exceptionnelles faites quasi exclusivement auprès des banques, et portant sur 6 172 MDt.

Sur les dix premiers mois de 2024, le Trésor a lancé trois tranches de l'emprunt obligataire national de 2024 (en février, mai et septembre) lui permettant de mobiliser 3,7 milliards de dinars, contre un montant total budgétisé dans la Loi de Finances de 2024 de 2,9 milliards de dinars.

Au mois de mai, les banques locales sont encore une fois venues à la rescousse du budget de l'État en mettant à la disposition de l'État, dans le cadre du mécanisme des prêts syndiqués, un montant en devises de 570 MDt. Dans le plan de financement du budget de 2024, un crédit syndiqué de 693 MDt est planifié.

Au total, le Trésor a levé un montant de 15,6 milliards de dinars (entre Bons du Trésor, emprunt national et prêt syndiqué), sur les dix premiers mois de 2024, contre un montant annoncé de 11,7 milliards de dinars sur le marché intérieur de la dette (selon la Loi de Finances de 2024), ce qui représente un taux de réalisation du budget de 133,3%.

Le recours intensif de l'État à l'endettement intérieur produit un effet d'éviction des autres émetteurs et dénote une difficulté grandissante d'accès au marché international et un retard dans la mobilisation de ressources extérieures pour financer le budget de l'État. Ces difficultés sont principalement dues à l'arrêt des négociations avec le FMI pour l'obtention d'un prêt de 1,9 milliard de dollars et à la dégradation de la note souveraine de la Tunisie. Elles montrent aussi que la Tunisie recourt de plus en plus pour ses besoins spots à des crédits commerciaux à court terme ; des financements onéreux pour financer ses besoins en biens de consommation obligatoires.

2. QUELLE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT ADOPTER EN 2025 ?

L'économie mondiale vit, actuellement, au rythme des perturbations liées à la crise de l'énergie et des risques alimentaires compte tenu de la situation qui prévaut en Ukraine et au Moyen-Orient.

La croissance mondiale demeure faible, creusant les inégalités de revenus au sein des pays et aggravant la pauvreté. Selon les estimations du FMI, la croissance mondiale devrait atteindre 3,2% en 2024 et 2025. Selon l'institution de Bretton Woods, l'inflation mondiale continuera de ralentir. Dans les pays avancés, selon les prévisions révisées, le rythme de la désinflation devrait fléchir en 2024 et 2025. Toutefois, l'atténuation progressive des tensions sur les marchés du travail, conjuguée à une baisse attendue des cours de l'énergie, devrait ramener l'inflation globale à son niveau cible d'ici la fin de l'année 2025. L'inflation devrait se maintenir à un taux plus élevé dans les pays émergents et les pays en développement et ralentir plus lentement que dans les pays avancés.

En Tunisie, la reprise économique post-COVID-19, déjà insuffisante, ralentit davantage. Les estimations préliminaires de l'Institut National des Statistiques (INS) montrent que l'économie tunisienne a enregistré une croissance de 0,6% au cours du premier semestre de 2024, alors que le PIB n'a pas encore atteint son niveau enregistré avant la crise sanitaire. Les Tunisiens continuent de souffrir d'un chômage élevé (16% à fin juin 2024) et d'une inflation qui, bien qu'en baisse, ne cesse d'éroder leur pouvoir d'achat. La baisse des investissements conjuguée à la hausse de la pression fiscale sur les opérateurs économiques a négativement impacté la croissance économique du pays.

Dans un climat qui se caractérise par un manque de visibilité, l'année 2025 s'annonce incertaine. Malgré la résilience dont

« La question qui se pose maintenant : avec une économie encore à la peine et une épargne au plus bas, le placement en bourse garde-t-il un effet d'appel ? Le placement boursier pourrait, semble-t-il, 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. »

fait preuve le secteur privé (comme en témoignent les comptes du premier semestre 2024 qui font état d'une croissance de la masse bénéficiaire de la cote de 9,3% à 1,4 milliard de dinars, en glissement annuel, pour les 62 sociétés ayant publié leurs états financiers semestriels jusqu'au 30 septembre 2024), nous restons prudents quant à l'évolution du marché d'ici la fin de l'année en cours et en 2025. Au vu de l'alourdissement de la pression fiscale, l'excellente prestation des sociétés cotées au titre de l'année 2023 nous semble difficilement « duplicable » sur les exercices 2024 et 2025.

La question qui se pose maintenant : avec une économie encore à la peine et une épargne au plus bas, le placement en bourse garde-t-il un effet d'appel ? Le placement boursier pourrait, semble-t-il, 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. Ce constat est de nature à favoriser l'arbitrage des investisseurs pour les actifs risqués de qualité. La seconde raison qui explique la résistance de l'investissement en bourse dans ce contexte morose est la résilience des grands comptes (les *Family Offices*). Ces derniers génèrent avec les OPCVM mixtes et les FCP CEA le plus clair des volumes en bourse.

Nonobstant cela, il faut faire preuve d'une vigilance extrême et d'une prudence renforcée dans la stratégie de sélection de valeurs. La solidité des fondamentaux et la qualité du management restent notre ligne de conduite pour faire face aux aléas de l'environnement.

L'horizon de placement est, également, un facteur non négligeable dans notre stratégie de placement. Pour surmonter la morosité ambiante et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement moyen terme de 18 mois.

3. PORTEFEUILLE-TYPE DE TUNISIE VALEURS POUR 2025 : DÉJOUER LA STAGFLATION

Pour l'année prochaine, nous optons pour un portefeuille-type concentré composé de onze lignes.

Nous continuerons à privilégier les capitalisations à forte orientation internationale (bénéficiant d'une conjoncture alternative à la nôtre et des gains de change qu'offre en général la conversion des devises) et les sociétés aux cash-

flows récurrents et au faible levier financier. Les *rois du cash* sont les favoris des investisseurs dans les cycles économiques baissiers qui se prolongent et méritent de ce fait une « prime » sur le marché. Dans cette première famille de *vaches à lait*, nous sélectionnons des titres comme : **SFBT** et **DELICE HOLDING**.

Les valeurs disposant de leviers de croissance sur le marché local (comme **MPBS**) ou en dehors des frontières – et présentant un important potentiel de réévaluation par le marché comme **SAH LILAS**, **SOTUVER**, **TPR** et **CARTHAGE CEMENT** – sont également à préconiser.

Nous continuerons également à recommander les valeurs financières, par opportunisme. Néanmoins, le marathon boursier des dernières années doit appeler à plus de « sélectivité » ; nous sélectionnerons alors les valeurs aux meilleurs fondamentaux (rentabilité, solvabilité, qualité du portefeuille) en l'occurrence **BIAT**, **ATTIJARI BANK**, **AMEN BANK** et **STAR**.

Le thème traditionnel des « valeurs de rendement » devrait perdre son attrait au courant de l'année prochaine. Le niveau

« Nous continuerons à privilégier les capitalisations à forte orientation internationale (bénéficiant d'une conjoncture alternative à la nôtre et des gains de change qu'offre en général la conversion des devises). »

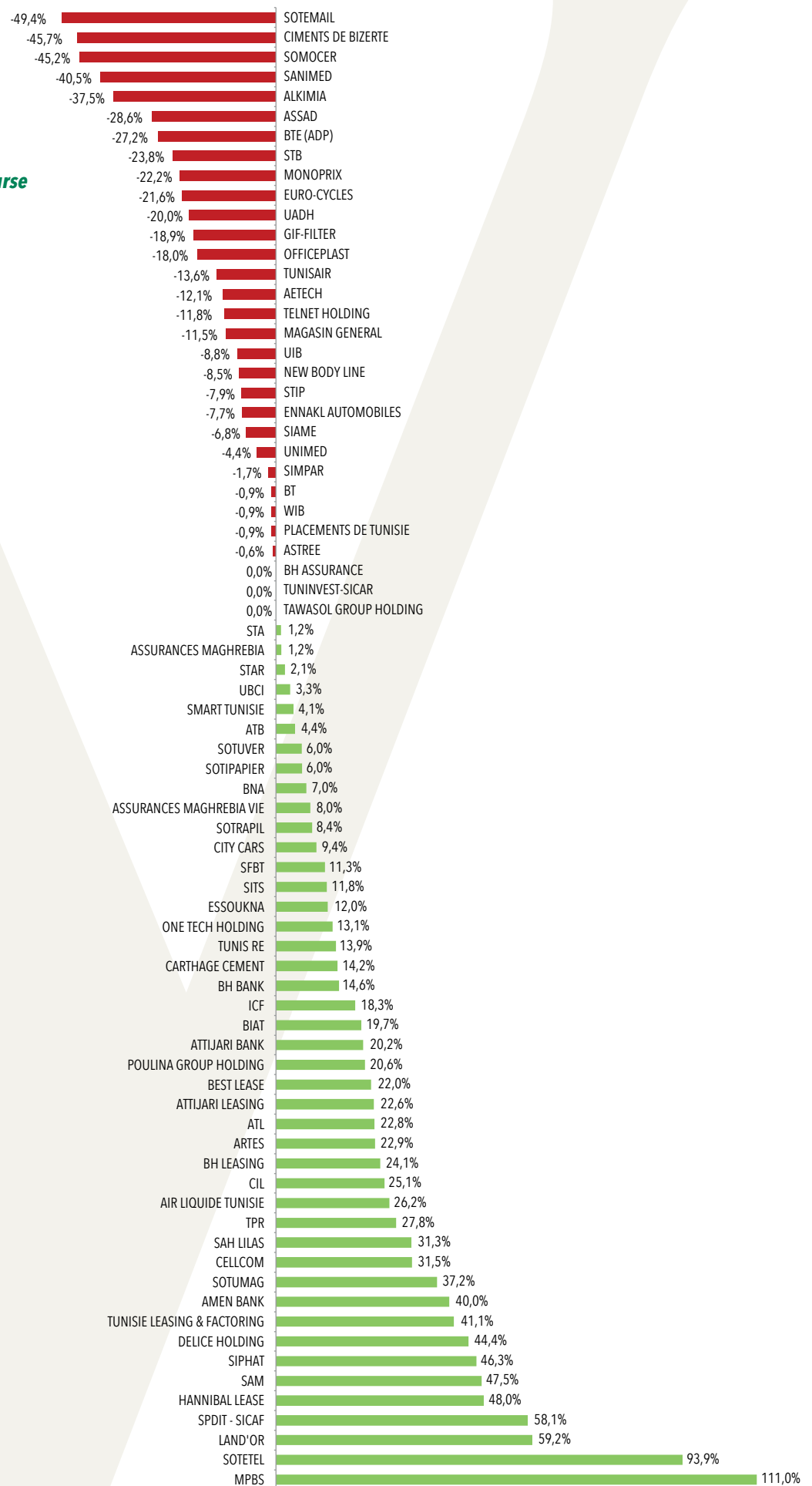
élevé des taux est de nature à aiguïser la concurrence des placements monétaires et obligataires et à détourner les investisseurs de ces valeurs refuges. Pour nous, elles restent recommandées pour les détenteurs de CEA. Dans cette famille, nous avons sélectionné des valeurs de qualité, distribuant de « bons » dividendes (proches de ou supérieurs à 7%) et stables dans la durée. Les valeurs à fort rendement en dividendes comme **SOTUMAG**, **SOTRAPIL**, **TUNISIE LEASING & FACTORING**, **CIL** et **ATL** offrent un matelas de sécurité en cas de retournement du marché.

Chiffres clés du marché financier tunisien

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	10.2024
Performance du TUNINDEX	+8,9%	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%	+2,3%	+15,1%	+7,9%	+12,7%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	19,3	21,9	24,4	23,7	23,1	23,3	24,0	24,5	26,3
Capitalisation boursière (en % PIB)	21,5%	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%	17,9%	16,7%	16,0%	15,8%
Nombre de sociétés cotées	79	81	82	81	80	80	82	78	75
Volumes de transaction (en MDt)	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423	1 614	1 624	1 700	1 299
Flux net des investissements des étrangers (en MDt)	-119,4	-154	-108	38	-85,9	-277,4	-49	+63,4	-97,8
Participation étrangère	24,5%	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%	23,1%	20,9%	21,2%	19,9%
Nombre d'OPCVM en activité	125	123	124	119	119	115	118	121	124
Actifs gérés des OPCVM (en MDt)	4 544	4 361	3 956	3 675	4 683	4 813	5 197	5 787	6 854

Sources : CMF et BVMT.

**Palmarès de la cote de la bourse
au 31 octobre 2024**



SECTEUR BANCAIRE

Cap sur une nouvelle normalité

Points clés

- Une **bonne dynamique au niveau l'activité de la collecte**, en 2023, qui confirme sa capacité de résilience face au contexte économique ardu et une bonne maîtrise du coût des ressources malgré le resserrement monétaire opéré par la Banque Centrale au début de l'année 2023.
- Un **coup de frein au niveau de la production**, en 2023, en raison de la faible demande du crédit. Ce qui a permis avec la bonne collecte de soutenir la liquidité du secteur et de diluer le ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts).
- Une **décélération de la croissance, en 2023, au niveau du PNB**. Le secteur bancaire coté a substantiellement tiré sa croissance des autres revenus et dans une moindre mesure de la marge d'intérêt et des commissions.
- Une **dégradation générale de la productivité** impactée par le contexte inflationniste.
- Une **détérioration de la qualité du portefeuille du secteur bancaire** coté en 2023 avec une hausse du taux des créances classées et une baisse du taux de couverture par les provisions et les agios réservés.
- Une **résistance au niveau de la rentabilité nette**, en 2023, aidée par une relative stabilité du coût net du risque et par la baisse substantielle des dotations aux provisions collectives. Malgré la hausse sensible de la pression fiscale, le secteur bancaire coté a dépassé en 2023, ses niveaux de bénéfices d'avant la crise sanitaire de la COVID-19.
- Une **consolidation globale de la solvabilité**, en 2023. Cette évolution a porté la marque des conditions de distribution des dividendes imposées par la Banque Centrale sur les dernières années, du niveau appréciable des provisions constituées et de la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées.
- Un **exercice 2024 qui s'annonce difficile**. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes de la première moitié de l'année, faisant état de : ❶ une relative accélération de la collecte, ❷ une croissance toujours anémique des crédits sur fond d'un investissement en berne et d'un durcissement de la réglementation prudentielle, ❸ une dégradation globale de la productivité, ❹ une accalmie significative du coût du risque et ❺ une croissance atone des bénéfices.
- Une **nouvelle loi sur les chèques sans provision** (loi 41-2024), renforçant l'arsenal réglementaire bancaire et risquant d'impacter le secteur à partir de 2025.
- Un **bon parcours boursier, depuis le début de l'année** (+11,7% pour l'indice des banques), favorisé par la croissance bénéficiaire affichée en 2023, la distribution généreuse de dividendes (malgré les conditions de distribution des dividendes imposées par l'autorité monétaire).
- Une **valorisation 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. Cependant, le spectre du resserrement du crédit et la perspective de baisse de la masse bénéficiaire en 2024 pourraient générer une montée de l'aversion au risque parmi les investisseurs et une plus grande sélectivité dans le choix des valeurs bancaires. Nous n'écarterons pas un mouvement de prise de bénéfice dans la période à venir.



Le secteur bancaire coté en chiffres⁽¹⁾

■ Banques cotées	12
■ Capitalisation boursière	11,2 milliards de dinars (45,7 % du market cap)
■ Dépôts	91 milliards de dinars
■ Encours crédits	83,7 milliards de dinars
■ PNB	6,7 milliards de dinars
■ Bénéfices nets part du groupe	1,6 milliard de dinars
■ Flottant moyen	33,8 %
■ Échanges annuels du marché	37,6 %

Ratios boursiers⁽²⁾

■ PER 2024e	8,3 x
■ P/B ajusté 2024e ⁽³⁾	0,9 x
■ Dividend yield 2024e	6,6 %
■ ROE consolidé 2024e	10,2 %
■ Performance 2024	+11,7 %

⁽¹⁾ Données au 31 décembre 2023.

⁽²⁾ Données au 16 octobre 2024.

⁽³⁾ P/B normalisé sur la base d'un taux de couverture des créances classées par les provisions et les agios réservés de 70% pour tout le secteur bancaire coté.

1. INTRODUCTION

À deux mois de la fin de l'année, l'économie mondiale vit toujours au rythme des perturbations liées à la crise de l'énergie et des risques alimentaires et sécuritaires compte tenu de la situation qui prévaut en Ukraine, au Moyen-Orient et en Libye. À l'instar de l'économie mondiale, l'économie tunisienne ne s'est pas rétablie du double choc de la COVID-19 et des tensions géoéconomiques dans le monde. Placées en première ligne face à la détérioration de la conjoncture économique, les banques devraient être éprouvées durant l'exercice 2024 par la crise multiforme que traverse la Tunisie.

Avec une capitalisation boursière de 11,8 milliards de dinars, le secteur bancaire est la première force de notre marché actions et son pacemaker, représentant 45,4 % de la capitalisation totale. Son état de santé reste un baromètre essentiel de l'investissement en bourse.

L'année 2023 a été plus difficile que prévu pour le secteur bancaire coté. Entre une économie à la peine prise dans l'état de l'inflation et du ralentissement et des finances publiques en souffrance avec une liquidité bancaire tendue et une réglementation prudentielle de plus en plus contraignante, les banques cotées ont dû naviguer à vue et revoir à la baisse leurs ambitions de croissance.

Les banques ont, donc, connu une décélération de la collecte, un coup de frein en matière de distribution des crédits et un ralentissement du point de vue de la croissance du PNB. N'eût été la vigueur du PNB sur la première moitié de l'année, qui a été aidée par le relèvement de 75 pbs du taux directeur de la Banque Centrale de Tunisie (BCT), le secteur bancaire aurait connu une dégradation de sa rentabilité.

Le secteur bancaire est confronté à une avalanche d'évolutions réglementaires : renforcement des normes de solvabilité, montée en charge des exigences de liquidité, préparation à la migration vers les normes comptables internationales (normes IFRS) et entrée en vigueur de la loi 41-2024 relative aux chèques sans provision à partir de 2025. Cette dernière marque un tournant majeur dans les pratiques bancaires et les comportements des clients des banques.

Au vu du marasme économique ambiant, d'un climat des affaires peu propice à l'investissement, de la montée en charge des exigences réglementaires et de l'alourdissement de la pression fiscale, une nouvelle normalité s'impose au secteur bancaire dans les prochaines années. Celle du ralentissement de la croissance. Une normalité qui obligera les banques à dénicher de nouveaux leviers de croissance (de nouveaux produits et de nouveaux services générateurs de plus forte valeur ajoutée), à privilégier la qualité aux volumes et à être plus sélectives en matière de risques. Avec une activité du crédit classique qui bat de l'aile, nous nous attendons à ce que les banques intensifient leur orientation vers le financement du budget de l'État.

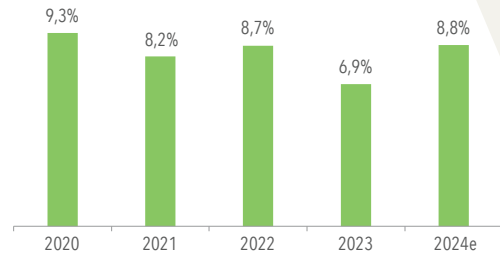
Les tendances précitées creuseront davantage les disparités fondamentales entre les banques cotées, distribuant à nouveau ainsi les cartes de l'investissement en bourse et alimentant un mouvement de Flight to Quality. Les banques les plus solides sur le plan fondamental (liquidité, solvabilité et rentabilité) seront les plus à même de surmonter les contraintes conjoncturelles et réglementaires.

2. ÉTAT DES LIEUX 2023 ET PERSPECTIVES

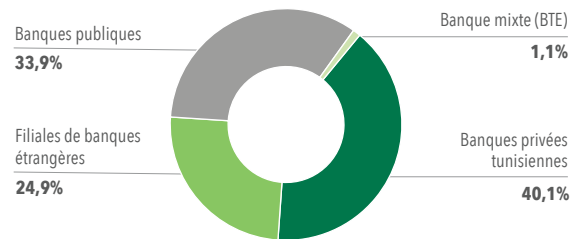
2.1 Les dépôts

Durant 2023, l'activité de la collecte a été bien résiliente pour les banques cotées. Bien qu'en décélération comparative à 2022, l'encours des dépôts agrégé du secteur bancaire coté s'est hissé de 6,9% à 91 milliards de dinars. Cette bonne performance intervient, concomitamment avec la politique de

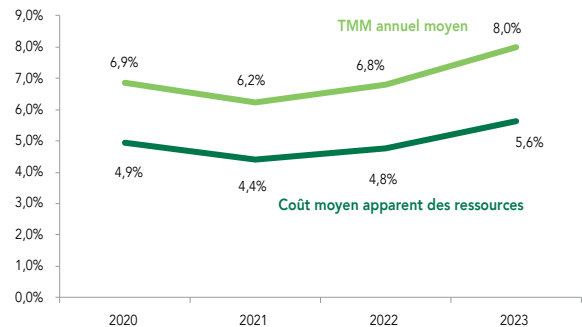
Évolution de l'encours des dépôts du secteur bancaire coté



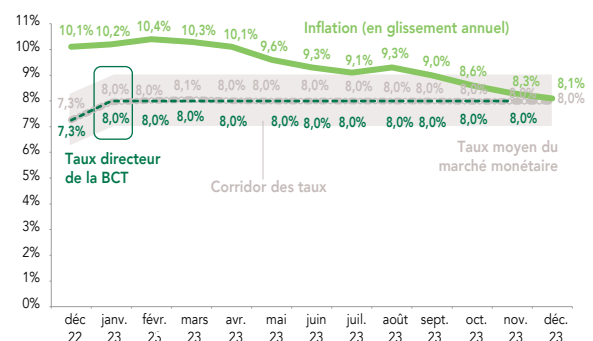
Répartition des dépôts du secteur bancaire coté en 2023



Évolution du coût moyen apparent des ressources du secteur bancaire coté Vs TMM annuel moyen



Évolution du taux d'inflation vs principaux taux de la BCT



réduction du nombre d'agences bancaires entamée par les banques depuis 2021 (fermeture de 29 agences depuis 2021, portant le nombre d'agences à 1593 pour tout le secteur coté à fin 2023).

Le resserrement de la politique monétaire par la BCT opéré en 2023 en brandissant l'arme des taux (rehaussement du directeur de 75 pbs, engendrant une hausse du TMM de 122 pbs en moyenne sur l'année 2023 et relèvement du taux minimum de rémunération de l'épargne de 75 pbs entre décembre 2022 et décembre 2023) a stimulé le retour de l'épargne vers le circuit bancaire.

En 2023, les banques privées se sont montrées plus réactives en matière de collecte que leurs consœurs publiques. Le sec-

teur privé a vu son encours des dépôts agrégé augmenter de 8% à 59,2 milliards de dinars. Quant au secteur public, il a reporté une progression de son encours des dépôts agrégé de 4,6% à 30,8 milliards de dinars.

Toutes les catégories de dépôts ont affiché des évolutions positives, mais ce sont les dépôts d'épargne qui ont affiché la hausse la plus soutenue (+10,4% à 29,5 milliards de dinars). La focalisation sur les dépôts d'épargne est avantageuse pour le secteur à bien des égards. Elle lui permet d'éviter toute surenchère tarifaire et d'autoalimenter la croissance des crédits.

Grâce à la croissance modérée des dépôts à terme (+6,1% à 29,3 milliards de dinars), les banques cotées continuent à

Encours des dépôts

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2023	Variation 2022-2023	Part de marché 2023	Encours des dépôts 2024e	Variation 2023-2024e
BIAT	18 802,5	+9,5%	20,7%	20 118,6	+7,0%
BNA	11 887,0	+7,8%	13,1%	13 670,0	+15,0%
STB	10 177,5	+3,0%	11,2%	11 195,2	+10,0%
ATTIJARI BANK	10 045,8	+7,6%	11,0%	10 949,9	+9,0%
BH	8 751,5	+2,4%	9,6%	9 101,6	+4,0%
AMEN BANK	7 625,6	+9,1%	8,4%	8 121,3	+6,5%
ATB	6 349,1	+2,2%	7,0%	6 730,0	+6,0%
UIB	6 285,9	+7,0%	6,9%	6 851,7	+9,0%
BT	5 803,6	+9,4%	6,4%	6 383,9	+10,0%
UBCI	3 393,5	+6,8%	3,7%	3 631,1	+7,0%
BTE	973,7	+10,1%	1,1%	1 071,1	+10,0%
WIB	903,8	+20,8%	1,0%	1 138,8	+26,0%
Secteur bancaire coté	90 999,4	+6,9%		98 963,2	+8,8%
Dont banques publiques*	30 816,0	+4,6%	33,9%	33 966,8	+10,2%
Dont banques privées*	59 209,7	+8,0%	65,1%	63 925,2	+8,0%

Coût des ressources moyen apparent	2022	2023	Variation 2022-2023 (en points de base)
BIAT	3,4%	3,9%	53
ATTIJARI BANK	3,4%	4,1%	62
UBCI	3,2%	4,3%	115
UIB	4,4%	5,4%	96
BT	4,7%	5,4%	75
ATB	4,7%	5,6%	89
WIB	4,8%	5,7%	90
BH	4,8%	5,9%	114
STB	5,1%	6,3%	124
AMEN BANK	5,6%	6,5%	90
BTE	6,0%	6,5%	52
BNA	5,8%	6,8%	100
Moyenne du secteur bancaire coté	4,8%	5,6%	89
Dont secteur public*	5,3%	6,4%	109
Dont secteur privé*	4,3%	5,1%	76

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

manifestent une bonne maîtrise de leur coût de ressources. En effet, selon nos estimations, le coût des ressources moyen apparent du secteur bancaire coté a augmenté de 89 points de base seulement à 5,6% (contre une hausse moyenne de 122 pbs pour le TMM sur l'année écoulée).

La meilleure performance de l'année est revenue à WIFAK INTERNATIONAL BANK. L'unique banque islamique de la cote a vu son encours des dépôts s'envoler de 20,8% à seulement 903,8 MDt. 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, WIFAK BANK a saisi l'opportunité d'innover en proposant une alternative à ses clients et prospects; le produit HISSAB ITHMAR. 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 Istithmar Moukaida* qui a pour objectif de drainer des ressources et de capter de nouvelles relations. L'année 2023 a été marquée par la poursuite des efforts de densification du réseau pour la banque islamique avec l'ouverture de deux nouveaux points de vente, portant le nombre total d'agences à l'actif de la banque à 44.

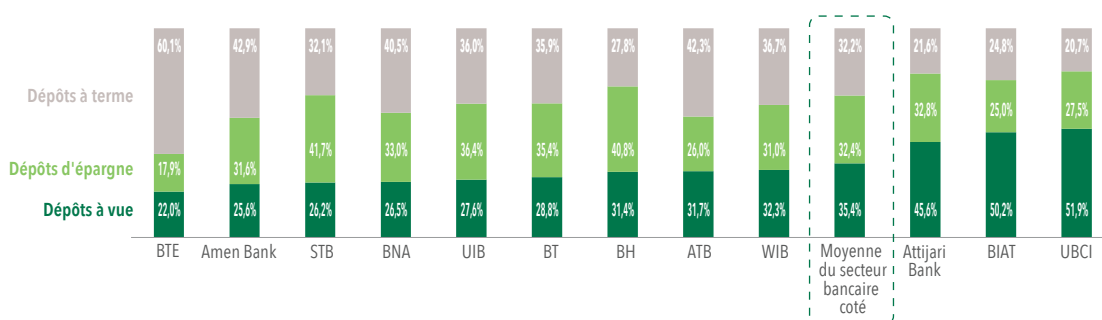
Après la performance terne de l'année 2022, l'activité de collecte retrouve une vigueur nouvelle pour la BTE. L'encours des dépôts de l'ancienne banque de développement s'est apprécié de 10,1% à 973,7 MDt. Longtemps pénalisée par son coût des ressources élevé comparativement à la concurrence cotée, la banque à capitaux tuniso-émiratis a misé sur la collecte des dépôts à vue en 2023. Et le bilan de l'année écoulée s'est avéré concluant pour la banque qui a réussi à faire hisser ses dépôts à vue de 24,1% à 213,9 MDt, portant ainsi la contribution de ces ressources faiblement rémunérées dans le total dépôts à 22% à fin 2023. À noter que cette progression des dépôts à vue de la BTE est la plus élevée à l'échelle du secteur bancaire coté. Selon le business plan de l'augmentation de capital en numéraire réalisée en 2024, un objectif de croissance annuelle moyenne d'environ 6,6% des dépôts et avoirs des clients est prévu pour la période 2024-2028, dans le but de collecter un total de 514 MDt. Par ailleurs, une nouvelle agence sera ouverte chaque année, pour atteindre 36 agences d'ici la fin de l'exercice 2028.

La BIAT, le leader du secteur bancaire, continue à battre des records en matière de collecte. Malgré le contexte économique morose, la banque privée a vu son encours des dépôts augmenter de 9,5% à 18,8 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 206 agences, à fin 2023 et couvrant l'ensemble du territoire tunisien) et à sa base de clientèle large (plus de 900 000 clients). La banque conserve un matelas confortable de dépôts faiblement rémunérés, 50,2% des ressources provenant des dépôts à vue, à fin 2023. Notons, à cet effet, que la BIAT conserve à l'échelle du secteur une position confortable sur cette catégorie de ressources, en concentrant 29,3% de l'encours des dépôts à vue du secteur coté, en 2023.

Dans la continuité de 2022, l'activité de captation des ressources continue à avoir le vent en poupe pour AMEN BANK. L'encours des dépôts du bras financier du groupe PGI a inscrit une hausse de 9,1%, atteignant 7,6 milliards de dinars. La bonne dynamique de la collecte est surtout redevable à la vigueur des dépôts à terme (+15,3% à 3,3 milliards de dinars) et à la bonne évolution des dépôts d'épargne (+7,3% à 2,4 milliards de dinars). Les dépôts à vue ont, quant à eux, affiché une croissance timide de 2% à 1,9 milliard de dinars. À noter que la banque privée affiche la deuxième exposition la plus élevée aux dépôts à terme à l'échelle du secteur bancaire coté (42,9% à fin 2023 contre une moyenne sectorielle de 32,2%). Le contexte haussier des taux qui a prévalu en 2023 et l'orientation des efforts de collecte vers les ressources onéreuses, les dépôts à terme, ont tiré vers le haut le coût des ressources de la banque. Ce dernier a enregistré une avancée de 90 pbs à 6,5%, selon nos estimations en 2023, et continue, de ce fait, de se comparer défavorablement à la concurrence cotée. La banque continue à faire pression à la baisse sur la part des institutionnels dans l'ensemble des dépôts. Cette dernière est revenue à 6% en 2023 contre 10% deux années plus tôt.

L'activité de la collecte confirme sa pleine forme pour les banques cotées au premier semestre 2024. L'encours des dépôts du secteur coté a augmenté de 4,1% à 94,7 milliards de dinars, par rapport au 31 décembre 2023. Il semblerait que le contexte de taux élevés et le relatif apaisement des pressions inflationnistes comparativement à la même période de 2023 (un taux d'inflation moyen de 7,4% sur le premier semestre 2024

Structure des dépôts du secteur bancaire coté (2023)



contre un taux de 10% sur la première moitié de 2023) aient stimulé le retour de l'épargne vers le circuit bancaire.

Toutes les catégories de dépôts se sont bien orientées sur les six premiers mois de 2024 par rapport au 31 décembre 2023 (une hausse des dépôts à vue de 2,2% à 32,9 milliards de dinars, une progression des dépôts d'épargne de 3,9% à 30,7 milliards de dinars et une augmentation des dépôts à terme de 6,5% à 31,2 milliards de dinars).

Toutes les banques cotées sont parvenues à afficher des évolutions positives de leurs dépôts, hormis l'ATB (une baisse de l'encours des dépôts de -1,2% par rapport au 31 décembre 2023 à 6,3 milliards de dinars), ce qui est une performance en soi dans ce contexte de crise économique. La filiale du groupe ARAB BANK semble adopter une nouvelle stratégie de désengagement des ressources onéreuses (-7,6% à 2,5 milliards de dinars) dans une optique d'optimisation du coût des ressources, ce qui a tiré vers le bas la collecte de la banque privée.

Sur la deuxième moitié de l'année, les banques cotées devraient presser le pas en matière de collecte, comme d'habitude, surtout sur le dernier trimestre. Nous tablons, ainsi, sur une croissance de l'encours de dépôts du secteur bancaire coté de 8,8% à 99 milliards de dinars sur l'année pleine 2024.

2.2 Les crédits

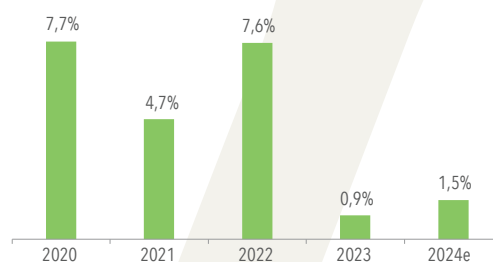
En 2023, l'activité du crédit a affiché un véritable coup de frein pour les banques cotées qui contraste avec la bonne dynamique de la collecte et qui montre la volonté collective d'améliorer le ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts). Les banques cotées ont vu leur encours des crédits quasiment stagner (+0,9%) à 83,7 milliards de dinars. Selon nous, l'essoufflement de la distribution du crédit observé en 2023 trouve son origine dans deux principaux facteurs :

- 1. Un facteur exogène** : 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. Un facteur endogène** : malgré l'assouplissement de la réglementation prudentielle notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire² et ce, depuis l'éclatement de la crise sanitaire de la COVID-19, 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, le temps que la demande de financement reprenne des couleurs.

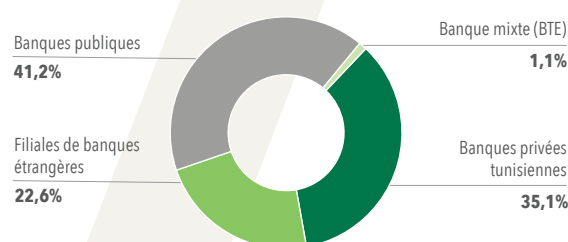
Ce net ralentissement des octrois de crédits par les banques est corroboré par les dernières statistiques de la BCT. Selon l'autorité monétaire, le rythme de progression annuelle du crédit bancaire à l'économie a augmenté de 2,3%, seulement, à fin décembre 2023. Ce constat illustre, l'effet d'éviction exercé par les émissions importantes et récurrentes de l'État sur le marché de la dette intérieure faute de ressources extérieures.

² Pour les banques en dépassement de la limite de 120%, l'exigence trimestrielle de réduction du ratio de transformation réglementaire imposée par la BCT a été ramenée depuis 2020 à 1% contre 2% précédemment.

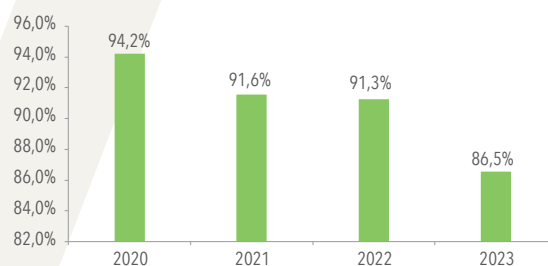
Évolution de l'encours des crédits du secteur bancaire coté



Répartition des crédits du secteur bancaire coté en 2023



Évolution du ratio de transformation globale du secteur bancaire coté



Il est à souligner que les émissions des bons du Trésor au terme de l'année 2023 se sont élevées à 18 289 MDt contre des remboursements à ce titre d'un montant de 15 350 MDt, soit des souscriptions nettes de +2939 MDt (contre 16 422 MDt, 12 595 MDt et +3827 MDt, respectivement, à fin 2022).

En 2023, l'encours total des crédits est revenu à 95,4% du PIB contre 98,9% en 2022 et 99,4% en 2021. Cette baisse est expliquée par le repli des créances sur l'économie. Cependant les créances sur l'État ont atteint un plus haut historique à 23,6% du PIB.

Avec une collecte soutenue et une croissance anémique des crédits, le ratio de transformation globale³ du secteur coté a

³ Le ratio de transformation globale est égal à l'encours des crédits divisé par l'encours des dépôts et les ressources spéciales. Ce ratio nous sert de « benchmark » pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts). Faute d'informations suffisantes sur la composition des dépôts et des ressources spéciales au 31 décembre 2023 pour toutes les banques cotées, notre ratio de transformation globale inclut les dépôts en devises, les emprunts obligataires et les emprunts sur le marché monétaire. Ce faisant, le ratio de transformation réglementaire devrait être théoriquement plus élevé pour le secteur coté.

poursuivi son trend baissier, dans la continuité des dernières années. Ce dernier s'est rétracté de 4,7 points de pourcentage à 86,5%, à fin 2023, soit son niveau le plus bas depuis l'instauration du ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) en 2018.

La baisse la plus substantielle du ratio de transformation globale a été constatée chez les banques publiques (-7,5 points de pourcentage en moyenne à 102,7% à fin 2023) qui ont accusé un repli de leur volume agrégé des engagements de 2,9% à 34,5 milliards de dinars. Alors que les banques privées

Encours des crédits

Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2023	Variation 2022-2023	Part de marché 2023	Encours des crédits 2024e	Variation 2023-2024e
BNA	13 792,9	-0,3%	16,5%	13 379,1	-3,0%
BIAT	12 442,4	+1,3%	14,9%	12 691,2	+2,0%
STB	10 514,7	-4,6%	12,6%	10 041,5	-4,5%
BH	10 211,4	-4,5%	12,2%	10 415,6	+2,0%
AMEN BANK	7 166,5	+4,0%	8,6%	7 274,0	+1,5%
ATTIJARI BANK	7 013,0	+5,5%	8,4%	7 644,2	+9,0%
UIB	6 531,1	+2,4%	7,8%	6 629,1	+1,5%
BT	5 827,7	+10,0%	7,0%	6 293,9	+8,0%
ATB	5 366,4	-1,4%	6,4%	5 371,7	+0,1%
UBCI	2 964,0	+5,1%	3,5%	3 141,8	+6,0%
WIB	995,9	+24,0%	1,2%	1 145,3	+15,0%
BTE	920,3	+4,2%	1,1%	994,0	+8,0%
Secteur bancaire coté	83 746,3	+0,9%		85 021,5	+1,5%
Dont secteur public*	34 519,0	-2,9%	41,2%	33 836,3	-2,0%
Dont secteur privé*	48 231,4	+3,7%	57,6%	50 040,0	+3,7%

Ratio de transformation globale

	31.12.2022	31.12.2023	Variation	Ratio de transformation réglementaire (2023)
BIAT	68,5%	63,6%	↓	86,0%
ATTIJARI BANK	70,3%	69,0%	↓	NC
ATB	82,2%	79,3%	↓	107,6%
AMEN BANK	88,1%	84,8%	↓	104,3%
UBCI	86,2%	84,9%	↓	111,0%
BTE	89,7%	85,6%	↓	108,4%
BT	94,1%	95,1%	↑	109,4%
STB	104,8%	97,3%	↓	110,3%
UIB	104,0%	99,9%	↓	112,0%
BH	106,9%	100,1%	↓	115,1%
WIB	99,1%	103,0%	↑	110,0%
BNA	117,7%	109,3%	↓	NC
Secteur bancaire coté	91,3%	86,5%	↓	
Dont secteur public*	110,1%	102,7%	↓	
Dont secteur privé*	80,7%	77,8%	↓	

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

ont reporté un rebond de leurs encours agrégés des crédits de 3,7 % à 48,2 milliards de dinars.

Toutes les banques de la cote ont vu leurs encours des crédits augmenter, hormis l'ATB et le trio des banques publiques cotées.

WIFAK INTERNATIONAL BANK a réalisé la progression la plus soutenue à l'échelle du secteur coté sur le front des crédits. La banque a vu le volume de ses engagements se hisser de 24 % à 995,9 MDT, dépassant ainsi pour la première fois la BTE. À fin avril 2024, M. Mohamed Hédi BEN AYED détient de concert avec des personnes physiques et morales 40% du capital de WIFAK devenant, ainsi, le premier actionnaire de la banque islamique devant la SID, la filiale de la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT, qui en détient 30%. Rappelons que le CMF avait annoncé, début 2023, qu'il envisage de soumettre M. BEN AYED à une OPA Obligatoire visant les actions de WIFAK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 DT l'action. Le déclenchement de la procédure attend toujours l'obtention du nouvel actionnaire de référence de l'agrément de la BCT.

Confortée par une bonne collecte, la BT continue sur sa lancée commerciale entamée en 2022. La banque privée a vu son encours des crédits rebondir vigoureusement de 10 % à 5,8 milliards de dinars. La croissance soutenue des crédits en 2023 a rejailli sur le ratio de transformation réglementaire de la banque (Crédits/Dépôts). Ce dernier s'est élargi de 4,9 points de pourcentage à 109,4%, mais il demeure parmi les plus faibles en Tunisie. Au cours de l'exercice 2023, la BT a poursuivi son programme de réorganisation de ses fonctions et structures pour les rendre plus efficaces et se préparer à la réalisation des objectifs de développement envisagés au cours des prochains exercices. La BT a engagé une réflexion sur la stratégie de développement à adopter par la banque pour assurer sa croissance et atteindre une part de marché plus significative. Cette réflexion est en cours et la banque se fait assister par son actionnaire de référence et un cabinet d'expertise externe.

À un rythme moins soutenu que la collecte, ATTIJARI BANK a affiché une bonne croissance de son encours des crédits. Les engagements de la banque ont crû de 5,5%, dépassant le cap symbolique de 7 milliards de dinars. Les bonnes performances en ce qui touche l'activité de mobilisation des ressources ont valu à la banque d'améliorer son ratio de transformation globale (Crédits/[Dépôts + Ressources Spéciales]) de 1,3 point de pourcentage à 69%. Ce niveau, parmi les plus bas du secteur bancaire coté, confère à la banque une marge de manœuvre considérable pour revigorer sa croissance dès les premiers signes de reprise économique.

Il semble que le changement du tour de table de l'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS avec l'entrée d'un nouvel actionnaire de référence tunisien, le groupe CARTE (en 2021) ait déclenché un nouveau départ commercial pour l'UBCI. Bien qu'il soit en décélération par rapport en 2022, l'encours des crédits de la banque a crû à un rythme supérieur à celui de la concurrence cotée (une hausse du volume des engagements de l'UBCI de 5,1 % à 3 milliards de dinars). Le ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) a diminué de 2,1 points de pourcentage en 2023 à 111% et préserve une marge de 9 points de pourcentage par rapport à la limite réglementaire (de 120%).

Malgré une collecte dynamique, la machine de production continue à tourner au ralenti pour les banques cotées. Le secteur bancaire coté a cumulé sur les six premiers mois de l'année en cours une croissance poussive du volume de ses engagements de 1,2 % à 84,7 milliards de dinars. Le climat des affaires peu propice à l'investissement et la poursuite du grippage de la machine économique (une croissance économique famélique de 0,6% sur le S1 2024) ont visiblement induit une baisse de la demande des crédits. À cela s'ajoute la relative concurrence des caisses de sécurité sociale (CNSS et CNRPS) sur les crédits aux particuliers. Ces dernières ont été, en effet, autorisées à accorder des prêts à leurs affiliés depuis le mois d'avril 2024.

«Il semble que le changement du tour de table de l'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS avec l'entrée d'un nouvel actionnaire de référence tunisien, le groupe CARTE (en 2021) ait déclenché un nouveau départ commercial pour l'UBCI»

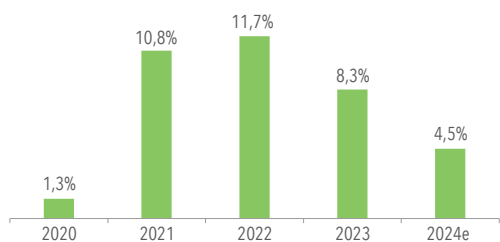
Tenant compte de ce qui précède et d'une régression de l'encours des ressources spéciales de 6% (par rapport au 31 décembre 2023) à 5,4 milliards de dinars pour le secteur bancaire coté, le ratio de transformation globale moyen agrégé des banques cotées a reculé de 2 points de pourcentage à 84,6% sur le premier semestre 2024.

Sur l'année pleine 2024, la dynamique de la production restera intimement liée à l'évolution de la conjoncture économique et de la croissance du PIB. Selon la BCT, pour la période à venir, les données conjoncturelles disponibles laissent entrevoir une poursuite de la tendance haussière de la croissance économique au troisième trimestre 2024, qui sera soutenue par le redressement de la demande extérieure et le renforcement progressif de la demande intérieure.

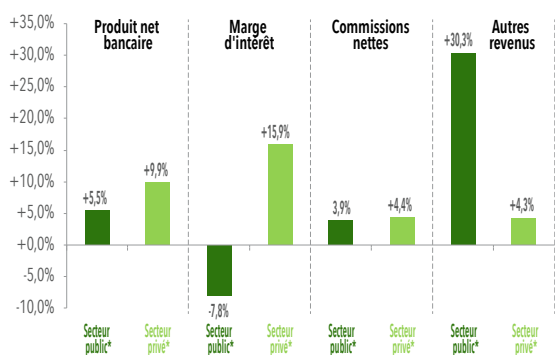
Nous tablons, sur l'année pleine 2024, sur une croissance chétive de l'encours des crédits agrégé du secteur bancaire coté de 1,5 % à 85 milliards de dinars.

La loi 41-2024 du 2 août 2024 relative aux chèques sans provision qui entrera en vigueur à partir du 2 février 2025 impose aux banques l'affectation de crédits d'au moins huit pour cent des bénéficiaires de l'exercice comptable précédent pour la création de lignes de financement de microcrédits honorifiques à court terme ne dépassant pas deux ans, avec des conditions facilitées sans intérêts ni garanties. Les banques sont obligées d'épuiser chaque année les crédits affectés. Les conditions et les critères d'octroi de ce financement seront fixées ultérieurement par décret. Cette mesure est de nature à stimuler la croissance des crédits à partir de 2025, sans pour autant avoir d'impacts sur le PNB des banques.

Évolution du PNB agrégé du secteur bancaire coté

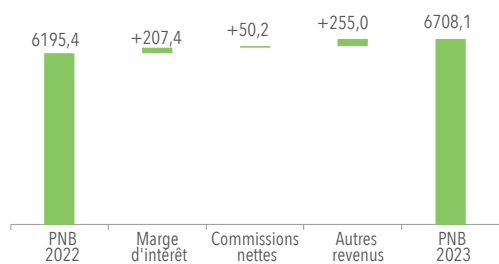


Évolution du PNB et de ses composantes pour le secteur bancaire public* et privé* de la cote en 2023

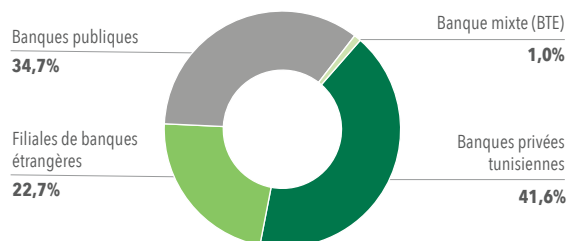


* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

Décomposition de l'évolution du Produit Net Bancaire du secteur bancaire coté en 2023



Répartition du Produit Net Bancaire du secteur bancaire coté en 2023



2.3 Le Produit Net Bancaire

En 2023, le secteur bancaire coté a connu un ralentissement en ce qui concerne la croissance du PNB. Les banques cotées ont enregistré une hausse agrégée de leurs revenus nets de 8,3% à 6,7 milliards de dinars. Cette performance est surtout redevable aux autres revenus (+13,7% à 2,1 milliards de dinars) et à la marge d'intérêt (+6,8% à 3,3 milliards de dinars). Les autres revenus ont eu le vent en poupe en raison d'une activité intense d'émission d'emprunts d'État par le Trésor⁴ et d'une activité de change bien portante du point de vue des salles de marché des banques.

Les banques cotées continuent à contribuer activement au financement du budget de l'État. Selon nos estimations, l'encours global des bons du Trésor détenu par les banques cotées a augmenté en 2023 (+5,4% à près de 14,5 milliards de dinars).

Quant à la marge d'intérêt, et malgré l'atonie de la production, elle a profité d'un effet prix favorable en relation avec le relèvement du taux directeur de 75 pbs opéré en début d'année.

Il est important de signaler qu'en 2023, le secteur bancaire est parvenu à améliorer globalement son spread de crédit (+17 pbs à 4,2% au niveau du spread du crédit apparent moyen agrégé du secteur coté, selon nos estimations) sans pour autant renouer avec son niveau de l'année faste 2019 (un spread de crédit moyen agrégé pour le secteur coté de 4,4%, selon nos estimations).

S'agissant des commissions nettes, elles ont cru de 3,9% à 1,3 milliard de dinars. Cette évolution témoigne du bon redéploiement de l'activité des banques cotées courant l'année 2023, malgré la conjoncture difficile.

Pénalisées par la mauvaise orientation de leur marge d'intérêt (une régression de la marge d'intérêt agrégée du secteur bancaire public de 7,8% à 1,1 milliard de dinars), les banques publiques continuent à freiner la progression du PNB sectoriel. En effet, le trio des banques étatiques a reporté une augmentation agrégée du PNB de 5,5% à 2,3 milliards de dinars, contre une amélioration de 9,9% à 4,3 milliards de dinars pour le secteur bancaire privé coté.

Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leur PNB, excepté la STB. Les revenus nets de la banque publique se sont pliés de -1,6% à 685,1 MDt. À

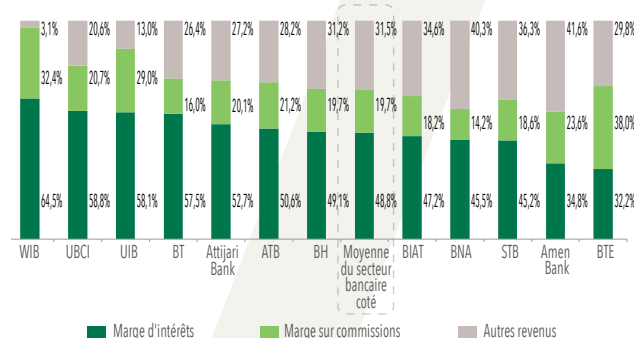
⁴ En 2023, le Trésor a effectué 14 adjudications de BTA, dont 7 ont été infructueuses, ce qui lui a permis de lever 2 093,4 MDt contre un besoin prévu de 2 450 MDt (et un montant budgétisé dans la Loi de Finances Rectificative de 2023 de 1821 MDt). Sur le court terme, 65 adjudications de BTC ont eu lieu en 2023, permettant au Trésor de mobiliser 16 076,5 MDt. Ce montant tient compte de 13 émissions exceptionnelles faites quasi exclusivement auprès des banques, et portant sur 10 720 MDt. En 2023, le Trésor a lancé quatre tranches de l'emprunt obligataire national de 2023 (en février, mai, septembre, novembre et décembre) lui permettant de mobiliser 3,8 milliards de dinars, contre un montant budgétisé dans la Loi de Finances Rectificative de 2023 de 3,3 milliards de dinars. Durant l'année 2023, les intermédiaires en bourse ont collecté 77% des ordres de souscriptions contre 23% par les banques, pour l'emprunt national 2023.

contre-courant de la tendance sectorielle, la banque n'a pas profité du contexte haussier des taux qui a prévalu en 2023. Et c'est la marge d'intérêt qui a plombé le PNB. Cette dernière s'est rétractée de -17,3% à 309,4 MDt, pâtissant de volumes baissiers (une baisse de l'encours des crédits de 4,6% à 10,5 milliards de dinars) et du tassement du spread de crédit (un spread moyen apparent de crédit en retrait de 63 pbs à 3,1%, selon nos estimations en 2023).

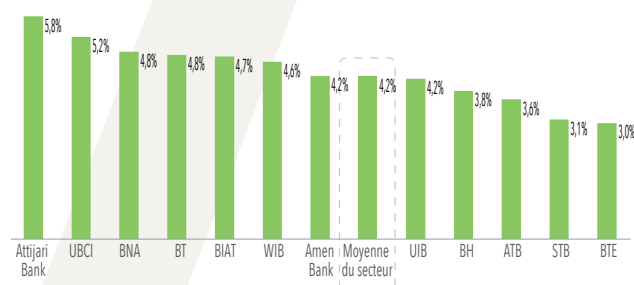
L'année 2023 s'est avérée concluante pour la BT au rayon de la génération du PNB. Les revenus nets de la banque ont continué à avoir le vent en poupe, reportant une solide croissance de 12,8% à 478 MDt. Toutes les sources de revenus de la banque ont été bien orientées sur l'année écoulée. Cependant, il convient de préciser que la croissance du PNB a été substantiellement alimentée par la marge d'intérêt (+19,3% à 275 MDt) et par les commissions (+10,6% à 76,6 MDt). Les autres revenus ont, quant à eux, marqué un répit après la hausse remarquable de 2022 (+1,8% à 126,4 MDt). Nonobstant une activité bien portante du point de vue des commissions en 2023, leur contribution dans le PNB reste faible (16%). Cette source de revenus représente un levier de croissance potentiel pour la banque si elle ambitionne de s'aligner à ses consœurs cotées (une proportion moyenne de 19,7% pour le secteur bancaire coté, à fin 2023).

À contre-courant de la tendance sectorielle, l'année 2023 s'est placée sous le signe de l'accélération de la croissance de la génération du PNB pour ATTIJARI BANK (+12,1% à 644,7 MDt). La banque a bénéficié de la bonne orientation de toutes ses catégories de revenus. La marge d'intérêt a

Structure du PNB du secteur bancaire coté (2023)



Spread d'intérêt apparent moyen du secteur bancaire coté (2023)



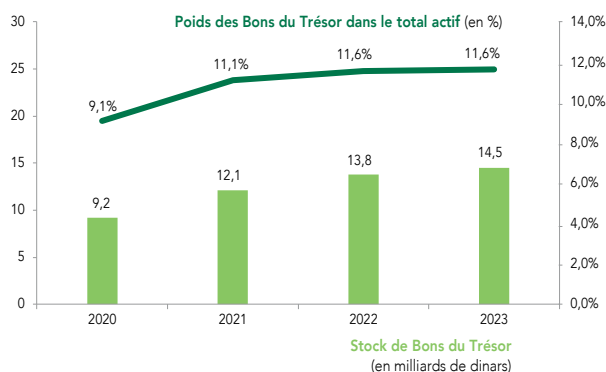
PNB du secteur bancaire coté

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2023	Variation 2022-2023	Com° nettes 2023	Variation 2022-2023	Autres revenus 2023	Variation 2022-2023	PNB 2023	Variation 2022-2023	PdM 2023	PNB 2024e	Variation 2023-2024e
BIAT	659,7	+17,8%	254,0	+3,6%	483,2	+4,5%	1 396,9	+10,2%	20,8%	1 452,7	+4,0%
BNA	446,1	-2,1%	138,8	-3,2%	395,0	+35,8%	979,9	+10,1%	14,6%	984,8	+0,5%
STB	309,4	-17,3%	127,3	+0,1%	248,4	+27,3%	685,1	-1,6%	10,2%	637,1	-7,0%
BH	326,7	-5,1%	130,7	+17,3%	207,6	+24,3%	665,0	+6,8%	9,9%	758,2	+14,0%
ATTIJARI BANK	339,8	+17,8%	129,4	+3,7%	175,4	+8,3%	644,7	+12,1%	9,6%	689,8	+7,0%
AMEN BANK	187,8	+5,2%	127,7	+6,0%	224,5	+14,5%	540,0	+9,1%	8,0%	567,0	+5,0%
UIB	301,6	+9,1%	150,6	+0,7%	67,3	+3,6%	519,5	+5,8%	7,7%	537,7	+3,5%
BT	275,0	+19,3%	76,6	+10,6%	126,4	+1,8%	478,0	+12,8%	7,1%	535,3	+12,0%
ATB	180,9	+35,6%	75,6	-0,2%	100,8	-8,7%	357,3	+11,8%	5,3%	385,9	+8,0%
UBCI	177,6	+7,5%	62,5	+3,5%	62,2	-8,0%	302,2	+3,1%	4,5%	305,2	+1,0%
WIB	48,1	+21,2%	24,2	+36,3%	2,3	-34,5%	74,6	+22,3%	1,1%	87,3	+17,0%
BTE	20,9	+4,4%	24,7	-8,1%	19,4	+43,0%	65,0	+7,5%	1,0%	68,3	+5,0%
Secteur bancaire coté	3 273,6	+6,8%	1 322,0	+3,9%	2 112,5	+13,7%	6 708,1	+8,3%		7 009,2	+4,5%

Source : TUNISIE VALEURS

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

Évolution du stock de bons du Trésor détenus par les banques cotées et de son poids dans le total actif



été bien entendu le catalyseur de cette croissance, vu son poids dans le PNB (52,7% du PNB en 2023) et la structure favorable des ressources de la banque à la hausse des taux. La marge d'intérêt s'est envolée de 17,8% à 339,8 MDt. Les commissions se sont bien comportées, également, en 2023, inscrivant une hausse de 3,7% à 129,4 MDt et reflétant la bonne réactivité commerciale de la banque. Quant aux autres revenus (produits de placement et gains de change), ils ont gardé le cap sur la croissance (+8,3% à 175,4 MDt), profitant, à l'image du secteur, d'une activité intense d'émission de bons du Trésor en 2023 et de la volatilité du dinar.

L'ATB est parvenue à enregistrer une croissance du PNB supérieure à 10% pour la troisième année de suite. Le tournant vers un modèle bancaire classique se confirme année après année pour la filiale du groupe ARAB BANK. En effet, c'est la marge d'intérêt qui a sauvé l'année (+35,6% à 180,9 MDt, soit la hausse la plus élevée à l'échelle du secteur bancaire coté) face à la baisse des commissions (-0,2% à 75,6 MDt) et des autres revenus (-8,7% à 100,8 MDt), autrefois principal centre

de profit pour la banque. À noter que la croissance solide de la marge d'intérêt a été réalisée dans un contexte de volumes baissiers (-1,4% à 5,4 milliards de dinars pour l'encours des crédits) ce qui reflète une optimisation du spread d'intérêt; une optimisation qu'on retrouve dans l'évolution du spread d'intérêt apparent moyen de la banque (+54 pbs à 3,6%, selon nos estimations).

L'ARP a adopté, le 6 février 2024, le projet de loi soumis par le gouvernement visant à permettre à la BCT de financer directement le Trésor public à travers des facilités. Le projet de loi indique qu'il s'agit d'une exception aux dispositions de l'article 25 de la loi portant fixation du statut de la BCT. En vue de financer une partie du déficit du budget de l'État de l'année 2024, la BCT est autorisée exceptionnellement à accorder des facilités au Trésor public de l'État à hauteur d'un montant net d'une valeur de 7 milliards de dinars remboursable sur 10 ans avec une période de franchise de 3 ans et sans intérêts. Cette décision devrait entraîner un manque à gagner pour les banques cotées en matière de commissions de placement en 2024. Cette perte de revenus devrait affecter les banques les plus actives en matière de placement dans les emprunts d'État, comme la BIAT, le trio des banques publiques (BNA, STB et BH), AMEN BANK, ATTIJARI BANK et, dans une moindre mesure, l'UIB.

La BCT a publié le 29 janvier 2024 deux circulaires portant respectivement sur les conditions de commercialisation et de tarification des produits et services financiers et la révision de certaines commissions bancaires.

La première circulaire aux banques et établissements financiers n° 2024-2 vise à mettre en place des exigences spécifiques que les banques et les établissements financiers doivent respecter avant et lors de la commercialisation de tout produit ou service financier ainsi que des exigences en matière de tarification. Les principales attentes de cette circulaire s'articulent autour de trois principes phares :

Stocks de Bons du Trésor du secteur bancaire coté

Stock de bons du Trésor (BTA+ BTC) en MDt	2022	2023	Δ 2022-2023	Poids dans le total bilan (2023)
BNA	3 474,1	4 302,9	+23,9%	21,0%
BIAT*	2 977,1	3 130,1	+5,1%	13,6%
STB**	1 432,0	1 704,9	+19,1%	11,7%
BH	1 456,5	1 483,4	+1,8%	11,0%
AMEN BANK	1 124,0	1 000,7	-11,0%	9,1%
ATTIJARI BANK	859,2	698,9	-18,7%	6,0%
BT	665,9	636,4	-4,4%	8,2%
ATB	918,9	595,3	-35,2%	7,8%
UBCI*	479,3	591,3	+23,4%	13,0%
UIB	290,7	258,7	-11,0%	3,4%
BTE	78,1	95,5	+22,3%	6,6%
WIB	0,0	0,0	-	0,0%
Secteur bancaire coté	13 755,6	14 498,1	+5,4%	11,6%
Dont secteur public***	6 362,6	7 491,2	+17,7%	15,4%
Dont secteur privé***	7 314,9	6 911,3	-5,5%	9,3%

* Estimations de TUNISIE VALEURS en supposant que tous les titres d'investissement sont des BTA.

** La valeur des BTC est non communiquée.

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

Source : TUNISIE VALEURS

1. Devoir de transparence et renforcement du droit à l'information :

- Mise en place d'une politique commerciale claire et transparente consacrant le droit du client à une information claire et complète ;
- Instauration de l'obligation d'affichage d'un niveau unique par commission afin de permettre au client de faire des choix éclairés et de stimuler par là même la concurrence en matière tarifaire ;
- Mise à la disposition des clients des documents précontractuels leur permettant de prendre des décisions éclairées avant de s'engager dans des produits et des services financiers ;
- Élaboration, sous l'égide du Conseil Bancaire et Financier (CBF), d'un lexique des commissions devant être porté à la connaissance de la clientèle bancaire ;
- Obligation pour les banques d'adresser à leur clientèle un récapitulatif du montant annuel des commissions prélevées.

2. Amélioration de la qualité des services bancaires :

- Mise en place d'un dispositif de promotion de la qualité de service et incitation des banques et établissements financiers à inculquer la culture de la qualité et l'enraciner au sein de toutes leurs structures ;
- Fixation des délais maximums pour l'instruction des dossiers de financement et l'obligation d'informer le client sur le sort de son dossier.
- Consécration du droit du client à disposer de la mainlevée sur la garantie dans un délai ne dépassant pas 30 jours ouvrables à compter de la date de remboursement total du financement.

3. Instauration d'une tarification responsable :

- Obligation d'adopter une tarification bancaire plus responsable, tenant compte de la qualité de la prestation des services fournis et liée au coût réellement supporté.
- Soumission des banques et des établissements financiers à l'obligation de justifier préalablement à la BCT toute modification du niveau de tarification.

La seconde circulaire aux banques, n° 2024-3, prévoit la révision à la baisse des niveaux de tarification de 6 commissions, orientation s'inscrivant dans le droit fil des objectifs nationaux de lutte contre l'exclusion financière et du développement des paiements digitaux.

Cette mesure à caractère exceptionnel s'étale sur une période d'une année et cible en particulier la frange de clientèle bancaire dont le revenu mensuel net ne dépasse pas 1500 dinars. Elle concerne notamment les frais de tenue de compte, la cotisation sur carte, les frais sur virements émis et les paiements par TPE.

Ajoutons que les banques s'interdisent d'augmenter leurs tarifs jusqu'au 31 décembre 2024, période au cours de laquelle elles sont tenues d'implémenter une nouvelle politique commerciale et tarifaire conforme aux exigences réglementaires.

Par la publication concomitante de ces deux circulaires, la BCT entend montrer la responsabilité des banques et des

établissements financiers dans la mise en place d'une politique commerciale et tarifaire transparente favorisant l'inclusion financière. Cependant, ces deux circulaires généreront un manque à gagner en matière de commissions d'autant plus important pour les banques cotées dans ce contexte inflationniste caractérisé par une montée des revendications salariales.

Conformément à nos attentes, le premier semestre de l'année en cours a été marqué par une poursuite de la décélération de la croissance du PNB chez les banques cotées. Le secteur a reporté une progression modérée de ses revenus nets de 5,1 % à 3,5 milliards de dinars. L'atonie de la marge d'intérêt (+0,3 % seulement à 1,6 milliard de dinars) a été contrebalancée par la résistance des commissions nettes (+4,5 % à 0,7 milliard de dinars) et par la dynamique remarquable des autres revenus (+12,3 % à 1,2 milliard de dinars). Pour surmonter la morosité ambiante, les banques cotées continuent à jouer la carte des emprunts d'État et à profiter de la volatilité du dinar.

La résistance de l'activité bancaire sur les six premiers mois de 2024 est d'autant plus salutaire que toutes les banques cotées, excepté la STB, ont réussi à faire progresser leur PNB. Le bras financier de l'État a succombé au fort repli de sa marge d'intérêt (-32,8 % à 104,9 MDt), bouclant le S1 2024 avec une baisse de ses revenus nets de 7,1 % à 316 MDt. Il semble que les efforts de collecte pour diluer le ratio de transformation réglementaire couplés à la concurrence acerbe des majors du secteur sur le marché sur les dépôts ont amené cette banque étatique à sacrifier sa marge d'intérêt, en proposant une rémunération plus attractive aux déposants.

Sur l'année pleine 2024, nous tablons sur une croissance du PNB agrégé du secteur bancaire coté de 4,5 % à 7 milliards de dinars.

La loi 41-2024 du 2 août 2024 : une nouvelle loi qui changera significativement les transactions bancaires et qui affectera la capacité de génération de revenus des banques cotées à partir de 2025

En août dernier, la nouvelle loi 41-2024 relative aux chèques sans provision a été publiée au JORT, après sa ratification par le Président de la République. Elle entrera en vigueur le 2 février 2025.

Cette loi, portant sur la modification et l'achèvement des dispositions des articles 410 et suivants du Code de Commerce, est connue sous le nom de loi sur les chèques sans provision. Elle introduit plusieurs nouvelles réglementations relatives aux chèques, aux comptes bancaires inactifs et aux commissions.

Selon cette nouvelle loi, chaque chèque comportera désormais un montant maximum et une date de validité fixés par la banque, variant selon la solvabilité de chaque client, avec un montant maximum fixé à 30 000 Dt. Tous les chèques seront par défaut barrés, sauf demande justifiée faite par le client.

Une plateforme digitale sera mise en place par la Banque Centrale, avec la participation des banques, pour permettre à chaque bénéficiaire d'un chèque de vérifier instantanément l'existence de la provision et de la réserver si souhaité. La banque de l'émetteur du chèque devra alors valider ou non cette réservation.

Le préavis d'un chèque impayé sera désormais communiqué via la plateforme électronique, et les délais seront limités à un seul délai de 7 jours ouvrables, après quoi la banque émettra une attestation de non-régularisation.

La poursuite judiciaire contre l'émetteur d'un chèque impayé ne pourra être initiée que par le bénéficiaire du chèque. De plus, il n'existera plus de poursuites judiciaires possibles pour les chèques impayés inférieurs à 5 000 Dt.

Avant toute poursuite judiciaire, le procureur de la République pourra programmer des séances de conciliation afin de trouver un arrangement entre l'émetteur et le bénéficiaire d'un chèque impayé. La régularisation du chèque devra alors se faire dans un délai de 9 mois, prorogeable une fois de trois mois. La régularisation du chèque impayé arrêtera immédiatement la poursuite judiciaire et la peine encourue.

La loi 41 de 2024 apporte des changements à l'article 732 du Code de Commerce. L'une des principales modifications concerne la gestion des comptes courants. Désormais, les banques sont tenues de clôturer les comptes inactifs depuis six mois, après en avoir informé le client.

Selon l'avis de l'expert-comptable M. Kaïs FEKIH, cette réforme marque un tournant majeur dans les pratiques bancaires et les comportements des clients. En durcissant les conditions d'obtention des carnets de chèques, elle introduit des règles qui s'apparentent à une forme de crédit. Désormais, les banques devront évaluer la solvabilité de leurs clients avant de leur délivrer un carnet de chèques, en tenant compte de facteurs tels que le niveau d'endettement et la capacité à couvrir les paiements par chèque, donc une meilleure évaluation de la solvabilité des clients tout en renforçant la sécurité des transactions.

Les nouvelles conditions d'accès aux chèques sont si strictes qu'elles pourraient mettre un terme à leur utilisation généralisée, en particulier pour les petits commerçants et les particuliers. Cela rend l'accès à cet outil de paiement plus difficile pour les clients aux finances fragiles, surtout dans un contexte où la plupart des entreprises tunisiennes, qui sont majoritairement sous-capitalisées, utilisent le chèque davantage comme un instrument de crédit que comme un moyen de paiement immédiat. De plus, la mise en place d'une plateforme numérique obligatoire pour la gestion des chèques, supervisée par la Banque Centrale, montre une intention d'améliorer la transparence et la sécurité des transactions. Cependant, la digitalisation peut être difficile pour les utilisateurs moins familiers avec les technologies numériques, ce qui peut décourager l'utilisation des chèques.

La nouvelle loi 41-2024 relative aux chèques sans provision impose aux banques d'appliquer une réduction des intérêts sur les crédits à taux fixes applicable aux prêts en cours de remboursement ou aux nouveaux prêts, lorsque la durée totale de son remboursement dépasse sept ans, si la somme totale des intérêts contractuels perçus au cours des trois années précédant la date de présentation de la demande de réduction par l'emprunteur dépasse huit pour cent du reste du principal de la dette, sans tenir compte desdits intérêts. La banque doit, dans un délai ne dépassant pas quinze jours à compter de la date de présentation de la demande, établir un nouveau tableau d'amortissement sur la base du reste du principal de la dette non remboursée, sans tenir compte

des intérêts contractuels, de la durée de remboursement restante et avec un nouveau taux d'intérêt égal au produit du taux d'intérêt précédent multiplié par un coefficient de réajustement égal à 0,5.

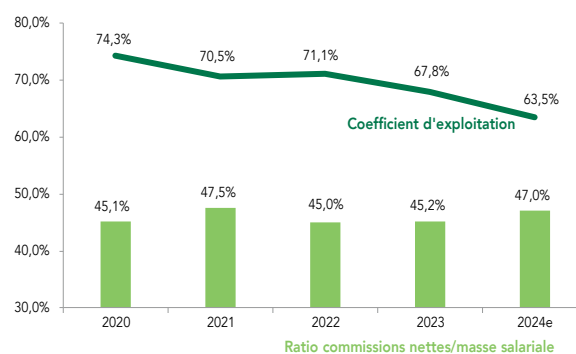
Les mesures se rapportant aux chèques sans provision et aux comptes inactifs devraient générer un manque à gagner en matière de commissions et amener les banques à engager des développements informatiques et à améliorer leurs systèmes d'information, supportant ainsi des surcoûts opérationnels.

La réduction des intérêts sur les crédits à taux fixe devrait grever la marge d'intérêt des banques et affecter, par ricochet, leur PNB à partir de 2025. Les banques islamiques et conventionnelles les plus exposées aux crédits logement d'une durée supérieure à 15 ans seraient les plus touchées.

3.4 La productivité

En raison d'une croissance des frais généraux (+8,7% à 3 milliards de dinars) supérieure à celle du PNB, les banques cotées ont enregistré une dégradation de leur productivité en 2023. Le coefficient d'exploitation moyen agrégé du secteur a signé une avancée de 0,2 point de pourcentage à 45,2%, en 2023. Par ailleurs, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes s'est dégradé pour l'ensemble du secteur bancaire coté, revenant de 71,1% en 2022 à 67,8% au terme de 2023.

Évolution des principaux indicateurs de productivité du secteur bancaire coté



À noter que la masse salariale du secteur bancaire coté s'est élargie de 9%, en 2023, à 1,9 milliard de dinars. Les charges générales d'exploitation se sont, pour leur part, accrues de 10,5% à 894,5 MDt sur l'année écoulée. Cette hausse trouve essentiellement son origine dans l'évolution des cotisations au Fonds de Garantie des Dépôts Bancaires.

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-après).

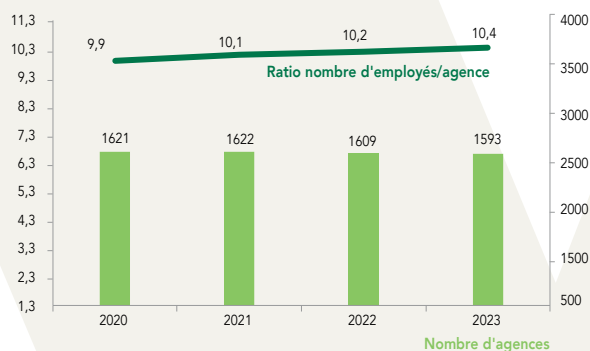
BT (un coefficient d'exploitation de 32,1% en 2023), BNA (un coefficient d'exploitation de 38,5% en 2023), BH (un coefficient d'exploitation de 39,5% en 2023), AMEN BANK (un coefficient d'exploitation de 39,8% en 2023) et BIAT (un coefficient d'exploitation de 40,4% en 2023), forment

Productivité du secteur bancaire coté

Chiffres en MDt	Coefficient d'exploitation				Ratio commissions/masse salariale				Nombre d'agences (2023)	Effectif (2023)
	2022	2023	Variation 2022-2023	2024e	2022	2023	Variation 2022-2023	2024e		
BT	34,2%	32,1%	↓	32,3%	69,6%	74,8%	↓	72,1%	126	1 073
BNA	40,2%	38,5%	↓	41,2%	56,9%	52,0%	↓	52,4%	180	2 107
BH	40,5%	39,5%	↓	37,3%	66,4%	74,1%	↑	71,2%	151	1 664
AMEN BANK	39,9%	39,8%	≈	40,3%	85,7%	83,1%	↓	80,9%	151	1 139
BIAT	39,2%	40,4%	↑	42,5%	93,4%	85,5%	↓	81,7%	206	2 130
ATTIJARI BANK	49,0%	48,2%	↓	48,4%	64,6%	60,9%	↓	54,4%	183	1 759
STB	44,3%	48,9%	↑	61,1%	64,9%	58,5%	↓	45,6%	150	1 843
UIB	48,9%	49,4%	↑	50,4%	86,3%	80,5%	↓	76,2%	147	1 433
ATB	67,6%	64,7%	↓	62,1%	62,2%	57,3%	↓	51,7%	122	1 382
UBCI	65,3%	67,8%	↑	72,4%	50,5%	48,8%	↓	50,0%	102	1 172
WIB	69,3%	71,7%	↑	72,1%	70,3%	73,2%	↑	67,6%	44	418
BTE	98,9%	103,4%	↑	105,6%	69,6%	57,5%	↓	56,4%	31	391
Secteur bancaire coté	45,0%	45,2%	↑	47,0%	71,1%	67,8%	↓	63,5%	1 593	16 511

Source : TUNISIE VALEURS

Évolution du nombre d'agences et du nombre moyen d'employés par agence du secteur bancaire coté



	Secteur bancaire public*	Secteur bancaire privé*
Coefficient d'exploitation	41,9%	46,1%
Commissions/Salaires	60,0%	72,3%
PNB/Nb d'agences (en MDt)	4,8	4,0
Nb total d'employés/ Nb d'agences	12	10

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

le TOP 5 des banques les plus productives de la cote en ce qui concerne le coefficient d'exploitation. Ces banques font preuve de rigueur malgré l'environnement inflationniste et le contexte social tendu.

À l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les banques les moins productives de la cote : ATB (un coefficient d'exploitation de 64,7%, fin 2023), UBCI (un coefficient d'exploitation de 67,8%, fin 2023), WIB (un coefficient d'exploitation de 71,7%, fin 2023) et BTE (un coefficient d'exploitation de 103,4% fin 2023). Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour WIFAK BANK du fait des investissements importants du démarrage et de l'ancrage commercial, la sous-productivité est une carence de longue date pour l'ATB, l'UBCI et la BTE.

Au 30 juin 2024, le secteur bancaire a enregistré une dégradation générale de sa productivité. La croissance modérée et en décélération des revenus nets n'a pas permis aux banques cotées de faire face au contexte inflationniste (hausse moyenne agrégée des frais généraux de 7% à 1,6 milliard de dinars, par rapport au 30 juin 2023). C'est, ainsi, que le coefficient d'exploitation agrégé moyen du secteur a augmenté de 0,6 point de pourcentage à 45,8% par rapport au 31 décembre 2023. Le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions s'est, également, détérioré de 3,5 points de pourcentage (par rapport au 31 décembre 2023) à 64,3% au terme du S1 2024.

D'ici la fin de l'année en cours, les tendances précitées devraient se poursuivre. Le secteur bancaire devrait terminer l'année 2024 avec un coefficient d'exploitation prévisionnel de 47% et un ratio estimé de couverture de la facture salariale par les commissions de 63,5%.

3.5 La qualité du portefeuille

En 2023, le secteur bancaire coté a accusé une dégradation de sa qualité du portefeuille. La détérioration du climat des affaires et la dégradation de la qualité des créanciers ont engendré une hausse de la sinistralité chez les banques cotées.

Le taux des créances classées agrégé moyen du secteur coté s'est élargi de 1,2 point de pourcentage à 12,4%, selon nos estimations. Parallèlement, le taux de couverture moyen des dites créances par les provisions et les agios réservés a diminué de 3,6 points de pourcentage à 63,7%.

Selon l'autorité monétaire, la part des crédits non performants dans le total des engagements du secteur bancaire tunisien (les banques résidentes cotées et non cotées) s'est inscrite en baisse pour se situer à 12,6% à fin 2022 contre 13,1% une année auparavant. Cette amélioration est expliquée par les opérations de radiation des créances d'un montant de 1,3 milliard de dinars déclarées à la centrale d'informations de la BCT en 2022. En revanche, le taux de couverture des créances classées par les provisions est revenu à 55,9% en 2022 contre 57,2% à fin 2021.

Rappelons que la Banque Centrale a publié le 1^{er} mars 2022, la circulaire n° 2022-01 aux banques et établissements financiers, portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes. Ladite circulaire prévoit, notamment, l'obligation pour les banques et les établissements financiers de :

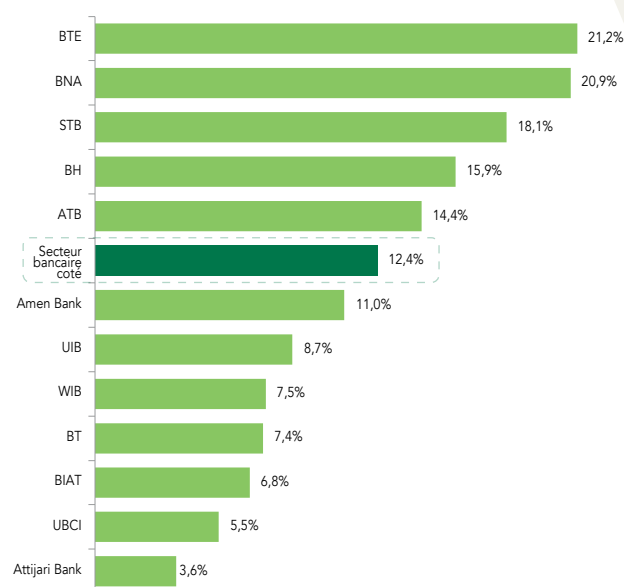
1. Évaluer systématiquement et durant tout le cycle de vie de la créance, la viabilité de la situation des débiteurs à travers une analyse économique et financière se basant sur :
 - leurs états financiers certifiés des trois derniers exercices et sur les états financiers consolidés certifiés lorsqu'il s'agit de groupes d'affaires, et comporter au minimum l'analyse des deux indicateurs financiers suivants : le ratio de couverture des charges financières (EBITDA/ Charges financières) et le ratio de levier (Dettes/EBITDA).
 - leurs plans d'affaires, les projections de cash-flows, le niveau d'endettement global courant et l'appréciation de la solvabilité. Les plans d'affaires et les plans de trésorerie doivent être revus par un Expert-comptable inscrit au tableau de l'Ordre pour les débiteurs ayant un engagement global auprès du système financier qui dépasse 25 MDt.
2. Exiger un rapport annuel sur la gouvernance, l'activité, les performances, la liquidité, la solvabilité du débiteur et, le cas échéant, les relations entre les entités du groupe d'affaires pour les débiteurs relevant du secteur public ou privé (grands risques) ayant un engagement global auprès du secteur financier qui dépasse 100 MDt. Ce rapport doit être revu par un Expert-Comptable inscrit au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Tunisie.
3. Réduire la part des engagements bruts non performants, dans un horizon ne dépassant pas 5 ans à partir de l'année 2022, à une part inférieure à 7%, pour les engagements sur base individuelle, et 10% compte tenu des engagements cédés à leurs filiales de recouvrement.

4. Radier de leurs bilans, les créances classées 4 depuis 5 ans et plus qui satisfont aux conditions de radiation fixées par la législation fiscale en vigueur.

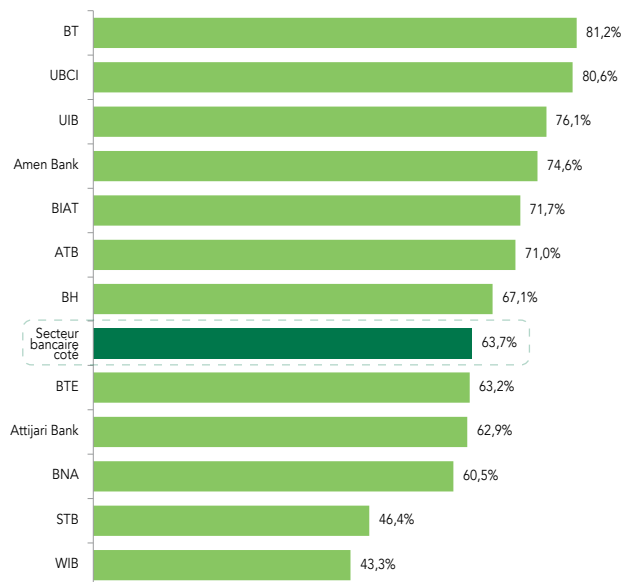
La circulaire BCT n° 2022-01 du 1^{er} mars 2022, constitue une véritable révolution dans la gestion des créances classées du secteur ; un dossier lourd qui traîne depuis des années et qui a longtemps freiné son essor, son développement et son accès à de nouvelles ressources de financement.

En 2023, le secteur bancaire a reporté une quasi-stagnation de son coût net du risque (+2,1% à 1,3 milliard de dinars), malgré le renforcement des exigences en matière de provisions collectives par la BCT afin d'assurer une couverture adéquate

Taux des créances classées du secteur bancaire coté (2023)



Taux de couverture des créances classées du secteur bancaire coté (2023)



des risques latents en relation avec la dégradation de la situation économique. Notons, à cet effet, que les banques cotées ont alloué une enveloppe globale de 198,5 MDt sous forme de dotations aux provisions collectives (en baisse de 49,6% par rapport à 2023), portant le stock de provisions collectives totales du secteur bancaire coté à 1,6 milliard de dinars, à fin 2023.

L'institut d'émission a publié, début 2024, une circulaire aux banques et aux établissements financiers : la circulaire BCT n° 2024-01 du 19 janvier 2024 relative à la division, la couverture des risques et le suivi des engagements. Cette circulaire renforce les exigences de la Banque Centrale en matière de provisions collectives pour la couverture du risque de crédit, et ce, pour l'exercice 2023 et les exercices ultérieurs. Cette nouvelle circulaire vient abroger l'article 10 bis de la circulaire n° 91-24 du 17 décembre 1991, relative à la division, couverture des risques et suivi des engagements. Les principaux changements concernent notamment les majorations des taux de migration historiques moyens, ainsi que les taux de provisionnement standards qui déterminent le montant des provisions collectives sur les engagements courants (classe 0) et les engagements nécessitant un suivi particulier (classe 1). Ces modifications sont de nature à rehausser le coût du risque pour l'ensemble des banques et des établissements financiers à la suite de l'accroissement de leurs provisions collectives et donc à toutes choses égales par ailleurs, d'impacter leurs bénéfices. À noter que, sur le plan fiscal, ces provisions collectives demeurent déductibles dans la limite de 1% du total de l'encours des engagements de l'année concernée.

Les provisions collectives ont été instaurées pour renforcer la couverture des engagements, dans la mesure où les règles de classification des créances adoptées à ce jour en Tunisie (circulaire BCT n° 91-24) demeurent statiques et ne favorisent pas l'anticipation de la couverture des risques. Ces provisions à caractère général grèvent la rentabilité nette des banques et des établissements financiers. Cependant, elles permettront le renforcement des fonds propres réglementaires servant de base pour le calcul du ratio de solvabilité globale. Par ailleurs, elles représentent une opportunité pour se préparer à l'impact financier du premier passage aux normes IFRS (notamment la norme IFRS 9) programmé initialement à partir du 1^{er} janvier 2023 et dont la date butoir a été reportée sine die.

En 2023, les banques publiques se positionnent moins favorablement par rapport à leurs consœurs privées à la fois au rayon du taux des créances classées et du taux de couverture.

Taux moyens estimés	Secteur bancaire	
	public*	privé*
Créances classées	18,5%	8,0%
Couverture des créances classées	57,9%	72,9%

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

La sélectivité accrue de la BT en matière de risques continue à payer pour la banque. Malgré la détérioration de l'environnement des affaires, les séquelles de la crise de la COVID-19 et les répercussions des tensions géopolitiques sur l'économie nationale, la banque continue à jouir d'une qualité du portefeuille à la pointe du secteur. En 2023, le taux des créances classées a baissé de 0,8 point de pourcentage à 7,4% et le taux de couverture desdites créances par les provisions et les agios réservés s'est établi à 81,2%. La BT jouit, de ce fait, du portefeuille de créances le mieux provisionné à l'échelle du secteur bancaire coté en 2023.

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 de 80,6%. La banque confirme sa capacité à maîtriser ses risques.

L'UIB conserve son avantage comparatif en matière de qualité d'actifs. Le taux des créances classées de la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE – quoiqu'en hausse d'un point de pourcentage à 8,7% en 2023 – reste parmi les plus faibles du secteur bancaire coté. Par ailleurs, le taux de couverture des créances classées demeure appréciable. Il s'est monté à 76,1% à fin 2023 (soit une légère baisse de 1,2 point de pourcentage par rapport à 2022).

Les banques publiques (la BNA, la STB et la BH) restent à la traîne du secteur en matière de qualité du portefeuille en raison notamment d'une surexposition à des entreprises publiques en difficulté. En 2023, ces trois banques ont subi une dégradation de leur taux des créances classées et de leur taux de couverture. À noter que ces banques concentrent 60,2% du volume global des créances classées du secteur bancaire coté à fin 2023 (un stock total de 8,3 milliards de dinars pour la BNA, la STB et la BH).

Sur le premier semestre de l'année en cours, le secteur bancaire coté a enregistré une baisse à deux chiffres de son coût net du risque (-15,8% à 531,2 MDt). Nonobstant cela et au regard de la conjoncture difficile et de la hausse des risques d'impayé, nous pensons que l'année 2024 devrait s'inscrire sous le signe de l'assainissement du bilan pour le secteur bancaire. Si l'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances pour un établissement de crédit est fixée en fin d'exercice par l'institut d'émission, nous n'écarterons pas, d'ici la clôture des comptes de 2024, l'institution de nouvelles modifications des règles de calcul des provisions collectives pour lisser davantage l'impact du premier passage aux normes IFRS.

3.6 La rentabilité

En 2023, le secteur bancaire coté a maintenu le cap sur la croissance bénéficiaire. Les résultats individuels du secteur – quoiqu'en décélération – ont progressé de 6,5%, atteignant un niveau record de 1,4 milliard de dinars (dépassant même les bénéfices d'avant la crise sanitaire de la COVID-19).

C'est l'accalmie en ce qui concerne le coût net du risque qui a permis aux banques de contrebalancer la hausse de la pression fiscale, libérant ainsi un potentiel de croissance bénéficiaire pour le secteur.

Confrontées à une fiscalité de plus en plus pesante, les banques cotées sont, en effet, soumises à une contribution conjoncturelle de 4% sur leurs bénéfices imposables avec un

minimum de 10 000 dinars, et cela pour les exercices 2023 et 2024. Cette nouvelle imposition s'ajoute à la contribution sociale solidaire de 4% due au profit des caisses sociales. Par ailleurs, en vertu du projet de Loi de Finances de 2025, le taux d'IS pour les banques passera de 35% à 40% pour les exercices 2024 et 2025. Il découle de ce qui précède que le taux d'imposition effectif du secteur bancaire en Tunisie est de 48%, ce qui en fait facialement un des plus élevés dans le monde.

Toutes les banques de la cote ont enregistré une amélioration de leurs résultats nets, en 2023, à l'exception de la STB (-42,4% à 42,1 MDt), l'UBCI (-9,6% à 52,9 MDt) et l'UIB (-4,2% à 126,6 MDt). Les banques privées continuent à avoir de meilleures performances que leurs consœurs publiques en matière de croissance bénéficiaire (voir tableau infra).

Outre la bonne orientation des résultats nets des banques mères, les bénéfices nets part du groupe des groupes bancaires cotés ont été tirés vers le haut par les bonnes performances de leurs filiales. Le résultat net part du groupe agrégé du secteur coté a augmenté à un rythme plus soutenu que celui des bénéfices individuels (+9,2%) à 1,6 milliard de dinars.

En 2023, le ROE consolidé du secteur s'est monté à un niveau appréciable de 12,7%. Notons que, selon la BCT, le ROE moyen des banques résidentes en Tunisie (cotées et non cotées) s'est élevé en 2022 à 11,5%, contre 9,1% en 2021.

ATTIJARI BANK et BIAT restent les références du secteur sur le plan de la rentabilité. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité, de rigueur et de discipline prudentielle leur valent d'afficher un ROE respectif de 20,2% et de 16,6%.

Grâce à une activité d'exploitation bien portante et à la baisse du coût du risque, la rentabilité nette d'AMEN BANK a absorbé l'impact du tour de vis fiscal opéré par les pouvoirs publics en 2023. Le bras financier du groupe PGI a, in fine, dégagé un Bottom Line de 194,9 MDt (soit une croissance de 25,8% par rapport à 2022); un niveau record jamais atteint par la banque. Le constat est d'autant plus reluisant au niveau consolidé. Le résultat net part du groupe AMEN BANK s'est monté à 216,5 MDt, soit une progression de 41,9% par rapport à 2022. Avec un ROE consolidé de 13,8%, AMEN BANK a sensiblement amélioré son classement en matière de rentabilité des capitaux propres dans le paysage bancaire coté. Ce constat illustre le fait que la banque commence à récolter les fruits de son programme de transformation NEXT.

La BT a bouclé l'année 2023 sur une croissance timide de son résultat net de 2,4% à 170,3 MDt; un nouveau record historique pour la banque. Les réalisations consolidées du groupe BT ont été, également, satisfaisantes. Profitant de la bonne performance globale de ses filiales, la BT a vu son résultat net part du groupe augmenter de 8,2% à 182,3 MDt. Ce faisant, la banque affiche un ROE consolidé satisfaisant de 13,2%, à fin 2023.

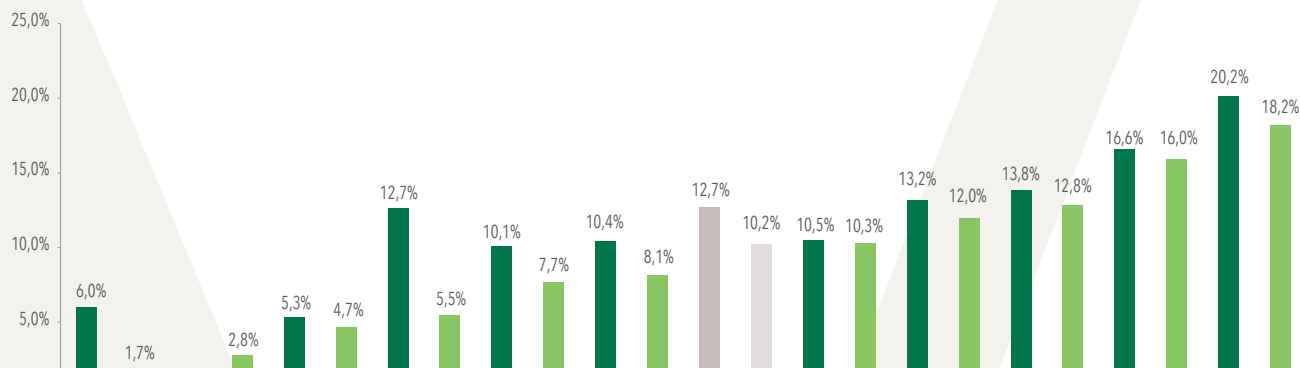
Rentabilité nette du secteur bancaire coté

Résultat	Résultat net individuel					Résultat net part de groupe				
	2022	2023	Variation 2022-2023	2024e	Variation 2023-2024e	2022	2023	Variation 2022-2023	2024e	Variation 2023-2024e
AMEN BANK	154,9	194,9	25,8%	190,4	-2,30%	152,6	216,5	41,9%	207,3	-4,30%
ATB	11,4	-9,4	-	6,1	-	29,6	-0,2	-	18,2	-
ATTIJARI BANK	186,1	212,0	14,0%	191,2	-9,8%	196,3	225,9	15,1%	205,9	-8,8%
BH	118,2	140,0	18,5%	142,9	2,1%	125,1	143,0	14,2%	147,8	3,3%
BIAT	299,7	331,4	10,6%	331,0	-0,1%	312,4	358,6	14,8%	360,1	0,4%
BNA	159,3	190,0	19,3%	151,4	-20,3%	169,9	212,0	24,8%	174,9	-17,5%
BT	166,3	170,3	2,4%	162,9	-4,4%	168,6	182,3	8,2%	176,8	-3,1%
BTE	-30,0	-36,3	-	-35,3	-	-30,3	-33,7	-	-32,5	-
STB	73,1	42,1	-42,4%	-13,3	-	115,2	78,5	-31,8%	24,2	-69,2%
UBCI	58,6	52,9	-9,6%	42,8	-19,2%	59,7	53,4	-10,7%	43,2	-19,0%
UIB	132,2	126,6	-4,2%	61,3	-51,6%	132,5	125,0	-5,7%	59,8	-52,1%
WIB	5,3	7,5	41,8%	6,7	-10,1%	6,3	9,0	41,9%	8,3	-7,5%
Total	1 334,9	1 422,1	6,5%	1 238,2	-12,9%	1 438,0	1 570,4	9,2%	1 394,0	-11,2%
Dont secteur public*	350,5	372,2	6,2%	281,0	-24,5%	410,3	433,5	5,7%	346,9	-20,0%
Dont secteur privé*	1 014,3	1 086,3	7,1%	992,5	-8,6%	1 058,0	1 170,5	10,6%	1 079,6	-7,8%

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

Source : TUNISIE VALEURS

ROE consolidé par banque** (2023 et 2024e)



** Hormis BTE dont le ROE est négatif en 2023 et en 2024e (selon nos estimations). Précisons, également, que le ROE de l'ATB est négatif en 2023.

Sur le premier semestre de 2024, le secteur bancaire coté a réalisé un bénéfice net individuel agrégé de 771 MDt, soit une hausse timide de 1,4% par rapport à la première moitié de 2023. Certes, les banques cotées ont accusé une dégradation de leurs indicateurs de productivité au premier semestre de l'année en cours, mais l'accalmie au niveau du coût du risque a donné un bol d'air à la rentabilité nette semestrielle.

Sur l'année pleine 2024, nous tablons sur une régression de la masse bénéficiaire du secteur bancaire coté de 12,9% à 1,2 milliard de dinars sous l'hypothèse prudente d'un coût net du risque agrégé de 1,4 milliard de dinars (en hausse de 7,2% par rapport à 2023). Quant au résultat net part du groupe agrégé des banques cotées, il devrait, selon nos estimations, se rétracter de 11,2% à 1,4 milliard de dinars. Le ROE moyen agrégé du secteur coté devrait, ainsi, se monter à 10,2% au titre de l'exercice 2024.

3.7 La solvabilité

Le secteur bancaire coté a affiché une consolidation générale de sa solvabilité en 2023. En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables :

- Le renforcement de la capacité bénéficiaire ;
- Le ralentissement sensible de la production impliquant une décélération de la croissance 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 ;
- Les conditions de distribution des dividendes au titre des bénéfices des exercices 2021 et 2022 imposées par la Banque Centrale pour renforcer la capacité de résilience du système bancaire face à la crise de la COVID-19, aux difficultés économiques et aux conséquences de la guerre en Ukraine et ce, conformément aux notes BCT n° 2022-11 et n° 2023-10 ;

Selon la BCT, pour l'ensemble du secteur bancaire (les banques résidentes cotées et non cotées), le ratio de solvabilité globale et de celui du Tier 1 ressortent respectivement à 14,5% et 11,3% en 2022.

La consolidation de l'assise financière du secteur est également attestée par le ratio du levier financier (Fonds propres/Total actifs) qui a quasiment, en 2023, marqué le pas à 10,2%.

Le renforcement de la solvabilité affiché sur les dernières années a valu au secteur de confirmer sa capacité à distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2023, et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la circulaire BCT n° 2024-04 du 8 février 2024⁵.

⁵ Considérant :

- que les banques et les établissements financiers doivent poursuivre des politiques de distribution de dividendes prudentes afin de conserver et consolider des coussins de fonds propres au-dessus des niveaux minimums réglementaires ;
- la persistance de la conjoncture économique difficile et ses répercussions sur les entreprises et les particuliers ;
- les impératifs du processus de convergence vers les standards bâlois et les normes IFRS :

La distribution des dividendes au titre de l'exercice 2023, par les banques et les établissements financiers, s'effectue dans les conditions suivantes :

- Dans la limite de 35% du bénéfice de l'exercice 2023 pour les banques et les établissements financiers présentant des ratios de solvabilité et Tier 1 arrêtés à fin 2023, après déduction des dividendes à verser, qui dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5% au moins ;
- Sans limite et après accord préalable de la BCT, pour les banques et les établissements financiers présentant des ratios de solvabilité et Tier 1 arrêtés à fin 2023, après déduction des dividendes à verser, qui dépassent les niveaux minimums réglementaires respectivement de 2,5% et 3,5% au moins.

Pour rappel, les minimums réglementaires sont précisés par la circulaire aux banques et aux établissements financiers n° 2018-06 relative aux normes d'adéquation des fonds propres, comme suit :

- 10% pour le ratio de solvabilité globale ;
- 7% pour le Tier 1.

Ratio de solvabilité globale

	2022	2023	Variation
BNA	19,8%	21,5%	↑
AMEN BANK	16,3%	17,3%	↑
BT	16,9%	17,0%	≈
BIAT	15,7%	15,9%	↑
BH	14,3%	15,4%	↑
UIB	13,7%	14,4%	↑
STB	13,8%	13,6%	↑
WIB	15,3%	13,4%	↓
ATTIJARI BANK	12,7%	12,9%	↑
UBCI	13,0%	12,7%	↓
ATB	11,8%	10,9%	↓
BTE	8,2%	0,8%	↓

Source : TUNISIE VALEURS

Au titre de l'exercice 2023, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe de dividendes de 737,6 MDt, en hausse de 14,1% par rapport à l'exercice 2022 et un payout agrégé moyen de 51,9%.

En 2023, toutes les banques cotées ont affiché un ratio de solvabilité globale supérieur à l'exigence réglementaire de 10%, à l'exception de la BTE. Les fonds propres de l'ancienne banque de développement ont été plombés par les lourdes pertes des dernières années (des reports déficitaires de 114,9 MDt au terme du premier semestre 2024). La banque affiche au 31 décembre 2023 un ratio de solvabilité globale de 0,8% (contre un minimum réglementaire de 10%) et un ratio de solvabilité Tier 1 de 0,4% (contre un minimum réglementaire de 7%). La banque a clôturé, en septembre dernier, une augmentation de capital en numéraire lui permettant de lever un montant total de 18,7 MDt, grâce à l'émission de 937 216 nouvelles actions au prix unitaire de 20 dinars. Cette opération vise à renforcer sa base de capital et à soutenir sa stratégie de croissance future.

L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 (pour un montant de 338 MDt dont une levée de 167 MDt) et le renforcement de la capacité bénéficiaire dû à la bonne

Chiffres individuels en MDt

	Fonds propres avant affectation			Lever financier (Fonds propres/Total actifs)		
	2022	2023	Variation 2022-23	2022	2023	Variation 2022/2023
AMEN BANK	1 302,2	1 442,3	+10,8%	12,5%	13,1%	↑
ATB	566,8	557,4	-1,7%	7,3%	7,3%	≈
ATTIJARI BANK	960,2	1 058,6	+10,2%	8,8%	9,1%	↑
BH	1 235,5	1 333,4	+7,9%	9,1%	9,9%	↑
BIAT	1 957,3	2 082,1	+6,4%	9,3%	9,1%	↓
BNA	1 864,0	2 004,3	+7,5%	9,7%	9,8%	≈
BT	1 206,6	1 301,3	+7,9%	16,7%	16,9%	↑
BTE	89,9	53,0	-41,1%	6,8%	3,6%	↓
STB	1 287,9	1 220,6	-5,2%	8,8%	8,4%	↓
UBCI	491,4	519,3	+5,7%	11,8%	11,4%	↓
UIB	850,6	949,8	+11,7%	11,8%	12,4%	↑
WIB	160,2	167,7	+4,7%	12,8%	11,5%	↓
Secteur bancaire coté	11 972,6	12 689,8	+6,0%	10,1%	10,2%	≈
Dont secteur public*	4 387,5	4 558,3	+3,9%	9,2%	9,4%	↑
Dont secteur privé*	7 495,2	8 078,6	+7,8%	10,7%	10,8%	≈

*Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte

Source : TUNISIE VALEURS

Dividendes distribués

	Au titre de l'exercice 2022			Au titre de l'exercice 2023			Variation 2022-2023
	En MDt	Div. /action en Dt	Payout (2022)	En MDt	Div. /action en Dt	Payout (2023)	
AMEN BANK	54,2	2,047	35,0%	97,5	3,220	50,0%	↑
ATB	-	-	0,0%	-	-	0,0%	≈
ATTIJARI BANK	163,0	4,000	87,6%	183,3	4,500	86,5%	↓
BH	42,8	0,900	36,1%	52,4	1,100	37,4%	↑
BIAT	207,1	5,800	69,1%	214,2	6,000	64,6%	↓
BNA	51,2	0,800	32,2%	57,6	0,900	30,3%	↓
BT	75,6	0,280	45,5%	78,3	0,290	46,0%	↑
BTE	-	-	0,0%	-	-	0,0%	≈
STB	-	-	0,0%	-	-	0,0%	≈
UBCI	25,0	1,250	42,2%	25,0	1,250	47,2%	≈
UIB	27,6	0,800	20,9%	29,4	0,850	23,2%	↑
WIB	-	-	0,0%	-	-	0,0%	≈
Secteur bancaire coté	646,5	-	48,1%	737,6	-	51,9%	↑
Dont secteur public*	94,0	-	26,2%	110,0	-	29,5%	↑
Dont secteur privé*	552,5	-	54,4%	627,7	-	57,8%	↑

*Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte

Source : TUNISIE VALEURS

orientation de l'activité d'exploitation et aux plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT (des plus-values de 331,8 MDt réalisées sur la période 2015-2019) ont sensiblement consolidé la solvabilité de la BNA. Les ratios de solvabilité globale et Tier 1 ressortent, en 2023, respectivement à 21,5% et à 17,8%, soit des niveaux historiquement élevés pour la banque, qui dépassent le double de l'exigence réglementaire. La BNA dispose, ainsi, d'une bonne marge de manœuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête de parts de marché dans les prochaines années. À noter, également, que la BNA a réussi, en 2023, à intégrer le club restreint des banques avec des capitaux propres supérieurs à 2 milliards de dinars.

Les résultats de 2023 et la politique prudente de sélection des risques se sont fait ressentir sur la solvabilité d'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 12,1% et à 17,3% à fin 2023 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 circulaire BCT n° 2024-04 du 8 février 2024 régissant la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2023 par les banques et les établissements financiers, et de distribuer un dividende par action de 3,220 Dt (soit un payout de 50%).

Vu le renforcement de la capacité bénéficiaire, le niveau appréciable des provisions constituées et l'efficacité de la politique de maîtrise des risques, le ratio de solvabilité globale

de la **BT** a atteint au 31 décembre 2023 un niveau de 17%, contre 16,9% au 31 décembre 2022, et ce, pour un minimum réglementaire exigé de 10% en application des nouvelles dispositions de la circulaire BCT n° 2018-06 du 5 juin 2018 qui stipule des exigences en fonds propres en matière de risque de crédit et risque de contrepartie sur les instruments dérivés, risque opérationnel et risque de marché. Il convient de noter, également, que la banque affiche aujourd'hui un ratio de solvabilité Tier I parmi les plus élevés du secteur bancaire coté (de 15,9% à fin 2023).

La **BIAT** a pu consolider ses niveaux de solvabilité en 2023. Le ratio de solvabilité globale du leader du secteur a augmenté de 0,2 point de pourcentage à 15,9%. Nonobstant la politique généreuse de distribution de dividende adoptée sur les dernières années, la banque a maintenu son ratio de solvabilité Tier 1 stable à 10,6%, fin 2023. La banque privée dispose, ainsi, d'excédents en fonds propres lui conférant une capacité supplémentaire de développement et une meilleure résilience.

En 2024, et malgré la baisse anticipée de la capacité bénéficiaire agrégée du secteur, nous nous attendons à ce que les banques maintiennent leur solvabilité à ses niveaux de 2023 et ce, pour deux principales raisons :

- La sous-production des crédits impliquant un ralentissement de la croissance des actifs pondérés par les risques ;
- La poursuite du retour de l'épargne vers le marché obligataire permettant aux banques de lever des quasi-fonds propres en cas de besoin.

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 2024.

À partir de 2025, l'affectation de crédits d'au moins huit pour cent des bénéfices de l'exercice comptable précédent pour la création de lignes de financement de microcrédits honorifiques à court terme ne dépassant pas deux ans, avec des conditions facilitées sans intérêts ni garanties en vertu de la loi 41-2024 relative aux chèques sans provision devrait négativement impacter la solvabilité du secteur et se faire au détriment de sa capacité à distribuer des dividendes (-8 points de pourcentage au niveau du payout ratio).

4. MODÈLE DE SCORING

Étant 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 :

4.1 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 2023 ;
- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2022-2023 ;
- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2023.

4.2 Produit Net Bancaire (2023)

Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB la plus favorable au contexte de taux élevés 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.

4.3 Productivité (2023)

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

4.4 Qualité du portefeuille (2023)

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

4.5 Rentabilité des fonds propres (estimations de 2024)

Elle est mesurée par le ROE consolidé pour chaque banque.

4.6 Solvabilité (2023)

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.

4.7 Ratio du levier (2023)

Le ratio du levier financier représente une mesure non pondérée de la solvabilité bancaire. Bien qu'aucune exigence réglementaire n'ait été encore imposée en matière de levier financier en Tunisie, l'utilisation de cet indicateur 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.

4.8 Ratios de valorisation boursière (2024e)

Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividendes. Pour neutraliser l'impact de la politique de provisionnement sur les fonds propres et remettre les banques sur un même pied d'égalité en ce qui touche à 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.

4.9 Liquidité boursière (période 2023 - 30.09.2024)

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).

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31.12.2023 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Arbitrage crédit/ placement (Encours crédits / Bons d'Etat)				Produit Net Bancaire							
	PdM dépôts		Croissance moy. crédits 2022-2023		Ratio transf. 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 com° : part des com° nettes dans le PNB			
	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.
1 BIAT	20,7%	1	1,2%	12	86,0%	1	4,0	11	47,2%	8	3,9%	1	4,7%	5	50,2%	2	18,2%	10
2 ATIJARI BANK	11,0%	4	5,4%	5	NC	11	10,0	3	52,7%	5	4,1%	2	5,8%	1	45,6%	3	20,1%	7
3 AMEN BANK	8,4%	6	7,1%	4	104,3%	2	7,2	7	34,8%	11	6,5%	10	4,2%	7	25,6%	11	23,6%	4
4 BT	6,4%	9	8,8%	2	109,4%	5	9,2	5	57,5%	4	5,4%	5	4,8%	4	28,8%	7	16,0%	11
5 UIB	6,9%	8	4,8%	6	112,0%	9	25,2	2	58,1%	3	5,4%	4	4,2%	8	27,6%	8	29,0%	3
6 UBCI	3,7%	10	8,0%	3	111,0%	8	5,0	10	58,8%	2	4,3%	3	5,2%	2	51,9%	1	20,7%	6
7 BH	9,6%	5	2,0%	11	115,1%	10	6,9	8	49,1%	7	5,9%	8	3,8%	9	31,4%	6	19,7%	8
8 WIB	1,0%	12	28,5%	1	110,0%	6	n.s	1	64,5%	1	5,7%	7	4,6%	6	32,3%	4	32,4%	2
9 BNA	13,1%	2	3,6%	9	NC	11	3,2	12	45,5%	9	6,8%	12	4,8%	3	26,5%	9	14,2%	12
10 ATB	7,0%	7	2,0%	10	107,6%	3	9,0	6	50,6%	6	5,6%	6	3,6%	10	31,7%	5	21,2%	5
11 STB	11,2%	3	3,9%	7	110,3%	7	6,2	9	45,2%	10	6,3%	9	3,1%	11	26,2%	10	18,6%	9
12 BTE	1,1%	11	3,9%	8	108,4%	4	9,6	4	32,2%	12	6,5%	11	3,0%	12	22,0%	12	38,0%	1
Moy. sectorielle	-	-	4,2%	-	-	-	5,8	-	48,8%	-	5,6%	-	4,2%	-	35,4%	-	19,7%	-

Source : TUNISIE VALEURS

Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31.12.2023 (sauf indication contraire)	Productivité				Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2024e	Ratio de solvabilité globale		Ratio du levier		Ratios de valorisation*					Liquidité boursière: Tx de rot° 2023-2024 30.09.2024	Score final			
	Coef. d'exploit°		Ratio com/ masse sal		Taux de créances classées		Taux de couverture			Val.	Rg.	Val.	Rg.	P/B ajusté 2024e	P/E 2024e	Dividend yield 2024e							
	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.								Val.	Rg.	Val.			Rg.		
1 BIAT	40,4%	5	85,5%	1	6,8%	3	71,7%	5	16,0%	2	15,9%	4	9,1%	9	1,6	10	10,3	6	6,6%	5	28,8%	6	161
2 ATIJARI BANK	48,2%	6	60,9%	7	3,6%	1	62,9%	9	18,2%	1	12,9%	9	9,1%	8	2,0	12	10,5	7	8,5%	4	42,5%	3	160
3 AMEN BANK	39,8%	4	83,1%	2	11,0%	7	74,6%	4	12,8%	3	17,3%	2	13,1%	2	0,8	8	6,3	3	8,6%	3	86,3%	1	155
4 BT	32,1%	1	74,8%	4	7,4%	4	81,2%	1	12,0%	4	17,0%	3	16,9%	1	0,9	9	7,7	4	5,8%	7	11,2%	11	153
5 UIB	49,4%	8	80,5%	3	8,7%	6	76,1%	3	5,5%	8	14,4%	6	12,4%	3	0,7	6	13,0	8	3,8%	8	57,1%	2	149
6 UBCI	67,8%	10	48,8%	12	5,5%	2	80,6%	2	7,7%	7	12,7%	10	11,4%	5	0,7	7	10,0	5	5,8%	6	9,7%	12	132
7 BH	39,5%	3	74,1%	5	15,9%	9	67,1%	7	10,3%	5	15,4%	5	9,9%	6	0,4	3	4,0	2	8,8%	2	28,4%	7	131
8 WIB	71,7%	11	73,2%	6	7,5%	5	43,3%	12	4,7%	9	13,4%	8	11,5%	4	1,8	11	32,0	11	0,0%	9	33,9%	4	126
9 BNA	38,5%	2	52,0%	11	20,9%	11	60,5%	10	8,1%	6	21,5%	1	9,8%	7	0,3	2	2,9	1	11,3%	1	19,5%	9	118
10 ATB	64,7%	9	57,3%	10	14,4%	8	71,0%	6	2,8%	10	10,9%	11	7,3%	11	0,4	4	15,8	9	0,0%	9	32,0%	5	107
11 STB	48,9%	7	58,5%	8	18,1%	10	46,4%	11	1,7%	11	13,6%	7	8,4%	10	0,5	5	18,2	10	0,0%	9	17,3%	10	83
12 BTE	103,4%	12	57,5%	9	21,2%	12	63,2%	8	Négatif	12	0,8%	12	3,6%	12	0,2	1	n.s	12	0,0%	9	25,3%	8	73
Moy. sectorielle	45,2%	-	67,8%	-	12,4%	-	63,7%	-	10,2%	-	-	-	10,2%	0,9	-	8,3	-	6,6%	-	21,0%	-	129	

* Chiffres au 16 octobre 2024.

Source : TUNISIE VALEURS

5. 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 et les rigoureuses de la place qui affichent une collecte bon marché et les ratios prudentiels les plus solides. Ces dernières sont les 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, ATTJARI BANK** et **AMEN BANK** devraient continuer à profiter d'un mouvement de *Flight to Quality*. **AMEN BANK** intègre le groupe des *Blue Chips* bancaires en 2024 en raison de ses résultats d'excellente facture au titre de l'exercice 2023. Récoltant les fruits de son programme de transformation NEXT, le bras financier du groupe PGI affiche une amélioration sensible de ses fondamentaux et de son profil de risque.

2. Les bonnes valeurs

Les banques qui affichent des leviers de rentabilité partiellement exploités et des valorisations qui reflètent leurs fondamentaux actuels et les risques conjoncturels à court terme. Cette catégorie de banques inclut la **BT**, l'**UIB** et l'**UBCI**. L'**UIB** quitte le groupe des *Blue Chips* bancaires et intègre le groupe des bonnes valeurs. La dégradation pressentie de la rentabilité en 2024 et l'attentisme des investisseurs sur le désengagement de son actionnaire de référence de son capital sont de nature à peser sur le sentiment du marché envers la valeur.

3. Les valeurs sous surveillance

Nous suivrons de plus près les titres **BH** et **WIB**. Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'un ajustement technique que nous pensons légitime compte tenu de la valorisation abordable de la BH et du décollage commercial de la WIB.

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 **BNA, ATB, STB** et **BTE**.

Récapitulatif des banques cotées

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
--------	-----------------	--------------	---------------------	-------------------------	---------------------

Chiffres au 16.10.2024

BIAT	3 713	10,3 x	1,6 x	6,6 %	+19,7 %
-------------	-------	--------	-------	-------	---------

Points forts/Opportunités

- 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 commerciale confortable 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 dans le secteur du tourisme (moins de 5% des engagements).
- Un portefeuille de créances parmi les plus sains du secteur coté avec un taux des créances classées parmi les plus faibles à l'échelle du secteur.
- Une marge de flexibilité de 34 points de pourcentage au niveau du ratio de transformation (Crédits/Dépôts), par rapport à l'exigence réglementaire (de 120%), la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années.

Points faibles/Menaces

- Avec un taux de couverture des créances classées par les provisions de 71,7%, proche du seuil recommandé par la BCT (70%), la banque devrait poursuivre ses efforts de couverture des créances classées dans les prochaines années si la conjoncture économique et le profil payeur de ses clients se dégradent davantage. Ce constat conditionnera la rentabilité future de la banque.

Recommandation

- Fortement attendus, les résultats de 2023 de la BIAT nous réconfortent une nouvelle fois sur la solidité de la première banque de la place. L'activité intrinsèque a prouvé sa capacité de résilience face à un contexte économique ardu. Malgré l'approche prudente adoptée par le management pour couvrir les risques, la banque a maintenu le cap sur la croissance réalisant des performances satisfaisantes.
 - Sur le premier semestre de l'année en cours, le leader du secteur a affiché des réalisations appréciables. Malgré la croissance modérée du PNB (+4,3%) et la hausse sensible des frais généraux (+14,2% pour la masse salariale), la banque est parvenue à stabiliser ses bénéfices, grâce à l'accalmie au niveau du coût du risque. La BIAT a, in fine, dégagé un bénéfice net semestriel avoisinant les 220 MDt.
 - 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 conjoncturelles en Tunisie profondément marquées par la stagflation.
 - Première capitalisation du marché actions, détrônant la SFBT, la BIAT n'a que faiblement réagi, en bourse, aux conditions édictées par la BCT relatives à la distribution des dividendes et imposées aux banques et aux établissements financiers au titre de l'exercice 2023. Et pour cause, la banque jouit d'une assise financière solide lui permettant de distribuer un dividende attractif de 6,000 Dt par action au titre de l'exercice 2023 (contre un dividende par action de 5,800 Dt versé au titre de l'exercice 2022), soit un payout attrayant de 64,6%, parmi les plus élevés de la cote.
 - La banque a, récemment, annoncé la réalisation prochaine d'une augmentation de capital par incorporation des réserves à raison d'une action nouvelle pour sept anciennes, et ce, avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2024. L'opération devrait raviver l'intérêt des investisseurs pour le titre. Malgré son parcours en bourse, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation attrayants 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 morosité ambiante, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement 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.
- Étant donné l'appartenance de TUNISIE VALEURS au groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.**

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
--------	-----------------	--------------	---------------------	-------------------------	---------------------

Chiffres au 16.10.2024

ATTIJARI BANK	2 158	10,5 x	2,0 x	8,5 %	+21,1 %
----------------------	-------	--------	-------	-------	---------

Points forts/Opportunités

- 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 globale avec un taux de 69% à fin 2023).

- Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur.

- Un payout élevé et une rémunération généreuse en dividendes.

Points faibles/Menaces

- Un coefficient d'exploitation (48,2%, à fin 2023) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions (de 60,9% en 2023) qui se comparent défavorablement à la moyenne du secteur bancaire coté.

- Un ratio de solvabilité globale inférieur à celui des majors cotés.

- 2023 a été un bon millésime pour ATTIJARI BANK. La filiale du groupe ATTIJARIWABA 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.

- Le bilan du premier semestre de l'année en cours s'est avéré concluant pour la filiale du groupe ATTIJARIWABA BANK. Les crédits ont affiché un regain de vigueur (+4,5% par rapport au 31 décembre 2023), les dépôts ont poursuivi leur élan de croissance (+5,7% par rapport au 31 décembre 2023) et la progression du PNB a été satisfaisante (+8% en glissement annuel). La rentabilité a, également, été au rendez-vous avec un Bottom Line en hausse de 10,3% à 120,4 MDt ; un niveau record pour la banque privée.

- Dans les prochaines années, ATTIJARI devrait composer avec un environnement morose marqué par un investissement en berne, une hausse des risques d'impayé, un durcissement du cadre réglementaire et une liquidité tendue. Mais, ATTIJARI devrait être relativement parmi les banques les moins touchées par la crise et par une réglementation prudentielle plus contraignante, grâce à sa dynamique commerciale, son assise financière solide, sa bonne qualité du portefeuille et son matelas de liquidité confortable.

Recommandation

- En bourse, l'action n'a que faiblement réagi aux conditions de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2023 telles que définies par la BCT (conformément à la circulaire BCT n° 2024-04 du 8 février 2024). Et pour cause, ATTIJARI dispose d'un matelas confortable de fonds propres d'autant plus renforcé par l'augmentation de capital réservée à son personnel (opérée fin 2023), lui permettant d'annoncer un dividende attractif de 4,500 Dt par action, ce qui correspond à un payout exceptionnel de 86,5% (le plus élevé à l'échelle du secteur coté). Malgré son évolution depuis le début de l'année, l'action traite à une valorisation décotée qui sous-estime les qualités fondamentales d'ATTIJARI (une bonne qualité du portefeuille et un ratio de transformation globale parmi les 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 bon véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté.

- **Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.**

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
Chiffres au 16.10.2024					
AMEN BANK	1 302	6,3 x	0,8 x	8,6 %	+38,0 %
Points forts/Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> - Après des années de course aux parts de marché, la banque change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan : rationalisation des octrois de crédits et désengagement des ressources chères. D'ailleurs, le programme de transformation NEXT, a permis à la banque de réaliser un rééquilibrage de l'activité commerciale entre le <i>Corporate</i> et le <i>Retail</i>, qui place le client au centre des préoccupations à travers des dispositifs de prise en charge et offres différenciées et des canaux de distribution adaptés aux différents segments de la clientèle. - Les bienfaits de la stratégie de rationalisation des octrois des crédits suivie sur les dernières années sont perceptibles du point de vue de la structure des engagements de la banque. AMEN BANK continue à faire pression à la baisse sur ses expositions aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière. - La productivité reste l'atout majeur d'AMEN BANK. La banque affiche un coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (39,8%, fin 2023) et un ratio de couverture de la facture salariale par les commissions appréciable (83,1%, fin 2023). - Avec un ratio de solvabilité confortable (un ratio de solvabilité globale de 17,3%), AMEN BANK est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur. - Un ratio de transformation (Crédits/Dépôts) confortable qui affiche une marge de flexibilité de 15,7 points de pourcentage par rapport à la norme réglementaire. - L'appartenance de la banque au groupe PGI, un groupe solide et diversifié, lui permet d'alimenter sa croissance. 				
Points faibles/Menaces	<ul style="list-style-type: none"> - Une exposition élevée aux ressources onéreuses : les dépôts à terme (42,9%, fin 2023) pénalisant le coût des ressources de la banque. Ce dernier se monte à 6,5%, selon nos estimations (fin 2023) contre une moyenne sectorielle de 5,6%. - Malgré les efforts d'assainissement du bilan entrepris sur les dernières années, la qualité du portefeuille se compare défavorablement aux autres <i>Blue Chips</i> bancaires. 				
Recommandation	<ul style="list-style-type: none"> - L'année 2023 s'est avérée concluante à tous les niveaux pour AMEN BANK. Le bras financier du groupe PGI y a pu confirmer son dynamisme et sa résilience face à un contexte économique difficile profondément marqué par la stagflation et les répercussions des tensions géopolitiques sur l'économie nationale. En 2023, l'activité d'exploitation a été bien orientée et la rentabilité a été sensiblement consolidée. Malgré les pressions inflationnistes et les exigences supplémentaires en fonds propres, la banque continue à montrer l'exemple en matière de productivité et de solvabilité. - En 2023, 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 <i>Corporate</i> et le <i>Retail</i>, diversifier les revenus et renforcer la maîtrise des risques et des charges. - Sur le premier semestre de 2024, l'activité d'exploitation reste globalement dynamique et la rentabilité poursuit sa trajectoire ascendante. AMEN BANK a bouclé la première moitié de 2024 sur une croissance du Bottom Line de 10,7% à 124,6 MDt; un record historique pour la banque privée. - Le bilan de l'exercice 2023 et du S1 2024 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 repartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique. <p>- Nous recommandons l'Achat du titre AMEN BANK.</p>				

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
Chiffres au 16.10.2024					
BT	1 361	7,7 x	0,9 x	5,8 %	-0,9 %
Points forts/Opportunités	<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 matière de productivité. - Une stratégie de développement qui a de tout temps joué la carte de la prudence, privilégiant la qualité aux volumes. 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. - Une exposition élevée à la marge d'intérêt (57,5% fin 2023) favorable en périodes de taux élevés. - Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité globale de 17% et un ratio Tier 1 de 15,9%). - Un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) appréciable (109,4% fin 2023) laissant une marge de manœuvre pour la banque pour revigorer sa production sans céder à la surenchère tarifaire. 				
Points faibles/Menaces	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne, classée 9^e dans le palmarès des dépôts et 8^e dans le palmarès des crédits du secteur bancaire coté. - Un réseau d'agences nettement moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 147 pour l'UIB et 151 pour AMEN BANK). - Une faible contribution des commissions dans la génération du PNB (une proportion de 16% fin 2023) comparative-ment aux standards du secteur bancaire coté (une contribution moyenne de 19,7% fin 2023). 				
Recommandation	<ul style="list-style-type: none"> - Dans un contexte marqué par une économie fragilisée par les répercussions des tensions géopolitiques, le ralentissement de la croissance mondiale, les incertitudes économiques et politiques et les difficultés des finances publiques tunisiennes, la Banque de Tunisie a continué d'accompagner ses clients et de contribuer au financement de l'économie tunisienne, tout en maintenant un système rigoureux de pilotage des risques. La banque a publié au titre de l'exercice 2023 des résultats de bonne facture, gardant le cap sur la croissance et sur la solidité bilancielle. - Tous les clignotants sont au vert au terme du premier semestre 2024 pour la BT. La banque privée a confirmé la résilience de son modèle économique face à la conjoncture reportant une croissance de 3,4% en ce qui concerne les crédits par rapport au 31 décembre 2023, une hausse des dépôts de 5,2% par rapport au 31 décembre 2023, et une progression du PNB de 14,1%. La rentabilité de la banque s'est, également, bien défendue face à la hausse des frais généraux et du coût du risque. La BT a dégagé, in fine, un bénéfice net semestriel de 81,2 MDt (en hausse de 6,2% par rapport au S1 2023). - Troisième capitalisation du secteur bancaire coté (une capitalisation boursière de 1,4 milliard de dinars) après la BIAT et ATTIJARI BANK, la BT affiche une valorisation correcte qui intègre les avantages comparatifs de la banque et sa perception en tant que référence en matière de productivité et de rigueur, par les investisseurs. - La solidité financière de la BT, sa préparation opérationnelle à l'adoption des normes IFRS et le fait que la migration vers ces normes internationales ne devrait pas générer d'impact significatif sur les fonds propres de la banque nous confortent dans l'idée que la BT figure aujourd'hui parmi les valeurs bancaires incontournables de la Bourse de Tunis. <p>- Nous recommandons de conserver la valeur avec des perspectives positives.</p>				

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
Chiffres au 16.10.2024					
UIB	735	13,0 x	0,7 x	3,8 %	-9,6 %
Points forts/Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> - Une dynamique commerciale confirmée et une forte capacité génératrice de commissions avec la 3^e plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur après celle de la BTE et de la WIB (de 29 % à fin 2023 contre une contribution moyenne de 19,7 % pour l'ensemble du secteur). - Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt (58,1 %, fin 2023) et un coût des ressources parmi les plus faibles du secteur : meilleure posture pour profiter du contexte de taux élevés. - La banque a développé au fil des années une diversification saine de son portefeuille des crédits. En effet, l'agriculture, le tourisme et la promotion immobilière ne représentent que 2,4 % des engagements globaux sains de la banque (y compris les engagements hors bilan), à fin 2023. - Une bonne qualité d'actifs, parmi les plus saines du secteur et une productivité historiquement en ligne avec le secteur privé. 				
Points faibles/Menaces	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne (8^e position en ce qui concerne les dépôts et 7^e position en matière de crédits dans le secteur bancaire coté). - Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements et qui fournit presque 80 % des ressources collectées par la banque en 2023) - Un ratio de transformation réglementaire et un ratio de solvabilité globale à améliorer. - Un payout faible (23,2 % en 2023) comparativement à la moyenne du secteur bancaire coté (51,9 % en 2023). 				
Recommandation	<ul style="list-style-type: none"> - L'année 2023 a été plus difficile que prévu pour l'UIB. Si l'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance, le constat est tout autre en matière de rentabilité nette. Pénalisé par la hausse du coût du risque et de la pression fiscale, le résultat net s'est inscrit en baisse aussi bien au niveau individuel que consolidé. - Malgré la bonne orientation de l'activité d'exploitation et la bonne maîtrise des risques et des charges, la banque n'a pas réussi à renouer avec la croissance bénéficiaire au titre du premier semestre 2024. Et pour cause, la hausse de la pression fiscale (des pertes extraordinaires de 20,8 MDt). L'UIB a accusé sur le S1 2024 une baisse de son résultat net de 42,4 % à 33,3 MDt. - 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. <p>Recommandation - Aujourd'hui, 20 ans après sa privatisation, l'UIB entame une nouvelle page dans son histoire. Le groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, actionnaire de référence de la banque, a ouvert une réflexion stratégique sur sa participation au capital de l'UIB. Nul doute que l'annonce de l'éventuelle cession majoritaire de l'UIB constitue un catalyseur pour le titre en bourse. Cependant, le processus de cession de la participation de la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE devrait prendre du temps. Entre-temps, les spéculations sur l'identité du futur repreneur tiendront le marché en haleine dans les prochains mois. À noter que la cession majoritaire de l'UIB suscite d'ores et déjà l'intérêt de plusieurs investisseurs, selon la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE.</p> <ul style="list-style-type: none"> - La banque a opéré un changement managérial à la mi-septembre 2024. Espérons que cela donnerait un souffle nouveau au titre en bourse. Au vu de ses multiples actuels et de la qualité de ses fondamentaux, l'UIB est bien outillée pour rebondir « techniquement » en bourse dans les prochaines années. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, 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 économique actuelle et le durcissement du cadre réglementaire. <p>- Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives.</p>				

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
Chiffres au 16.10.2024					
UBCI	432	10,0 x	0,7 x	5,8 %	+1,6 %
Points forts/Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> – 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 5,5 % et « zéro » exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 80,6 % parmi les plus élevés du secteur bancaire coté). – Une structure des dépôts avantageuse : 51,9 % des ressources sont constituées par des dépôts faiblement rémunérés, les dépôts à vue, et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur coté (5,2 %, selon nos estimations, contre une moyenne sectorielle de 4,2 %) d'où une meilleure posture pour profiter du contexte des taux élevés. 				
Points faibles/Menaces	<ul style="list-style-type: none"> – Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est longtemps restée timide du point de vue de sa croissance : un réseau commercial qui s'est réduit à une centaine d'agences depuis 2010 et des parts de marché qui stagnent. – Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis sur les dernières années, l'UBCI figure parmi les banques les moins productives du secteur bancaire coté : un coefficient d'exploitation de 67,8 % contre une moyenne sectorielle de 45,2 % et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions de 48,8 % (le plus faible du secteur bancaire coté) fin 2023, contre une moyenne sectorielle de 67,8 %. – Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing). 				
Recommandation	<ul style="list-style-type: none"> – Le bilan de l'année 2023 a été décevant pour l'UBCI. La filiale du groupe CARTE a beau préserver son élan de croissance en ce qui concerne son activité d'exploitation, elle a accusé une dégradation de sa rentabilité. En cause, une augmentation substantielle du coût du risque liée à des provisionnements prudentiels, une hausse des charges d'exploitation supérieure à celle du Top Line et un alourdissement de la pression fiscale. – En 2023, la banque a progressé dans le déploiement de ses projets stratégiques, notamment la transformation de son système d'information et la réorganisation de son dispositif commercial dans le cadre d'une croissance plus efficiente. La refonte du système d'information sera achevée en 2024. Ce nouveau Core Banking permettra notamment de digitaliser la majorité de services bancaires afin d'améliorer l'expérience client et continuer à répondre plus efficacement à ses besoins les plus pointus avec une maîtrise optimale des délais. Ce système donnera la possibilité de saisir de nouvelles opportunités pour un nouveau modèle bancaire. – La filiale du groupe CARTE a connu un premier semestre 2024 décevant. L'activité du crédit fait quasiment du sur-place, nonobstant une collecte dynamique. Le PNB a presque marqué une pause à 153,4 MDt et les bénéfices ont reculé de 8,3 %, ressortant à 23,1 MDt, sous l'effet de la hausse des frais généraux. – 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 ③ un portefeuille de crédit sain qui permet d'asseoir une politique commerciale plus dynamique et ④ développement des synergies autour de la bancassurance avec le groupe CARTE, le nouvel actionnaire de référence. La banque affiche des fondamentaux solides, une bonne qualité du portefeuille et une assise financière robuste. <p>– Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives.</p>				

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
--------	-----------------	--------------	---------------------	-------------------------	---------------------

Chiffres au 16.10.2024

BH BANK	592	4,0 x	0,4 x	8,8 %	+13,3 %
----------------	-----	-------	-------	-------	---------

Points forts/Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> – Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines). – Un coefficient d'exploitation à la pointe du secteur (de 39,5% à fin 2023 contre une moyenne sectorielle de 45,2%). – Des leviers de rentabilité potentiels : montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits.
Points faibles/Menaces	<ul style="list-style-type: none"> – 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 (de 115,1% à fin 2023), et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence (de 3,8%, selon nos estimations contre une moyenne de 4,2% pour la concurrence cotée). – Malgré les efforts déployés pour diversifier la structure des engagements, la BH conserve une exposition élevée au secteur de la promotion immobilière ; un secteur en difficulté sur les dernières années en raison du climat des affaires difficile et de la baisse du pouvoir d'achat des ménages ; une exposition stratégique sans doute dictée par la vocation immobilière de la banque. – La conjoncture économique difficile s'est fait ressentir sur la qualité du portefeuille de la banque. Le taux des créances classées de la BH BANK s'est monté à 15,9%, à fin 2023 et reste parmi les plus élevés du secteur bancaire coté. Le taux de couverture s'est, quant à lui, détérioré, régressant de 2,3 points de pourcentage à 67,1%, fin 2023. – L'année 2023 s'est soldée par des résultats mitigés pour la BH BANK. Le leader des crédits logement a affiché une contraction de son encours des crédits, une croissance timide de sa collecte et un ralentissement de la croissance de ses revenus nets. C'est la baisse relative du coût du risque qui a sauvé l'année, permettant à la banque de renouer avec la croissance au niveau du Bottom Line. – L'année 2024 s'annonce un bon cru pour la banque étatique. C'est ce qui ressort de la lecture des états financiers au 30 juin 2024. La BH BANK a réalisé sur la première moitié de 2024 une croissance de son PNB de 15,9% à 362,7 MDt et un bond de son résultat net de 31,3% à 77,6 MDt. – 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 l'année 2024 seront principalement axés sur : <ul style="list-style-type: none"> 1. le rééquilibrage de l'activité entre les segments du <i>Corporate</i>, les PME et le <i>Retail</i> ; 2. la relance de l'activité du <i>Crédit Habitat</i>, cœur 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 ; 5. et l'optimisation des processus pour améliorer l'efficacité opérationnelle. – Première capitalisation du secteur bancaire public, la BH affiche une valorisation attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le <i>Flight to Quality</i> qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux (exposition encore élevée au secteur immobilier, une liquidité sous pression et une qualité du portefeuille sous les clignotants consommatrice en coût du risque), il y a encore du chemin à parcourir par la BH BANK.
Recommandation	<ul style="list-style-type: none"> – Nous recommandons de « conserver » le titre BH BANK.

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
--------	-----------------	--------------	---------------------	-------------------------	---------------------

Chiffres au 16.10.2024

WIFAK BANK	266	32,0 x	1,8 x	0 %	+2,1 %
-------------------	-----	--------	-------	-----	--------

– Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté.

– WIFAK 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.

Points forts/Opportunités

– 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.

– Une structure équilibrée des dépôts permettant à la banque d'afficher un coût des ressources en ligne avec la moyenne du secteur bancaire coté (5,7 %, selon nos estimations en 2023) et un spread de crédit appréciable (un spread apparent moyen de 4,6 %, fin 2023, contre une moyenne sectorielle de 4,2 %).

– 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 autorisées par la loi bancaire à créer des fenêtres islamiques. Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité.

– Un réseau d'agences en développement (comptant 44 agences au terme de 2023), nécessitant des ressources importantes.

– Une productivité en deçà de la moyenne sectorielle et qui n'a pas encore atteint son niveau de croisière.

Points faibles/Menaces

– Une qualité du portefeuille qui fait, présentement, tâche. Avec un taux des créances classées de 7,5 %, fin 2023, et un taux de couverture de 43,3 % seulement, la banque devrait consentir des efforts de provisionnement supplémentaires dans les prochaines années pour couvrir convenablement ses risques.

– En l'absence de Sukuk souverains pour le moment, la banque se trouve privée du levier des revenus de placement dans les emprunts d'État pour doper son PNB. Ce constat ne place pas WIFAK sur le même pied d'égalité que les autres banques conventionnelles de la cote.

– Une absence de distribution de dividendes.

– Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing).

– L'ex-leaseur commence à récolter les fruits de sa transformation en banque islamique. La mutation organisationnelle et commerciale touche à sa fin. 2023 a été l'année de la confirmation de la courbe ascendante des résultats. WIFAK est parvenue à réaliser une croissance à deux chiffres de ses principaux indicateurs d'activité et à atteindre un nouveau palier de résultat net (un résultat net de 7,5 MDt et un résultat net part du groupe de 9 MDt en 2023). 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. Les efforts supplémentaires à déployer par la WIB pour couvrir convenablement ses risques conditionneront la rentabilité future de la banque.

– Le bilan du premier semestre de 2023 est a été mitigé pour la banque islamique. L'activité d'intermédiation poursuit son élan de croissance. Cependant, la hausse soutenue du coût du risque et de la pression fiscale a grevé la rentabilité nette (des bénéfices en baisse de 13,9 % à 2,6 MDt).

Recommandation

– À fin avril 2024, M. Mohamed Hédi BEN AYED détient, de concert avec des personnes physiques et morales, 40 % du capital de WIFAK, devenant ainsi le premier actionnaire de la banque islamique devant l'ICD, la filiale de la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT, qui en détient 30 %. Rappelons que le CMF avait annoncé, début 2023, qu'il envisage de soumettre M. BEN AYED à une OPA Obligatoire visant les actions de WIFAK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 Dt l'action. Le déclenchement de la procédure attend toujours l'obtention du nouvel actionnaire de référence de l'agrément de la BCT.

– Le potentiel de croissance de la banque est certain. Néanmoins, au vu de ses niveaux de valorisation plus élevés que la moyenne du marché bancaire, nous ne recommandons pas le titre à l'achat en ce moment.

– **Nous recommandons de « Conserver » le titre en attendant une croissance plus équilibrée et l'amélioration éventuelle du classement de la banque islamique dans nos prochains benchmarking bancaires.**

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
Chiffres au 16.10.2024					
BNA	511	2,9 x	0,3 x	11,3 %	+9,4 %
Points forts/Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> – Un niveau de solvabilité dans les standards les plus élevés du secteur. – Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une exposition inférieure à 15% au secteur agricole. – Une physionomie du PNB dominée par la marge d'intérêt favorable en période de taux élevés (une proportion de 45,5% du PNB, fin 2023, est constituée par la marge d'intérêt). 				
Points faibles/Menaces	<ul style="list-style-type: none"> – Avec un taux de créances classées de 20,9% (contre un taux de 17,2% en 2022) et un taux de couverture de 60,5% (contre un niveau de 62,1% au terme de 2022), la qualité du portefeuille de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits nets produits sur les dernières années (4,5 milliards de dinars distribués sur la période 2019-2023) 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 couvrir convenablement ses risques. Toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 3,6 milliards de dinars (le plus élevé du secteur coté), il faudrait environ 2 années de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de couverture de 70%. – Une exposition élevée aux organismes et entreprises publiques dont des entités en difficulté (comme l'OFFICE DES CÉRÉALES, l'ETAP, la TRANSTU, l'OTD, l'ONH et EL FOULEDH). L'exposition de la banque à ces entités publiques a augmenté de 8,4% en 2023, ressortant à 6,4 milliards de dinars, soit 36,9% des créances brutes de la banque, à fin 2023, et 3,2x ses fonds propres. 				
Recommandation	<ul style="list-style-type: none"> – Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2023 des résultats de bonne facture. Malgré le coup de frein sur la production, l'activité d'exploitation a globalement maintenu le cap sur la croissance. Par ailleurs, nonobstant les pressions inflationnistes, la lourde charge du coût du risque et la hausse de la pression fiscale, la rentabilité a été sensiblement consolidée. La BNA a affiché, en 2023, parmi les croissances les plus vigoureuses des bénéfices à l'échelle du secteur bancaire coté. – Le bilan des six premiers mois de 2024 a été contrasté pour la BNA. En dépit d'une collecte dynamique, l'activité du crédit reste grippée pour la BNA. Le PNB a fait du quasi-surplace à près de 500 MDt. L'allègement relatif du coût du risque par rapport au premier semestre 2023 a été neutralisé par la hausse des frais généraux et par des pertes de 41 MDt se rapportant à une notification fiscale. La banque a dégagé, in fine, des bénéfices de 91,8 MDt quasi stables par rapport au S1 2023. – Le renforcement de la capacité bénéficiaire au fil des années, les plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement consolidé l'assise financière de la banque. Le bras financier de l'État jouit, aujourd'hui, de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui dépassent le double des exigences réglementaires. Cependant, la BNA affiche deux carences de taille dans ses comptes : un portefeuille de crédits sous les clignotants particulièrement dans cette conjoncture et un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) tendu. – 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. Toutefois, la fragilité de la qualité du portefeuille et l'exposition élevée aussi bien directe et qu'indirecte au risque souverain à l'aune du stress budgétaire ne devraient pas favoriser un retour pérenne des investisseurs au titre. <p>– Nous recommandons d'alléger l'exposition à la valeur.</p>				

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
Chiffres au 16.10.2024					
ATB	286	15,8 x	0,4 x	0,0 %	+5,9 %
Points forts/Opportunités	<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. – Un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) de 107,6% à fin 2023, parmi les plus confortables du secteur bancaire coté. – Un programme de restructuration organisationnelle et commerciale qui devrait permettre à la banque de redoubler en agressivité commerciale et de retrouver sa place dans le paysage bancaire tunisien. 				
Points faibles/Menaces	<ul style="list-style-type: none"> – Une banque positionnée en milieu de tableau (7^e position en termes de dépôts et 9^e rang en termes de crédits). – Une forte dégradation de la rentabilité depuis 2015 et une productivité en deçà des standards du secteur privé. – Une détérioration de la qualité du portefeuille depuis 2014. 				
Recommandation	<ul style="list-style-type: none"> – L'ATB a rompu avec la croissance bénéficiaire en 2023. L'activité d'exploitation a affiché un bilan mitigé. La croissance à deux chiffres du PNB (+11,8%) a été contrebalancée par la flambée du coût du risque (+77,7% à 124,1 MDt) et par la hausse des frais généraux (+7% à 231,4 MDt). La filiale du groupe ARAB BANK a, in fine, bouclé l'exercice 2023 avec un déficit de -9,4 MDt. À l'échelle consolidée, ce sont les filiales de la banque qui lui ont permis de dégager un résultat net part du groupe presque à l'équilibre. – Le bilan du premier semestre a été contrasté pour l'ATB. Alors que l'activité d'intermédiation est presque restée au point mort, la filiale du groupe ARAB BANK est parvenue à afficher un bénéfice net en progression de 19,7% à 12,4 MDt. – L'ATB a affiché depuis le début de l'année en cours un parcours boursier dans le vert, malgré l'absence de distribution de dividendes, et ce, depuis l'exercice 2018. Théoriquement, la valorisation mérite le détour, mais la dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années, le niveau élevé du coût du risque et la faible rentabilité des capitaux propres, nous incitent à la prudence. <p>– Notre recommandation est «Alléger» sur le titre.</p>				

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
Chiffres au 16.10.2024					
STB	441	18,2 x	0,5 x	0,0 %	-24,1 %
Points forts/Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> – Troisième banque de la place en matière de dépôts avec une part de marché de 11,2%, à fin 2023, la STB profite d'un bon positionnement sur les dépôts d'épargne et affiche la plus importante contribution de cette catégorie de ressources dans la collecte (une proportion de 41,7% à fin 2023), à l'échelle du secteur coté. Ce constat lui permet de maîtriser son coût de ressources, d'autoalimenter la croissance de ses crédits et de se protéger contre la surenchère tarifaire. 				
Points faibles/Menaces	<ul style="list-style-type: none"> – Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise économique : <ol style="list-style-type: none"> 1. une exposition élevée 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 18,1% couvertes à hauteur de 46,4% par les provisions; 3. une situation difficile de certaines filiales comme la TFB qui n'a pas totalement retrouvé ses équilibres financiers. – Un ratio de transformation réglementaire tendu (de 110,3% à fin 2023). – Un spread de crédit sous pression (de 3,1% en 2023, selon nos estimations) inférieur à la moyenne du secteur bancaire coté (4,2% fin 2023). – Une faible capacité génératrice de commissions avec une contribution des commissions au PNB (18,6% fin 2023) moindre que la moyenne sectorielle (19,7% fin 2023). 				
Recommandation	<ul style="list-style-type: none"> – La STB a affiché en 2023 des réalisations décevantes à tous les plans. Le PNB a fait grise mine tiré vers le bas par un spread qui s'effrite et une marge d'intérêt qui perd nettement du terrain. La rentabilité a subi un effet ciseau défavorable entre un Top Line mal orienté, des charges d'exploitation qui augmentent et un coût du risque qui atteint année après année de nouveaux sommets. Si la banque a retrouvé ses équilibres financiers depuis l'exercice 2022 grâce à la résorption de la totalité de ses pertes antérieures (décision de l'AGO du 29 avril 2023) et a commencé à rembourser la dotation de l'État (de 117 MDt), elle n'a pas renoué avec la distribution des dividendes annoncée lors de l'AGO statuant sur les résultats de l'exercice 2022. – Les résultats du premier semestre 2024 ont été en deçà de nos attentes. L'activité d'exploitation a été mal orientée et la rentabilité nette a été prise à revers par la lourde charge du coût du risque et par des pertes extraordinaires de 18,8 MDt se rapportant à une notification fiscale. Résultat des courses : le résultat net de la banque publique a viré au rouge au S1 2024 : -4,4 MDt. – Neuf ans après la recapitalisation (une injection de fonds propres de 757 MDt opérée en 2015, majoritairement réalisée par l'État actionnaire), le bilan de la STB est plutôt mitigé. L'activité d'exploitation a beau afficher des signes de résistance, la banque étatique continue à subir les contrecoups d'une gestion peu rigoureuse par le passé et d'une surexposition à un secteur qui souffre de difficultés structurelles en Tunisie : le tourisme; un secteur qui est, d'ailleurs, aux côtés du secteur industriel responsable de la sinistralité élevée chez la banque. Deux carences auxquelles le nouveau management devrait s'atteler dans les prochaines années. Elles constituent autant de menaces pour l'élan de la STB et des points de vigilance pour les investisseurs, particulièrement à l'aune de la crise économique actuelle. La stagflation persistante en Tunisie, le spectre du resserrement du crédit et des tensions monétaires, et le durcissement de la réglementation prudentielle devraient affecter la banque. <p>– Notre recommandation est «Alléger».</p>				

Valeur	Cap (en MDt)	P/E 2024e	P/B ajusté 2024e	Dividend yield 2024e	Performance 2024
Chiffres au 16.10.2024					
BTE (ADP)	4	n.s	0,2 x	0 %	-26,2 %
Points forts/Opportunités	<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 de loin la plus forte contribution de commissions dans le PNB à l'échelle du secteur bancaire coté (38% pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 19,7%, en 2023). 				
Points faibles/Menaces	<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 41,7 MDt au 30 juin 2024) d'autant plus altérée par les déficits importants des dernières années. – Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation insoutenable de 103,4%, fin 2023). – La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 21,2% couvertes à hauteur de 63,2% par les provisions en 2023). Le coût du risque (29,3 MDt, soit 45,1% du PNB en 2023), absorbe une majeure partie de la rentabilité. – Un niveau de solvabilité tendu qui constitue un frein pour une stratégie de croissance plus dynamique. – Un coût des ressources et un spread d'intérêt qui se comparent défavorablement à la concurrence cotée. – Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing). 				
Recommandation	<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-émiratis. La BTE cumule depuis 2020 des déficits. À nouveau dans le rouge, la banque n'est pas sortie d'affaires au terme du premier semestre 2024 : des pertes de 11,3 MDt. – Le nouveau management de la banque mixte voit l'avenir avec beaucoup d'optimisme. Il compte redresser les comptes de la BTE, lui insuffler une nouvelle dynamique en ciblant, notamment, les financements verts. Pour lui donner les moyens de ses ambitions, renflouer ses fonds propres et restaurer ses ratios prudentiels, la banque a opéré une augmentation de capital en numéraire portant sur une enveloppe de 18,7 MDt. L'opération a été réalisée dans la limite de 77,8% du montant initialement prévu (24,1 MDt). Dans le cadre de cette opération, la banque a publié un business plan ambitieux qui table sur un retour aux bénéfices à partir de 2026. <p>– Nous recommandons d'alléger l'exposition au titre en attendant le retour aux bénéfices.</p>				
Chiffres au 16.10.2024					
Secteur bancaire coté	11 801	8,3 x	0,9 x	6,6 %	+11,7 %

Source : TUNISIE VALEURS

SECTEUR DE L'ASSURANCE

En résonance avec les défis du monde actuel

Points clés

- En 2023, la reprise de l'activité du secteur de l'assurance a décéléré par rapport aux deux années précédentes. Les primes émises du secteur ont affiché une modeste évolution, toutes branches confondues, de 8,2% pour s'établir à 3446 MDt, témoignant d'un contexte opérationnel difficile marqué par une faible croissance économique et une pression tarifaire et concurrentielle grandissante.
- La sinistralité ne cesse de s'aggraver, s'établissant chaque année à des niveaux inédits. L'inflation toujours élevée continue de peser sur les coûts d'indemnisation, mettant à mal la profitabilité du secteur. Pourtant, les assureurs cotés ont réussi à afficher une capacité bénéficiaire agrégée en légère amélioration (+ 3,7% en 2023).
- L'environnement réglementaire est marqué par des projets de réformes encore en attente. Le nouveau cadre réglementaire, portant l'adoption des normes de solvabilité basées sur les risques des compagnies d'assurances, n'est toujours pas entré en vigueur. L'application des normes IFRS a été reportée au 1^{er} janvier 2025.
- Face à la multiplication et à l'évolution permanente des risques, les défis d'assurabilité deviennent de plus en plus importants. Développer un savoir-faire dans la gestion des risques et une expertise différenciante et innovante s'appuyant sur les nouvelles technologies, l'intelligence artificielle et l'analyse des données permettrait de répondre au mieux à l'évolution des besoins et des comportements des clients.
- Le modèle d'évaluation détaillé dans la présente étude nous permet d'évaluer le risque global inhérent à chaque compagnie d'assurance cotée dans un but d'identifier les opportunités d'investissement.

1. CONTEXTE MONDIAL DU SECTEUR DE L'ASSURANCE

Selon SWISS RE INSTITUTE, les primes d'assurance dans le monde se sont élevées à 7 186 milliards de dollars en 2023, en hausse de 6,1% par rapport à 2022. En terme réel, ajustée de l'inflation, la croissance des primes émises mondiales se réduirait à 2,8%; une croissance portée par la reprise concomitante de l'activité vie qui s'est fortement contractée en 2022 et des activités non-vie.

Le contexte mondial, en 2023, marqué par une croissance économique plus forte que prévu et par des taux d'intérêt élevés, a été bon pour les assureurs. Les taux d'intérêt élevés ont donné un nouveau souffle à la branche vie, en stimulant en particulier la demande pour les produits d'épargne. L'activité non-vie s'est également bien comportée, même

si les conditions du marché ont été difficiles. En effet, les assureurs ont révisé à la hausse leurs assiettes de cotisation pour compenser la flambée des coûts d'indemnisation dans les branches automobile et immobilier en raison de l'inflation persistante. SWISS RE INSTITUTE, prévoit que les conditions du marché difficiles pour les branches non-vie s'atténueront à l'approche de 2025, avec l'apaisement de l'inflation.

Les États-Unis (40,9% de part de marché en 2023) et la Chine (10,1% de part de marché en 2023) restent les plus grands marchés d'assurance au monde, se classant respectivement premier et deuxième.

À l'échelle mondiale, les primes d'assurance non-vie ont augmenté de 7,6% en 2023 pour atteindre 4 297 milliards de dollars. Le fort rebond économique dans l'Asie émergente et les nouveaux pays industriels dans la région a stimulé la croissance des primes émises non-vie.



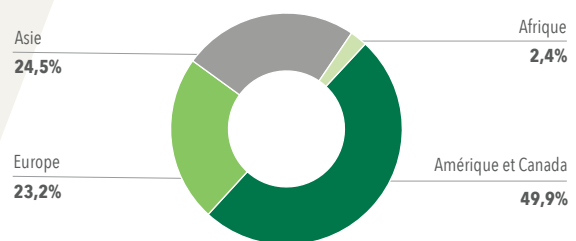
Les primes mondiales d'assurance vie ont progressé de 3,9% en 2023 pour s'établir à 2 889 milliards de dollars, une croissance boostée par les marchés émergents asiatiques et certains grands marchés d'Europe continentale. Cette activité représente environ 40% du total des primes émises en 2023.

Le secteur de l'assurance s'adjuge une place importante dans le financement des entreprises et dans l'économie en général avec un taux de pénétration mondial (les primes en pourcentage du PIB par habitant) de 7% en 2023. Selon SWISS RE INSTITUTE, la demande d'assurance sur les marchés émergents devrait continuer à croître rapidement.

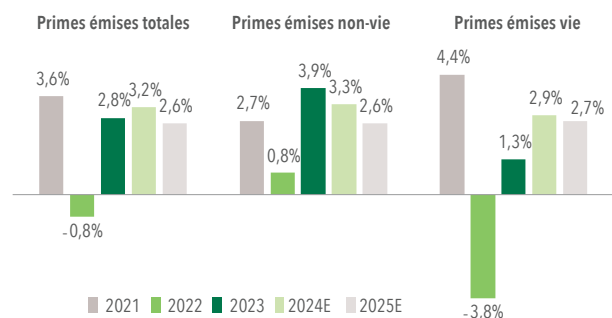
La pénétration de l'assurance pour la plupart des pays africains est inférieure à 3%. Dans beaucoup de pays, elle est inférieure à 1%, exception faite de l'Afrique du Sud et de la Namibie qui affichent respectivement, des taux de pénétration de 11,5% et 7,9%, parmi les plus élevés dans le monde, bien au-dessus de la moyenne mondiale de 7%, selon SWISS RE INSTITUTE. Pour l'Afrique, le total des primes a été de 63 563 millions de dollars, soit 0,9% de part dans le marché mondial, dont 67,6% pour la branche vie.

Selon SWISS RE INSTITUTE, la croissance économique soutenue, la vigueur des marchés du travail, la hausse des taux d'intérêt et l'augmentation des revenus réels, à mesure que l'inflation se modérera, stimuleraient la demande pour les produits d'assurance. L'assureur estime que le total des

Distribution des primes d'assurance dans le monde en 2023



Évolution des taux de croissance réels des primes émises mondiales



primes (non-vie et vie) augmenterait de 3,2% en 2024. Les taux d'intérêt plus élevés continueront de se répercuter sur les portefeuilles de placement, améliorant la rentabilité des assureurs vie et non-vie.

En matière de sinistralité, l'année 2023 a bien illustré un monde en polycrise. Face à la multiplication et l'intensification des risques (risques climatiques, transition énergétique, turbulences économiques et géopolitiques, risque cyber et nouvelles technologies), la notion du risque prend ainsi une nouvelle dimension.

Les catastrophes naturelles ont entraîné des pertes économiques de 280 milliards USD en 2023. Uniquement 108 milliards de dollars (40%) ont été couverts par des assurances, soit une valeur supérieure à la moyenne décennale précédente de 89 milliards d'USD. Le séisme en Turquie et en Syrie a été la plus grande catastrophe humanitaire de l'année, faisant près de 58 000 victimes. Avec des pertes assurées de 6,2 milliards USD, il s'est également avéré être l'événement le plus coûteux de l'industrie. Malgré cela, la faible pénétration de l'assurance dans la région a entraîné des répercussions sur 90% des dommages matériels non assurés.

Face à l'évolution permanente des risques et au défi de l'assurabilité, les assureurs sont en quête de solutions innovantes dans une approche partenariale. Développer un savoir-faire dans la gestion des risques et une expertise différenciante sont les ultimes défis de tous les assureurs. Les principaux leviers de différenciation sont : les nouvelles technologies, l'intelligence artificielle et l'analyse des données, qui permettent d'ouvrir la voie à de nouvelles opportunités commerciales, de gagner en efficacité et en pertinence sur la tarification et de mieux gérer les sinistres, les risques et les services offerts. L'investissement doit, par conséquent, être au cœur du business modèle de tout assureur. La solidité financière permet à la fois de résister aux crises et de mener des chantiers structurants pour l'avenir.

2. ÉTAT DES LIEUX DU SECTEUR DE L'ASSURANCE EN TUNISIE

2.1 Un secteur atomisé à faible pénétration dans l'économie

Atomisé, le marché des assurances en Tunisie, compte aujourd'hui, 24 entreprises résidentes. Il a été renforcé, en 2022, par l'entrée d'une nouvelle compagnie, adossée à une banque, spécialisée en assurance vie. Il s'agit d'Assurances UIB dont l'activité a démarré durant le quatrième trimestre de 2022.

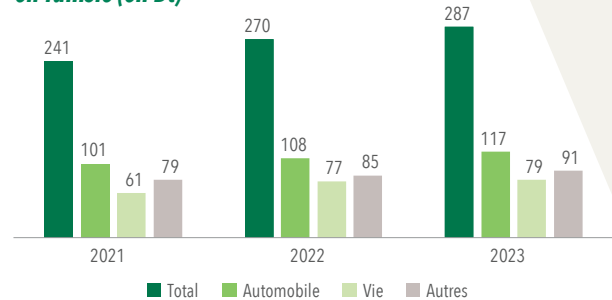
Le secteur compte désormais : douze compagnies qui opèrent en multibranches, sept compagnies spécialisées en assurance vie et capitalisation, trois compagnies spécialisées en assurance, islamique «Takaful», une compagnie spécialisée en assurance des crédits et une compagnie spécialisée en réassurance. 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.

Toutefois, le taux de pénétration de l'assurance tunisienne dans l'économie nationale demeure modeste (total des

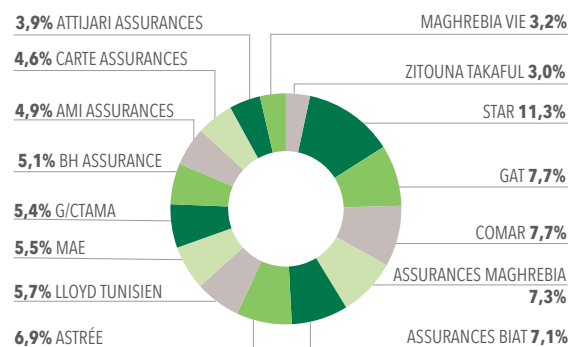
primes émises par rapport au produit intérieur brut) passant de 2,5% en 2021 à 2,4% en 2022 et à 2,45% en 2023.

Le secteur de l'assurance en Tunisie affiche également une faible densité (Primes émises/Habitant), quand bien même en amélioration. En effet, la prime d'assurance moyenne par habitant est passée de 270 Dt en 2022 (193 Dt en assurance non-vie et 77 Dt en assurance vie) à 287 Dt en 2023 (208 Dt en assurance non-vie et 79 Dt en assurance vie).

Évolution des primes émises par habitant entre 2021-2023 en Tunisie (en Dt)



Parts de marché 2023 des primes émises des principaux assureurs



2.2 La reprise de l'activité des assureurs s'essouffle

En 2023, le secteur des assurances en Tunisie a continué son évolution dans un contexte marqué par une stagflation persistante, une pression tarifaire et concurrentielle grandissante et un environnement en mutation, marqué par une digitalisation croissante, une personnalisation des produits, un renforcement de la réglementation, avec un accent accru sur la gestion des risques et la collaboration stratégique.

Selon le rapport annuel de la Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances, la croissance du secteur de l'assurance a décéléré par rapport aux deux années précédentes. Les primes émises du secteur ont affiché, en 2023, une modeste évolution, toutes branches confondues, de 8,2% pour s'établir à 3446 MDt, contre 3184 MDt en 2022.

La STAR préserve son positionnement de leader avec une part de marché de 11,3%, suivie par COMAR (une PdM de 7,7%) et ASSURANCES MAGHREBIA (une PdM de 7,3%). Dans ce secteur atomisé, les trois leaders du marché ne détiennent que 26,6% de part de marché. ASSURANCES MAGHREBIA se situerait en deuxième position avec une PdM de 10,5% si l'on

« Le ralentissement l'activité du secteur de l'assurance au cours de la 3e année post COVID-19 témoigne d'un contexte opérationnel difficile marqué par une faible croissance économique et une pression tarifaire et concurrentielle grandissante ».

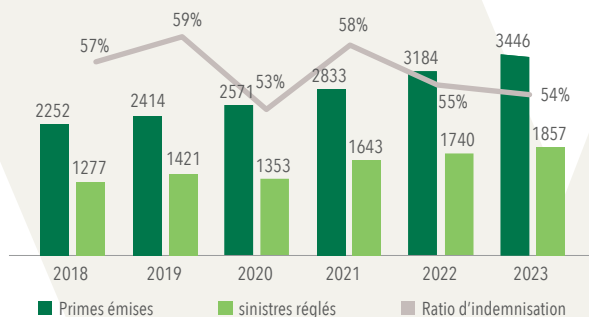
tient compte de ses activités vie et non vie. BH ASSURANCE vient en 7^e position avec une PdM de 5,1%.

Locomotive du marché, la branche automobile continue de dominer les produits d'assurance, accaparant, à elle seule, 40,1% du total des primes émises du secteur en 2023. En amélioration continue, la branche vie a ramenée sa part de marché à 27,4% en 2023 contre 17,6% en 2014.

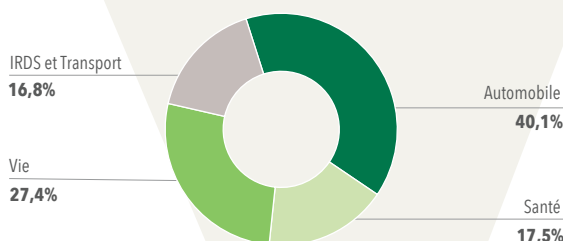
2.3 La sinistralité toujours à des niveaux élevés

L'année 2023 signe une quatrième année consécutive de sinistralité inédite, qui ne perd pas de sa vigueur depuis les restrictions sanitaires Post-COVID-19. Les compagnies d'assurance font également face à une inflation sévère renchérissant le coût des indemnisations. Les indemnisations du secteur se sont accrues de 6,7% pour s'établir à 1857 MDt. Néanmoins, le ratio d'indemnisation (Sinistres réglés/Primes émises) s'est allégé d'un point de pourcentage pour s'établir à 54%.

Évolution des primes émises, des sinistres réglés et du ratio d'indemnisation (en MDt)



Structure des primes émises agrégées du secteur de l'assurance par branche en 2023



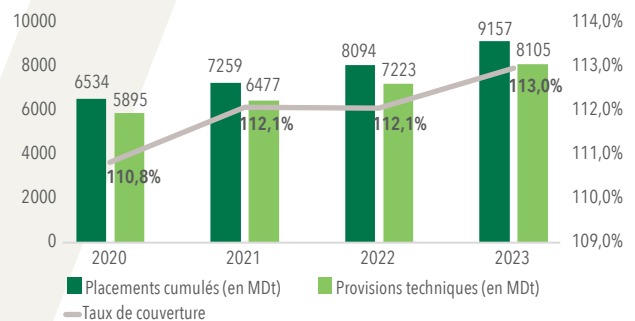
2.4 Une solide activité financière et une poursuite des efforts de provisionnement supplémentaires dans l'activité vie

Continuant de tirer profit du contexte haussier des taux, l'activité financière continue d'être un centre de profit pour les assureurs de la place. La révision à la hausse des taux d'intérêt en 2022 et 2023 a été une aubaine pour les opérateurs du secteur.

À fin 2023, les placements financiers agrégés du secteur ont poursuivi leur croissance à deux chiffres, affichant une hausse de 13,1% à 9157 MDt, contre progression de 11,5% 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 totalisé en 2023 un montant de 8105 MDt contre 7223 MDt en 2022, soit une augmentation de 12,2%, contre une croissance de 11,5% en 2022 et de 9,9% en 2021. La part des provisions constituées au titre de l'assurance vie et capitalisation par rapport au total provisions s'est maintenue à 45% (contre 45,6% en 2022 et 42,6% en 2021) et ce, au détriment de la part totale des branches non-vie. Le taux de couverture des provisions techniques par les actifs placés en représentation s'est amélioré d'un point de pourcentage à 113%.

Évolution des placements et des provisions techniques



2.5 Les réformes réglementaires avancent lentement

L'année 2023 a été caractérisée par la poursuite, avec l'appui de la Banque Mondiale et sous l'égide du Comité Général des Assurances (CGA) et de la Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances (FTUSA), de l'élaboration d'une feuille de route à horizon 2028 pour la mise en place du référentiel comptable international «IFRS» et du projet du référentiel de Solvabilité Basée sur les Risques (SBR).

Les projets phares de cette feuille de route ont porté sur :

- La mise en place d'une cartographie des risques sectoriels visant à renforcer la culture du Risk Management au sein du secteur des assurances et l'adoption des règles basées sur les risques pour le calcul de la marge de solvabilité.
- La mise en place d'un système d'assurance des catastrophes naturelles.
- L'assistance des Compagnies d'Assurances au choix de l'outil IFRS 17. L'application des normes IFRS a été reportée

au 1^{er} janvier 2025 à la suite de la décision du Conseil National de la Comptabilité.

- L'organisation de la branche automobile à travers : la libéralisation des tarifs et la révision du système « Bonus-malus » ; la mise en place d'une plateforme d'échanges des recours inter-Compagnies en matière d'indemnisation des sinistres Automobile, entrée en exploitation depuis le début de 2024 ; le lancement du projet sectoriel de mise en place d'un référentiel Automobile & du constat digital Automobile (e-constat), visant, respectivement l'optimisation du processus d'indemnisation Auto et l'amélioration de la qualité des services rendus aux clients.

3. MODÈLE D'ÉVALUATION : UN SECTEUR RÉSILIENT

3.1 Présentation du modèle d'évaluation

Afin d'évaluer «la solidité» des assureurs cotés, mieux appréhender la résilience de leurs business model et évaluer 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 opérationnel délicat, marqué par un ralentissement économique accru et une inflation toujours élevée.

Les critères du modèle d'évaluation

- **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 est mieux estimée en comparaison avec le secteur.
- **VOLATILITÉ DE LA PROFITABILITÉ**
Il s'agit d'évaluer les ratios de profitabilité suivants : ratio combiné, résultat net, marge nette, ROE, rentabilité des placements), en comparaison avec les ratios du secteur.
- **SOLIDITÉ BILANCIELLE**
Elle est essentiellement estimée 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).
- **RENDEMENT DES TITRES**
Il est mesuré par le P/E, le P/B et le rendement en dividendes de 2023 et estimés pour 2024.
- **LIQUIDITÉ DES TITRES**
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).

3.2 Application du modèle d'évaluation

3.2.1. La résilience du business model des assureurs cotés

En 2023, dans une conjoncture économique marquée par une stagflation persistante, la croissance de l'activité des assureurs a été plutôt modeste, en net ralentissement par rapport à l'année précédente. La croissance a été différente d'un assureur à un autre.

Résilience du Business Model

Chiffres en MDt	Primes nettes émises								TCAM 2018-2023	Var 2022	Var 2023
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023				
STAR	331,7	322,5	340,2	326,0	329,2	344,7	349,2	1,6%	4,7%	1,3%	
ASTRÉE	122,9	121,2	131,2	137,3	146,3	194,0	192,1	9,7%	32,7%	-1,0%	
BH ASSURANCE	62,0	72,0	84,8	93,0	110,7	121,5	135,5	13,5%	9,7%	11,5%	
ASSURANCES MAGHREBIA*	146,1	158,2	171,5	193,6	217,2	242,3	267,8	11,1%	11,6%	10,5%	
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	48,2	51,8	58,8	70,8	82,8	93,7	99,9	14,0%	13,2%	6,7%	
Primes agrégées du secteur coté	662,7	673,9	727,7	749,8	803,4	902,5	944,5	7,0%	12,3%	4,7%	
Évolution des primes agrégées		1,7%	8,0%	3,0%	7,1%	12,3%	4,7%				

Source : TUNISIE VALEURS

a. Une croissance modeste de l'activité pour l'ensemble du secteur en 2023

- Le total des primes émises nettes du secteur de l'assurance coté (STAR, ASTRÉE, BH ASSURANCE et GROUPE ASSURANCES MAGHREBIA) a atteint 944,5 MDt à fin 2023, soit une progression annuelle de 4,7%, contre une croissance à deux chiffres de 12,7% en 2022 et une croissance de 7,6% en 2021. Le taux de croissance annuel moyen a été de 7,0% sur la période 2018-2023.
- La **STAR**, le leader incontesté du secteur, continue de freiner le rythme de la croissance des primes collectées du secteur, avec des primes émises nettes en progression de 1,3% en glissement annuel, à fin 2023 à 349,2 MDt. Le taux de croissance annuel moyen des primes émises nettes entre 2018 et 2023 a été de 1,6% ; une croissance contenue pour la quatrième année consécutive en raison de la poursuite des efforts d'assainissement de l'assureur afin de réduire son l'exposition à la branche auto sous l'effet du nettoyage du portefeuille des particuliers et de la sortie du parc automobile de l'État. L'assureur a réussi à réduire de 30% le nombre de véhicules assurés grâce à une politique de souscription plus sélective tout en maintenant quasi stable (-1%) le chiffre d'affaires de la branche automobile sur les cinq dernières années, et ce, grâce à des augmentations tarifaires tenant compte des pressions inflationnistes. L'année 2023 marque la fin des efforts d'assainissement.
- ASSURANCES MAGHREBIA** et **BH ASSURANCE** ont réussi à maintenir un rythme de croissance soutenu de leurs primes émises nettes sur la période 2018-2023, affichant des taux de croissance à deux chiffres respectifs de 10,5% et 11,5% en 2023, et de 11,1% et 13,5% sur la période 2018-2023.
- ASTRÉE**, qui a connu une année exceptionnelle en 2022 grâce à la réalisation d'un contrat important en Vie-Capitalisation d'une valeur de 36 MDt, a vu ses primes émises s'effriter de -1% à 192 MDt en 2023. La compagnie d'assurance affiche un taux de croissance annuel moyen de 9,7% entre 2018-2023.

Volatilité de la profitabilité

Chiffres en MDt	Ratio combiné			Résultat Net			ROE			Rendement net placements	
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2022	2023
STAR	116,8%	119,0%	119,1%	21,1	29,3	23,3	5,7%	8,2%	6,6%	9,4%	9,5%
ASTRÉE	102,8%	102,5%	101,2%	21,1	17,1	22,7	15,4%	11,5%	14,6%	8,1%	10,4%
BH ASSURANCE	86,0%	81,0%	76,0%	13,1	13,3	13,2	19,5%	17,1%	15,0%	8,5%	7,4%
ASSURANCES MAGHREBIA*	95,0%	95,2%	94,2%	29,1	29,6	33,5	23,1%	22,3%	22,0%	7,4%	7,5%
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	60,6%	64,7%	64,0%	12,6	16,2	18,8	17,3%	14,0%	14,9%	7,1%	7,0%
Moyenne du secteur	100,1%	99,4%	98,8%	19,4	105,5	111,4	0,8	14,6%	14,6%	8,1%	8,4%

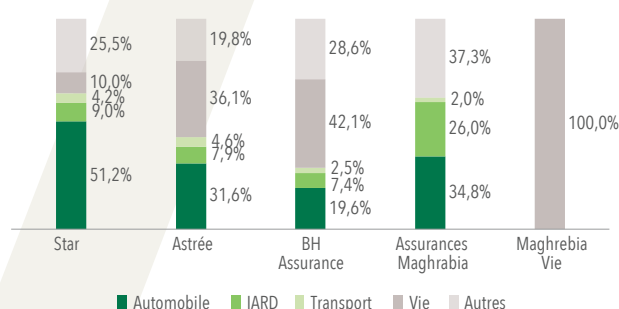
* Il s'agit du ratio combiné du groupe ASSURANCES MAGHREBIA (activités non-vie et vie).

Source : TUNISIE VALEURS

b. Une répartition des primes assez différente entre les assureurs cotés

- La **STAR** continue d'être l'assureur le plus exposé à la branche automobile, représentant plus de la moitié (51,2%) de ses primes émises à fin 2023. La branche automobile est généralement la branche la plus sinistrée en raison du renchérissement des pièces de rechange.
- ASSURANCES MAGHREBIA**, **ASTRÉE** et **BH ASSURANCE** sont exposés à la branche automobile, respectivement à hauteur de 34,8%, 31,6% et 19,6%.
- 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 à la suite d'une hausse des prestations décès COVID-19), représentant 42,1% du total de ses primes émises.
- La branche Vie demeure encore faiblement développée chez la **STAR**, représentant uniquement 10% de ses primes émises en 2023.

Structure des primes émises des assureurs cotés



3.2.2 La volatilité de la profitabilité des assureurs cotés : une modeste amélioration de la profitabilité

La sinistralité du secteur ne cesse de s'aggraver, s'établissant chaque année à des niveaux inédits, et ce depuis la forte baisse en 2020 à la suite des restrictions sanitaires connues pendant la pandémie COVID-19. L'inflation toujours élevée continue de

peser sur les coûts d'indemnisation, mettant à mal la rentabilité du secteur. Pourtant, les assureurs cotés ont réussi à afficher une capacité bénéficiaire agrégée en légère amélioration (+3,7% en 2023). En effet, dans un contexte de faible croissance du PIB, les assureurs ont augmenté leurs primes, compensant ainsi l'inflation en 2022-2023. Ceux qui n'ont pas anticipé cette hausse ont vu leur ratio combiné se dégrader.

En 2023, l'amélioration de la capacité bénéficiaire du secteur coté a été modeste, et ce, malgré l'amélioration concomitante des activités vie (résultat technique vie agrégé en ascension de +47,7% à 66,5 MDt), des activités non-vie (+9,6% résultat technique non-vie agrégé) et de l'activité financière (les produits nets des placements cumulés du secteur cotés ont progressé de 15% à 294,7 MDt). Il convient de préciser que la rentabilité des assureurs a été pénalisée par celle de la STAR, par la contribution sociale de solidarité au profit du budget de l'État révisée à la hausse de 2% à 4%, et par l'instauration d'une taxe conjoncturelle au profit du budget de l'État de 4% pour les exercices 2023 et 2024.

a. Un ratio combiné plutôt maîtrisé en dépit d'une sinistralité élevée

- Le ratio combiné moyen du secteur (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 légèrement amélioré, en 2023, pour s'établir à 98,8%, et ce, en dépit d'une sinistralité élevée. BH ASSURANCE est l'unique assureur qui a su améliorer notablement son ratio combiné de 5 points de pourcentage à 76%, affichant ainsi le meilleur ratio du secteur en 2023, un ratio attractif, nettement en dessous de la norme réglementaire de 100%. Le ratio combiné d'ASTRÉE s'est maintenu à un niveau élevé, s'établissant à 101,2%. La STAR présente le ratio le moins attractif de la cote, dépassant largement la norme de 100% et s'établissant à 119%. Le ratio combiné des activités vie et non-vie d'ASSURANCES MAGHREBIA, se maintient à 94,3%, en dessous de la norme requise.
- Sans exceptions, tous les assureurs de la place ont connu une hausse de leurs sinistres réglés. À fin 2023, le groupe ASSURANCES MAGHREBIA, a été le plus touché, témoignant d'une progression de 22,1% de ses charges de sinistres à 213,1 MDt. L'assureur a vu son ratio d'indemnisation augmenter considérablement (Sinistres réglés/Primes émises) de 7,6 points de pourcentage à 79,6%. Il s'agit, tout de même, du ratio le moins élevé du secteur coté.

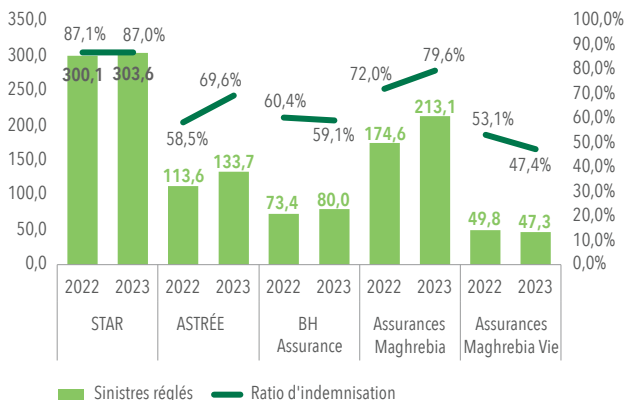
nistres à 213,1 MDt. L'assureur a vu son ratio d'indemnisation augmenter considérablement (Sinistres réglés/Primes émises) de 7,6 points de pourcentage à 79,6%. Il s'agit, tout de même, du ratio le moins élevé du secteur coté.

- En 2023, uniquement la STAR a réussi à contenir la croissance de ses charges de sinistres à 1,2%, grâce à une baisse de la sinistralité de ses activités non-vie et à la constatation d'une reprise sur provisions de l'ordre de 3,5 MDt. Le ratio d'indemnisation de la STAR demeure le plus élevé (87%), suivi par celui d'ASSURANCES MAGHREBIA (79,6%) et de BH ASSURANCE (59,1%).

b. Une capacité bénéficiaire en légère amélioration

- La capacité bénéficiaire agrégée du secteur a connu, en 2023, une légère hausse de 3,7% à 92,6 MDt. A l'exception de la STAR, qui a affiché un résultat net en retrait, tous les assureurs ont connu une croissance de leur Bottom Line.
- Le résultat net de la STAR a accusé un repli de 21% à 23,3 MDt. Ce retrait traduit : une baisse du résultat technique non-vie (-28% à -14,2 MDt); une amélioration du résultat technique vie (+44,4% à 20,2 MDt) en l'absence d'éléments exceptionnels (rechargement de provision de gestion et coût du plan de départs à la retraite); un résultat financier en progression de 2,3 MDt; – une augmentation des frais généraux due à l'augmentation des dépenses du personnel; l'accroissement de la charge d'IS (payement d'une charge d'impôt de 10,8 MDt en 2023, contre un minimum d'impôt de 0,8 MDt en 2022). Il convient de noter que sur la période 2020-2023, la compagnie n'a payé que le minimum d'impôt.
- BH ASSURANCE a vu son résultat net se maintenir quasi-stable à 13,2 MDt en 2023. En effet, la baisse du résultat technique vie (s'établissant à 0,5 MDt contre 5,5 MDt en 2022) a été couverte par l'amélioration du résultat technique non-vie (+53,7% à 12,9 MDt).
- ASSURANCES MAGHREBIA a affiché un résultat net part du groupe en hausse de 13,2% à 33,5 MDt. Le résultat technique non-vie a progressé de 10,7% à 26,9 MDt. Le résultat technique de la branche vie s'est hissé de 20,1% à 18,8 MDt.
- En matière de rentabilité des capitaux propres, la STAR opère en dessous de son potentiel, comparée à ses pairs tunisiens, avec un ROE en 2023 de 6,6% contre un ROE moyen de 14,6% pour le secteur coté. ASSURANCES MAGHREBIA affiche le meilleur ROE du secteur (22%), suivie par BH ASSURANCE (15%) et ASTRÉE (14,6%). ASSURANCES MAGHREBIA VIE affiche un ROE en 2023 de 14,9%.

Évolution des sinistres réglés (en MDt) et du ratio d'indemnisation des assureurs cotés



- Bénéficiant du contexte haussier des taux, l'activité financière, bien portante, continue de soutenir la rentabilité des assureurs. Les assureurs cotés ont affiché des produits financiers nets en amélioration.
- En effet, en 2023, l'activité financière des assureurs a continué de 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. Cette activité a bénéficié également de la levée graduelle des restrictions, depuis 2021, sur les distributions de dividendes qui ont pesé sur le rendement des portefeuilles de placement et leurs valorisations, notamment la valorisation des valeurs bancaires et de certaines valeurs financières.

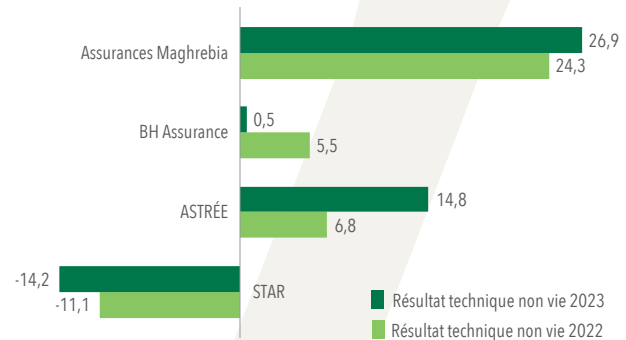
- L'assureur qui jouit du portefeuille d'actifs le plus conséquent est sans conteste la STAR. L'assureur continue d'étoffer son portefeuille de placement déjà conséquent, se dotant d'un actif net atteignant les 1088 MDt, contre 1049 MDt à fin 2022. Il est important de signaler qu'au 31/12/2023 la plus-value latente du portefeuille de placement a été de 141 MDt, soit un portefeuille d'une valeur marchande de plus de 1,2 milliard de dinars. La rentabilité des placements nets de la STAR s'est légèrement améliorée pour s'établir à 9,5%, contre 9,4% une année auparavant. Il s'agit du meilleur rendement du secteur.
- **ASTRÉE** qui a vu ses produits financiers se hisser de 36,6% à 54,9 MDt, a connu une amélioration de 1,3 point de pourcentage de son taux de rendement à 8,1%. L'assureur jouit d'un portefeuille de placements d'une valeur de 675,2 MDt à fin 2023, tout en présentant la structure de placements la plus équilibrée en termes de titres à revenu variable et à revenu fixe.
- Le **Groupe ASSURANCES MAGHREBIA** bénéficie également d'un large portefeuille de placements d'une valeur de 919 MDt. Le rendement de ce portefeuille s'est établi à 7,5%. L'assureur est exposé à hauteur de 72,9% à des BTA et obligations.
- **BH ASSURANCE** a affiché un rendement de placements attractif de 8,2% pour une valeur du portefeuille de placements nets de 309,5 MDt.
- **ASSURANCES MAGHREBIA VIE** affiche un taux de rendement de 7% pour un portefeuille net de 591,2 MDt. L'assureur vie est exposé à hauteur de 75,5% à des BTA et titres à revenu fixe.
- L'activité financière en 2023 continue de profiter du relèvement du taux directeur de la Banque Centrale et du taux Minimum de Rémunération de l'Épargne. Toutefois, en cas d'application des normes IFRS, l'envolée des taux d'intérêt devrait entraîner des pertes non réalisées sur les investissements à revenus fixes des assureurs de la place. Ces derniers seront dévalués, impactant le retour sur investissement des placements des assureurs.

3.2.3. La solidité bilancielle des assureurs cotés

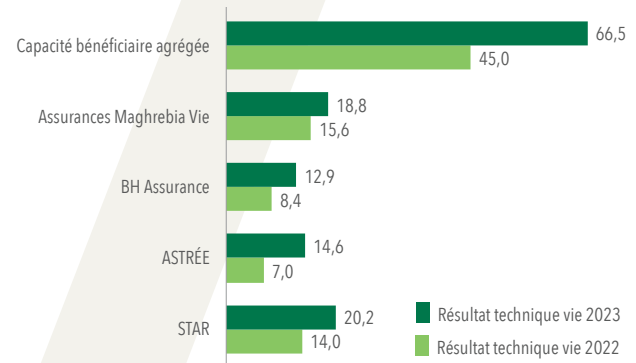
Nous avons essayé de mesurer la solidité bilancielle des assureurs par le ratio de solvabilité (Marge de solvabilité réelle/ Marge de solvabilité réglementaire) et le taux de couverture (Placements/Provisions) servant de proxy pour l'évaluation de la Gestion Actifs/Passifs des assureurs. Dans le cadre 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. Ce cadre n'est toujours pas entré en vigueur.

- Uniquement la **STAR** et **ASSURANCES MAGHREBIA VIE** communiquent leur ratio de solvabilité. Les deux assureurs affichent des marges réglementaires confortables, de plus de 4x la norme réglementaire requise.
- En ce qui concerne le 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.

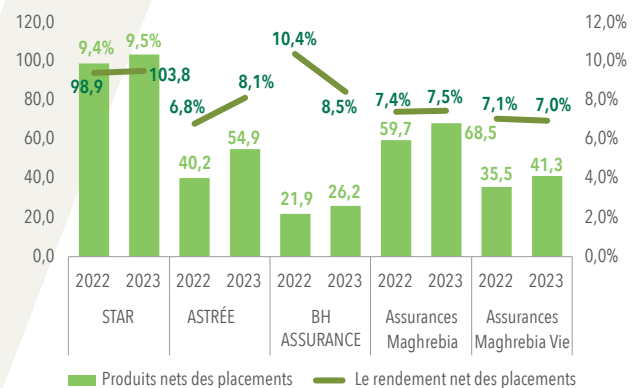
Évolution des résultats techniques non-vie (en MDt)



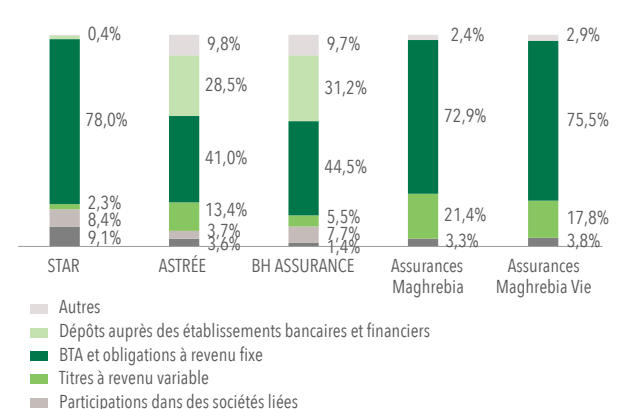
Évolution des résultats techniques vie (en MDt)



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



Structure des placements financiers des assureurs cotés



Solidité bilancielle

Chiffres en MDt	Tx de couverture (Placements/Prov°)			Ratio de solvabilité		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
STAR	107,6%	118,6%	115,2%	440%	430%	450%
ASTRÉE	117,7%	116,8%	117,8%	n.c	n.c	n.c
BH ASSURANCE	105,0%	105,0%	105%	n.c	n.c	n.c
ASSURANCES MAGHREBIA	111,2%	114,1%	115,1%	n.c	n.c	370%
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	112,5%	115,2%	114,7%	392%	431%	429%
Moyenne du secteur	110,4%	113,6%	113,3%			

Source : TUNISIE VALEURS

4.2.4 Le rendement des titres des assureurs cotés

Chiffres en MDt	P/E		P/B		Rendement en Div.	
	2023	2024e	2023	2024e	2023	2024e
STAR	16,7	14,2	1	1	3,8%	3,8%
ASSURANCES MAGHREBIA	10,4	10,1	1	0,9	5,9%	6,7%
BH ASSURANCE	10	13,2	1,3	1,3	3,0%	3,0%
ASTRÉE	8,2	9,9	1,8	1,6	4,8%	4,8%
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	8,5	8	1,2	1,2	5,3%	6,0%
Moyenne du secteur coté	10,8	11,1	1,3	1,2	4,6%	4,9%

Source : TUNISIE VALEURS

Données en date du 16.10.2024

■ Le tableau des multiples de valorisation montre que tous les assureurs présentent des niveaux de valorisations acceptables. Toutefois, leurs rémunérations en dividendes nous semblent peu généreuse. ASSURANCES MAGHREBIA et la STAR présentent la valorisation la plus attractive en termes de P/B (des P/B 2024e respectifs de 0,9x et de 1x, contre une moyenne de 1,2x pour le secteur coté). La STAR traite à un niveau de valorisation plus cher que la moyenne du secteur coté en termes de P/E 2024e à 14,2x. La compagnie présente un rendement en dividendes 2024e de 3,8%, en dessous de la moyenne du secteur coté, qui s'établit à 4,9%.

■ ASSURANCES MAGHREBIA présente des ratios de valorisation attractifs, soient un P/E 2024e de 10,1x et un P/B 2024e de 0,9x, inférieurs à la moyenne du secteur. La compagnie affiche le meilleur rendement en dividendes estimé en 2024 à 6,7%.

■ ASTRÉE est l'assureur qui présente le niveau de valorisation le plus cher en termes de P/B (1,6 x le P/B 2024e). La compagnie présente un P/E 2024e de 9,9x, inférieur au PER moyen du secteur coté et un rendement en dividendes (un rendement estimé de 2024 de 4,8%) en ligne avec la moyenne du secteur.

■ BH ASSURANCE traite quasiment en ligne avec moyenne du secteur coté en termes de P/E et de P/B, mais elle affiche le plus faible rendement en dividendes.

■ ASSURANCES MAGHREBIA VIE traite à des multiples de valorisation attractifs, affichant un P/E 2024e de 8x et P/B 2024e de 1,2x en ligne avec la médiane du secteur. L'assureur affiche un bon rendement en dividendes estimé en 2024 à 6%, supérieur au rendement moyen du secteur coté (4,8%).

2.5. La liquidité des titres des assureurs cotés

■ La liquidité est jaugée par le taux de rotation moyen des titres. Les titres échangés sont ajustés des transactions de bloc. Sans exception, tous les assureurs de la place sont faiblement échangés, affichant un taux de rotation inférieur à 30%. Le secteur ne semble pas attirer les investisseurs, vraisemblablement, en raison de la stagflation pesante et des mutations réglementaires, notamment le passage aux normes internationales dont l'impact commence à être explicité par certains assureurs.

Période 2019– Septembre 2024	Moy. des titres échan- gés* / flottant
STAR	19%
ASTRÉE	15%
BH ASSURANCE	26%
ASSURANCES MAGHREBIA	24%
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	19%

Source : TUNISIE VALEURS

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

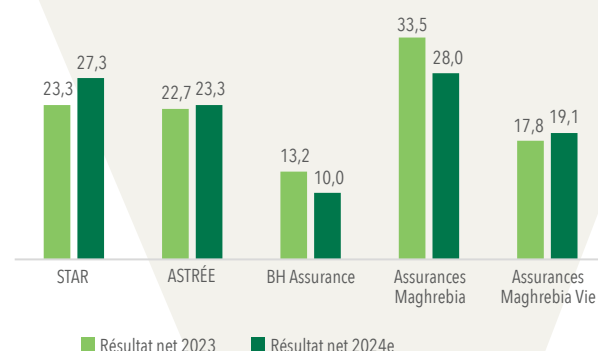
4. PERSPECTIVES 2024 ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

Face à la multiplication et à l'évolution permanente des risques, les défis d'assurabilité deviennent de plus en plus importants. Développer un savoir-faire dans la gestion des risques et une expertise différenciante et innovante, s'appuyant sur les nouvelles technologies, l'intelligence artificielle et l'analyse des données permettraient de répondre au mieux à l'évolution des besoins et des comportements des clients.

En 2024, le contexte opérationnel des assureurs demeure difficile marqué par une inflation élevée renchérissant le coût des indemnisations et une sinistralité qui ne perd pas de sa vigueur. La rentabilité des assureurs, en 2024, sera également lésée par la hausse de la pression fiscale prévue dans le projet de la Loi de finances 2025 (l'impôt sur les sociétés du secteur financier a été révisé de 35% à 40%). L'activité financière continuerait d'alimenter les performances des compagnies cotées et de bonifier leurs résultats nets.

■ **ASSURANCES MAGHREBIA** : L'assureur est, sans conteste, notre « Best Pick ». Le titre se distingue par la résilience de son business model et sa bonne rentabilité technique (un ratio combiné de 94,2% en 2023, contre une moyenne du secteur coté de 98,8%). En 2023, l'assureur a affiché le meilleur

Évolution de la capacité bénéficiaire des assureurs cotés



leur ROE du secteur (de 22%, contre un ROE 2023 moyen du secteur de 14,6%) et une marge de solvabilité confortable, couvrant 3,7 x la marge réglementaire requise. Nous recommandons le titre à « l'Achat ». Le positionnement sur l'action est parfaitement approprié pour un profil d'investisseur « Buy and Hold », à la recherche de valeurs de fond de portefeuille aux fondamentaux solides et dont l'horizon de placement est à moyen et long terme.

■ **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 bilancière. Un critère très important dans ce contexte de changement réglementaire et de passage aux normes IFRS dès le début de 2025. En effet, la compagnie jouit de larges fonds propres, lui permettant d'afficher une marge de solvabilité confortable, s'établissant 4,5 x la marge réglementaire requise. L'assureur jouit, également, du portefeuille d'actifs le plus conséquent. L'assainissement des niches non onéreuses permettraient à l'assureur de poursuivre pleinement ses ambitions de croissance pérenne et d'améliorer sa rentabilité dans les prochaines années. Au vu des bons fondamentaux de la compagnie, nous réitérons notre opinion « Achat » sur la valeur. Le positionnement sur l'action est parfaitement approprié pour un profil d'investisseur « Buy and Hold », à la recherche de valeurs de fond de portefeuille aux fondamentaux solides et dont l'horizon de placement est à moyen et long terme.

■ **ASSURANCES MAGHREBIA VIE** : L'assureur Vie figure parmi nos Best Picks du secteur. Le titre se distingue par son business model solide, sa solidité bilancière (une marge de solvabilité confortable, s'établissant 4,3 x la marge réglementaire requise) et sa rentabilité technique (un ratio combiné de 64% en 2023). Le titre traite à des niveaux de valorisation corrects, légèrement en dessous de la moyenne du secteur, tout en offrant un bon rendement en dividendes (6%). Nous recommandons le titre à « l'Achat ».

■ **ASTRÉE** : L'assureur affiche un business model résilient et une rentabilité satisfaisante. En 2023, le ROE d'ASTRÉE a été de 14,6%, en ligne avec le ROE moyen du secteur coté. La compagnie présente un PER 2024e de 9,9x, inférieur au PER moyen du secteur coté et un rendement en dividendes (un rendement estimé de 2024 de 4,8%, en ligne avec la moyenne du secteur. Toutefois, l'assureur affiche les niveaux de valorisation les plus chers en termes de P/B (1,6 x le P/B 2024e). Nous recommandons de « Conserver » le titre.

■ **BH ASSURANCE** : La compagnie se distingue par un business model résilient et par une rentabilité technique attractive (le meilleur ratio combiné du secteur de 76%). Le titre BH ASSURANCE traite à des niveaux de valorisation en ligne avec la moyenne du secteur, mais affiche le plus faible rendement en dividendes. Nous recommandons de « Conserver » le titre.



SFBT

Une valeur de fond de portefeuille

Points clés

- Plus qu'honorable, ainsi peut-on qualifier le bilan de l'exercice 2023 pour la SFBT. Le leader des boissons en Tunisie a réussi avec brio à surmonter les difficultés de son environnement opérationnel (contexte de pénuries et stagflation), terminant l'année écoulée sur une belle performance Bottom Line : une croissance du résultat net part du groupe de 9,6% à un record historique de 281,7 MDt. Les résultats 2023 du groupe, supérieurs aux attentes, prouvent sa capacité de résilience face aux vents contraires et portent un sérieux coup s'agissant de la maturité du secteur.
- Les prochaines années devraient être marquées par une poursuite de la croissance pour la SFBT. La sortie de la COVID-19 est de nature à favoriser la normalisation des habitudes de consommation des ménages et de l'activité du secteur HORECA². Par ailleurs, le retour des touristes grands consommateurs de bières locales devrait doper les revenus du groupe. Les marges devraient, également, s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix des matières premières et aux dernières augmentations de prix opérées. Outre la bonne orientation attendue de l'activité d'exploitation, les réalisations futures du groupe devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette.
- En 2024, le titre semble retrouver les faveurs des investisseurs après deux années difficiles d'un point de vue boursier. Le regain d'enthousiasme chez les investisseurs pour le titre s'explique par : - l'annonce des résultats de 2023 et des dividendes, dépassant les attentes des analystes de la place et - par le retour annoncé aux augmentations de capital par attribution d'actions gratuites; des opérations très appréciées par les petits porteurs. L'opération de 2024 est une augmentation de capital de 20,6 MDt, prélevée du compte « résultats reportés » avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2023.
- Du haut de sa capitalisation de 3,2 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 où règne l'incertitude. 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. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.

² Hôtels, restaurants, cafés.

1. PRÉSENTATION DU GROUPE SFBT

Fondé il y a bientôt un siècle, le groupe SFBT se classe parmi les premiers groupes privés en Tunisie. Le groupe est détenu majoritairement par le groupe familial français CASTEL, géant mondial du vin et de la bière et leader incontestable des boissons en Tunisie et en Afrique.

Le groupe opérait initialement dans la bière et les boissons gazeuses. Ce n'est que sur les 25 dernières années qu'il s'est lancé dans l'eau, le jus et le vin.

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



1.1 Activité Bières

Le groupe SFBT continue de dominer le marché en dépit de 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 (5 marques locales – *Celtia*, *Stella*, *Starbräu*, *Legend* et *Celestia* [une bière sans alcool] – et deux étrangères – *33 Export* 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 42,5% dans les revenus consolidés en 2023).

1.2 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

«Les résultats 2023 supérieurs aux attentes du groupe prouvent sa capacité de résilience face aux vents contraires et portent un sérieux coup s'agissant de la maturité du secteur»

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 en ce qui touche au chiffre d'affaires (une proportion de 35,4% fin 2023), la réalité est toute autre en ce qui concerne 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 sein du groupe. À ces problèmes se sont greffées les taxes élevées pour les boissons gazeuses en Tunisie² et la suppression des subventions sur le sucre. Par ailleurs, sur les dernières années, la SFBT a légèrement souffert de la pénurie du sucre, notamment, pendant la haute saison et de la rupture de livraison de CO₂ alimentaire en raison de la décision de l'ETAP de fermer, à partir du 1^{er} octobre 2022, le seul puits

² Les boissons gazeuses sont soumises en Tunisie à une TVA et un droit de consommation, atteignant 48,75% du chiffre d'affaires.

de CO₂ en Tunisie pour des problèmes de maintenance et de sécurité. Malgré ces problèmes d'approvisionnement, le groupe SFBT a fait preuve de beaucoup de résilience, comme le montrent ses résultats pour l'exercice 2023.

Produisant une partie de ses besoins en CO₂ grâce à la technique de la quadrigénération (**30% des besoins du groupe**), l'activité «Boissons gazeuses» a pu limiter l'impact de l'arrêt de l'approvisionnement en CO₂ annoncé pour la deuxième fois en deux ans, en juillet 2023.

Par ailleurs, la reprise de la production du champ de gaz situé à Utique à la mi-septembre de l'année 2023 a permis à l'activité «Boissons gazeuses» de retrouver ses niveaux d'activité habituels.

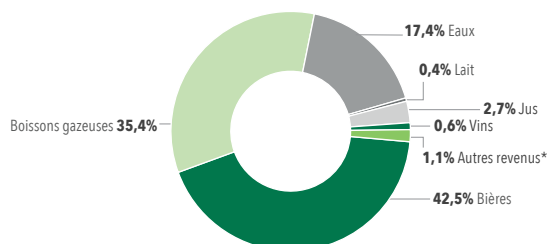
Le top management du groupe CASTEL réitère à chaque occasion l'attachement du géant français à sa filiale tunisienne : la SFBT, affirmant que la rupture des relations commerciales entre le groupe CASTEL et le géant américain THE COCA-COLA CIE ne concerne pas la SFBT, le contrat d'embouteillage (portant principalement sur les boissons gazeuses) étant signé directement entre la SFBT et THE COCA-COLA CIE. L'accord entre la SFBT et THE COCA-COLA CIE dure depuis 75 ans et est bien antérieur (30 ans) à l'entrée du groupe CASTEL dans le capital de la SFBT. 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. Notons, à cet effet, que le contrat de concession entre la SFBT et la multinationale américaine a été renouvelé en 2022.

Actionnariat (au 24.04.2024)

GRUPE CASTEL	63,0%
GRUPE POULINA	10,1%
STAR	5,0%
AUTRES ACTIONNAIRES	21,8%

Cours (au 31.10.2024)	12,010 Dt
▶ ACHETER (+)	
ROE CONSOLIDÉ 2023	21,2%

Structure des revenus du groupe par pôle d'activité (2023)



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

Portefeuille de marques de la SFBT

Activité	Marques
BIÈRES	Celtia • Stella • Celestia • Starbräu • Legend • Beck's • 33 Export
BOISSONS GAZEUSES	Coca-Cola • Boga • Fanta • Sprite • Hawai • Apla • Orangina • Schweppes
EAUX	Safia • Marwa • Garci • Cristalline • Melliti • Oktor • Jektiss • Primaqua
JUS	Stil • Cappy
VINS	Vinum • Désir Rosé • Domaine Malouf • Domaine Phenicia • Domaine Shadrapa

1.3 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, Melliti, Garci et Oktor) et l'introduction de la marque Cristaline quelques années plus tard.

En l'espace de 5 ans, le groupe a augmenté son chiffre d'affaires «eaux» de 40%, devançant ainsi ses concurrents (groupes MZABI et DÉLICE qui commercialisent respectivement les marques Sabrine/Jannet/Tijane et Délice).

Le groupe dispose d'une large gamme d'eaux minérales, comportant une gamme d'eau de table avec les marques Jektiss et Primaqua.

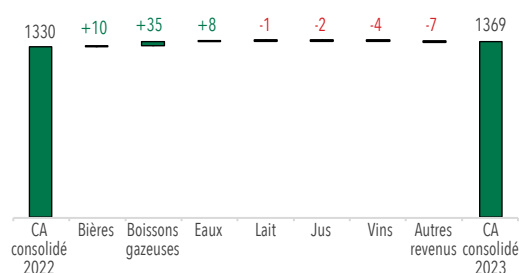
Malgré son jeune âge, cette branche est, désormais, le deuxième contributeur aux résultats du groupe, après la bière.

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

1.4 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 la marque Stil pour compléter sa gamme de produits.

Décomposition de la croissance des revenus consolidés en 2023 (en MDt)



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.

1.5 Activité Vins

Activité benjamine du groupe, l'activité Vins ne contribue actuellement que faiblement aux revenus consolidés. Dans cette ligne de métier, la SFBT dispose d'une large gamme de vins tunisiens du terroir. Les marques commercialisées sont comme suit : *Désir Rosé, Domaine Malouf, Domaine Phenicia, Domaine Shadrpa et Vinum*.

2. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2023

Malgré la poursuite de la sortie de la COVID-19, la bonne saison touristique et la normalisation générale du secteur HORECA et des habitudes de consommation des ménages, la croissance du Top Line du groupe a été timide et en deçà de nos attentes (+3% à 1,4 milliard de dinars). En effet, la progression du chiffre d'affaires a été pénalisée par une base de comparaison défavorable (une année 2022 marquée par une reprise technique des ventes après une période 2020-2021 profondément touchée par la crise de la COVID-19).

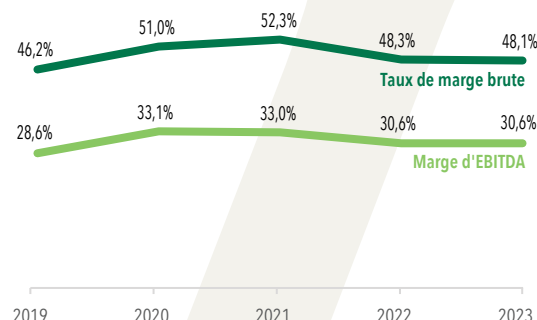
Tous les pôles métiers du groupe ont reporté une évolution positive de leurs revenus, hormis le pôle Lait (-11,2% à 5,3 MDt), le pôle Jus (-5,1% à 36,5%) et le pôle Vins (-35,9% à 7,9 MDt). La contre-performance de l'activité Lait s'explique par la stratégie du groupe de désengagement de ce créneau vu les difficultés de la filière laitière en Tunisie (des marges sous pression, difficultés de collecte du lait et prix administré du lait demi-écrémé). La baisse des ventes du pôle Jus semble s'expliquer par la pénurie du sucre qui a affecté tous les acteurs du marché du jus en Tunisie et par la concurrence accrue sur cette activité. Quant à la mauvaise prestation du pôle Vins, elle semble trouver son origine dans la mauvaise saison agricole et par la sécheresse qui a durement frappé la Tunisie en 2023.

La résistance salubre de l'activité Boissons gazeuses est parmi les faits à saluer en 2023 pour la SFBT. Nonobstant la pénurie du sucre et les perturbations des approvisionnements en CO₂ alimentaire, les revenus de ce pôle ont cru de 7,9% à 484,3 MDt, atteignant un nouveau record historique.

Il est à signaler que la pénurie du sucre a persisté au courant de l'année 2023, engendrant une baisse importante de la production, selon le management. Par ailleurs, après avoir souffert d'une rupture de livraison de CO₂ à partir de novembre 2022, le groupe a pu régler ce problème par l'importation de CO₂ d'Algérie. Cependant, à partir du mois de juillet, les fournisseurs algériens n'ont plus été en mesure de livrer du CO₂ à la SFBT ce qui a occasionné des fermetures d'usines en pleine saison. Ce problème n'a pas pu être réglé qu'à partir du 13 septembre 2023 grâce au redémarrage tardif du puits de CO₂ de l'ETAP.

Le groupe a beau relever ses prix sur l'année écoulée, ces augmentations de prix n'ont pas intégralement couvert la montée des coûts des intrants sur les prix de vente. En effet, la facture des approvisionnements a crû à un rythme bien supérieur à celui du chiffre d'affaires (+6,7% à 725,8 MDt), érodant ainsi le taux de marge brute (-0,1 point de pourcentage

Évolution des marges consolidées



Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023
Cash-Flow d'exploitation	276,5	361,7	308,7	367,1	216,1
Investissements	114,4	94,6	38,8	71,9	84,5
Free Cash-Flow	162,1	267,2	269,9	295,1	131,6
Dettes nettes	-55,6	-142,3	-219	-315,2	-298,4
Gearing	-5,4%	-13,0%	-18,6%	-24,8%	-21,6%
ROE	21,0%	20,2%	22,2%	21,2%	21,2%
ROCE	24,7%	25,2%	29,1%	29,4%	25,5%

à 48,1% en 2023). L'envolée du prix du sucre industriel est illustrative du contexte inflationniste auquel a fait face la SFBT en 2023. En effet, le sucre a enregistré une augmentation de 93,3%, passant de 1 500 Dt/kilo à 1 900 Dt/kilo à partir du 6 mars et à 2 900 Dt/kilo à partir du 1^{er} novembre.

En 2023, la SFBT a tant bien que mal réussi à s'adapter aux contraintes de son environnement. Malgré l'inflation des matières premières, la pénurie du sucre et du CO₂ alimentaire, générant une sous-activité principalement pour le pôle Boissons gazeuses, le groupe est parvenu à optimiser sa structure de coûts et à maîtriser ses charges opérationnelles. Les frais généraux ont enregistré une hausse timide de 2,9% à 352,1 MDt.

La bonne maîtrise des frais généraux a valu à la SFBT d'amortir l'impact de la flambée des prix des matières premières sur sa marge d'EBITDA. Cette dernière a bien résisté, se maintenant stable à 30,6%. L'EBITDA s'est, pour sa part, élargi de 3% à 418,8 MDt.

Au même volet de la productivité, l'équipe de direction a affirmé durant l'AGO du 24 avril 2024 que la refonte du système d'information de la SFBT a été achevée en 2023. Désormais, toutes les usines du groupe sont équipées du système SAP.

La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de 404,2 MDt sur la période 2019-2023), la SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -21,6%, à fin 2023). Fort de cash-flows stables et d'une trésorerie abondante, le groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers qui bonifient la rentabilité. En 2023, la SFBT a engrangé des produits de

placement nets (solde entre les produits de placement et les charges de placement) de 30,7 MDt (en hausse de 38 % par rapport à 2022). Il appert que les produits de placement ont amplement profité du contexte haussier des taux qui a prévalu en 2023.

Avec une activité d'exploitation bien portante et une activité de cash management dynamique, le groupe a tiré son épingle du jeu en ce qui touche la rentabilité nette. Le résultat net part du groupe de la SFBT a gardé le cap sur la croissance (+9,6 %), se montant à 281,7 MDt.

Avec un ROE de 21,2 %, la SFBT figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote. Notons que, depuis 2021, le groupe SFBT est parvenu à intégrer le club restreint des sociétés cotées ayant des fonds propres consolidés supérieurs à 1 milliard de dinars.

3. FAITS SAILLANTS DE 2024 ET PERSPECTIVES

En 2023, la SFBT a connu un changement managérial avec la nomination de M. Elyes FAKHFAKH en tant que Directeur Général (en remplacement de M. Mustapha ABDELMOULA) et la nomination de M. Mustapha ABDELMOULA en tant que Président du Conseil d'Administration (en remplacement de M. Gilles MARTIGNAC). **Nous pensons que ce changement managérial devrait donner un nouvel élan à la stratégie de développement du groupe dans les prochaines années pour consolider son leadership et trouver de nouveaux relais de croissance.**

Les prochaines années devraient être marquées par une poursuite de la croissance pour la SFBT. La sortie de la COVID-19 est de nature à favoriser la normalisation des habitudes de consommation des ménages et de l'activité du secteur de l'hôtellerie, de la restauration et des cafés. Par ailleurs, le retour des touristes grands consommateurs de bières locales devrait dopper les revenus du groupe.

Les marges devraient, également, s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix des matières premières et aux augmentations de prix opérées dernièrement, dont une réalisée au début de l'année 2024. Outre la bonne orientation attendue de l'activité d'exploitation, les réalisations des prochaines années de la SFBT devraient bénéficier de sa manne du cash, qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette.

Le nouveau management a annoncé durant l'AGO du 24 avril 2024 qu'il est en train d'explorer de nouvelles pistes de crois-

« Forte de son statut quasi monopolistique, de la diversité de ses produits, de son matériel substantiellement amorti, la SFBT a tous les atouts pour maintenir sa position sur le marché et pour gratifier ses actionnaires. Le pari de la rentabilité et de la génération des cash-flows sera, à notre avis, gagné grâce à deux moteurs : une activité d'exploitation qui se redresse et une activité de cash management toujours dynamique »

sance pour la SFBT avec le soutien de son actionnaire de référence. Ces « terrains de jeu » potentiels pour la SFBT peuvent inclure l'intégration en amont (étudier la possibilité de produire son propre CO₂ alimentaire pour atteindre l'autosuffisance ou développer des cultures de l'orge), la diversification ou encore des projets d'efficacité énergétique (investissement dans un grand parc photovoltaïque par la SOSTEM pour réduire la facture énergétique).

Forte de son statut quasi monopolistique, de la diversité de ses produits, de son matériel substantiellement amorti, la SFBT a tous les atouts pour maintenir sa position sur le marché et pour continuer à gratifier ses actionnaires. Le pari de la rentabilité et de la génération des cash-flows sera, à notre avis, gagné grâce à deux moteurs : une activité d'exploitation qui se redresse et une activité de cash management toujours dynamique.

L'année 2024 s'annonce sous le signe de la poursuite de la croissance profitable pour le groupe SFBT. C'est ce qui ressort de la lecture des états financiers du S1 2024 de la société mère. Ces derniers font état d'une progression du chiffre d'affaires de 2,7 % à 367,1 MDt. Cette évolution est, essentiellement, due à la bonne orientation des ventes locales de bières (+4,9 % à 238,5 MDt). De même, le chiffre d'affaires local des boissons gazeuses a affiché un accroissement de 7 %, ressortant à 99,2 MDt. En volume, la SFBT a vendu 70,2 millions de litres de bière au cours des six premiers mois de 2024, contre près de 92 millions de litres durant la même période de 2023 (soit un repli de 2,5 %). La rentabilité a, également, été au rendez-vous sur le S1 2024 avec un Bottom Line de 154,6 MDt, en hausse de 2,9 % par rapport à la première moitié de 2023.

Sur la période 2024-2025, nous pensons que le groupe est bien outillé pour réaliser :

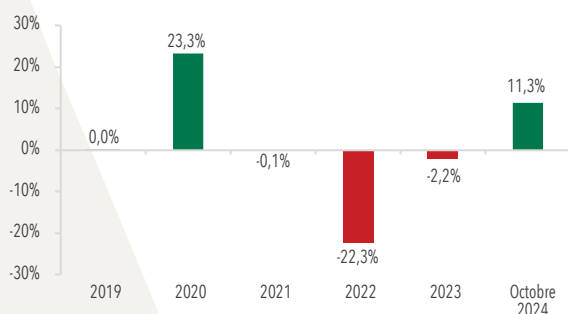
1. une croissance du chiffre d'affaires à un rythme annuel moyen de 7 % ;
2. une progression de l'EBITDA en moyenne de 8,3 % pour atteindre la somme de 491 MDt d'ici 2025 ;
3. et un TCAM du résultat net part du groupe de 2,5 % sur la période du BP pour atteindre 296 MDt à l'horizon 2025.

4. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

Sur la période 2021-2023, le titre SFBT 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. La pénurie des matières premières (essentiellement du sucre et du CO₂ alimentaire) ayant perturbé la production et le décès du Président Directeur Général, feu Mohamed BOUSBIA, figure tutélaire de la SFBT, ont davantage pesé sur le comportement boursier de la société.

En 2024, le titre semble retrouver les faveurs des investisseurs. L'action s'est appréciée de 11,3 % depuis le début de l'année en cours favorisée par :

Performances boursières annuelles du titre SFBT



1. L'annonce des résultats de 2023 et des dividendes, dépassant les attentes des analystes de la place et déifiant la morosité ambiante ;
2. Le retour annoncé aux augmentations de capital par attribution d'actions gratuites; des opérations très appréciées par les petits porteurs. L'opération de 2024 a été une augmentation de capital de 20,6 MDt, prélevée du compte «résultats reportés». Cette augmentation a été faite à raison d'une action nouvelle gratuite pour 12 anciennes. **Le droit de jouissance des actions nouvelles gratuites a été fixé au 1^{er} janvier 2023.**

Deuxième capitalisation du marché actions (une capitalisation boursière de 3,2 milliards de dinars), la SFBT traite actuellement à 11,8x ses bénéfices et à 6,6x son EBITDA estimés pour 2024. Par ailleurs, le titre offre un rendement en dividende attractif (un Dividend yield 2024 estimé de 6,2%) et parmi les plus élevés du secteur industriel coté en Tunisie. Sur le papier, ces niveaux de valorisation sont intéressants eu égard aux fondamentaux solides du groupe qui se caractérisent par :

- un positionnement très fort 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;
- de cash-flows stables et d'une situation financière solide, et favorisant une politique généreuse de dividende (un payout de 78,3% au titre de l'exercice 2023).

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 et où règne l'incertitude.

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

État de résultat consolidé

En MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
Chiffre d'affaires	1 202,9	1 198,6	1 197,1	1 329,9	1 369,3	1 465,2	1 567,7
Progression	-	-0,4%	-0,1%	11,1%	3,0%	7,0%	7,0%
Marge brute	556,2	610,8	626,7	642,1	659,1	710,6	766,6
Progression	-	9,8%	2,6%	2,5%	2,6%	7,8%	7,9%
Taux de marge brute	46,2%	51,0%	52,3%	48,3%	48,1%	48,5%	48,9%
EBITDA	343,9	396,2	395,1	406,5	418,8	453,3	490,9
Progression	-	15,2%	-0,3%	2,9%	3,0%	8,2%	8,3%
Marge d'EBITDA	28,6%	33,1%	33,0%	30,6%	30,6%	30,9%	31,3%
Résultat net part de groupe	210,9	210,6	251,0	257,0	281,7	273,1	296,0
Progression	-	-0,1%	19,2%	2,4%	9,6%	-3,1%	8,4%
Marge nette	17,5%	17,6%	21,0%	19,3%	20,6%	18,6%	18,9%

Sources : états financiers consolidés du groupe SFBT et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/CA 2024e (x)	VE/EBIT-DA 2024e (x)	PER 2024e (x)
SOCIÉTÉ DES BOISSONS DU MAROC	Maroc	2,3	9,1	17,2
EAST AFRICAN BREWERIES LTD	Kenya	1,4	4,7	11,8
NESTLÉ NIGERIA PLC	Nigeria	1,7	8,7	ND
NIGERIAN BREWERIES PLC	Nigeria	1,0	8,8	ND
GUINNESS NIGERIA	Nigeria	0,4	3,0	ND
TANZANIA BREWERIES PUBLIC LTD CO.	Tanzanie	2,8	8,2	21,2
SFBT	Tunisie	2,0	6,6	11,8
Moyenne régionale		1,6	7,1	16,8

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



DÉLICE HOLDING

Une résilience confirmée

Points clés

- Malgré une conjoncture économique morose, les difficultés de l'amont laitier, une inflation élevée et la baisse du pouvoir d'achat du consommateur tunisien, le groupe DÉLICE a atteint, en 2023, des jalons très importants et a réalisé des performances records, qui consolident les acquis des exercices précédents. Cette performance témoigne de la pertinence de la stratégie de développement mise en place par le management et de la robustesse du modèle d'affaires du groupe.
- DÉLICE continue à rationaliser ses «CAPEX» et a mis en place des solutions de financement intra-groupe. Résultat des courses, le groupe est entré dans une phase de désendettement et de génération de cash-flows qui continue à conforter sa trésorerie et à réduire sensiblement le poids de ses charges financières nettes.
- 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, les résultats de 2023 confirment la résilience du groupe aux obstacles et défis récurrents. 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 accélérant 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. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.

1. PRÉSENTATION DU GROUPE DÉLICE

Fondé en 1978 par M. Mohamed MEDDEB, le groupe DÉLICE est spécialisé dans la fabrication et la vente du 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 ;
- 1^{er} sur le marché des produits laitiers frais avec 69 % de part de marché ;
- 1^{er} sur le marché des jus avec une part de marché de 47 % ;
- 3^e sur le marché du fromage avec 30 % 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,

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

Actionnariat (au 13.06.2024)

MEDDEB CONSULTING SARL*	85,0 %
AUTRES ACTIONNAIRES	15,0 %

* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB.

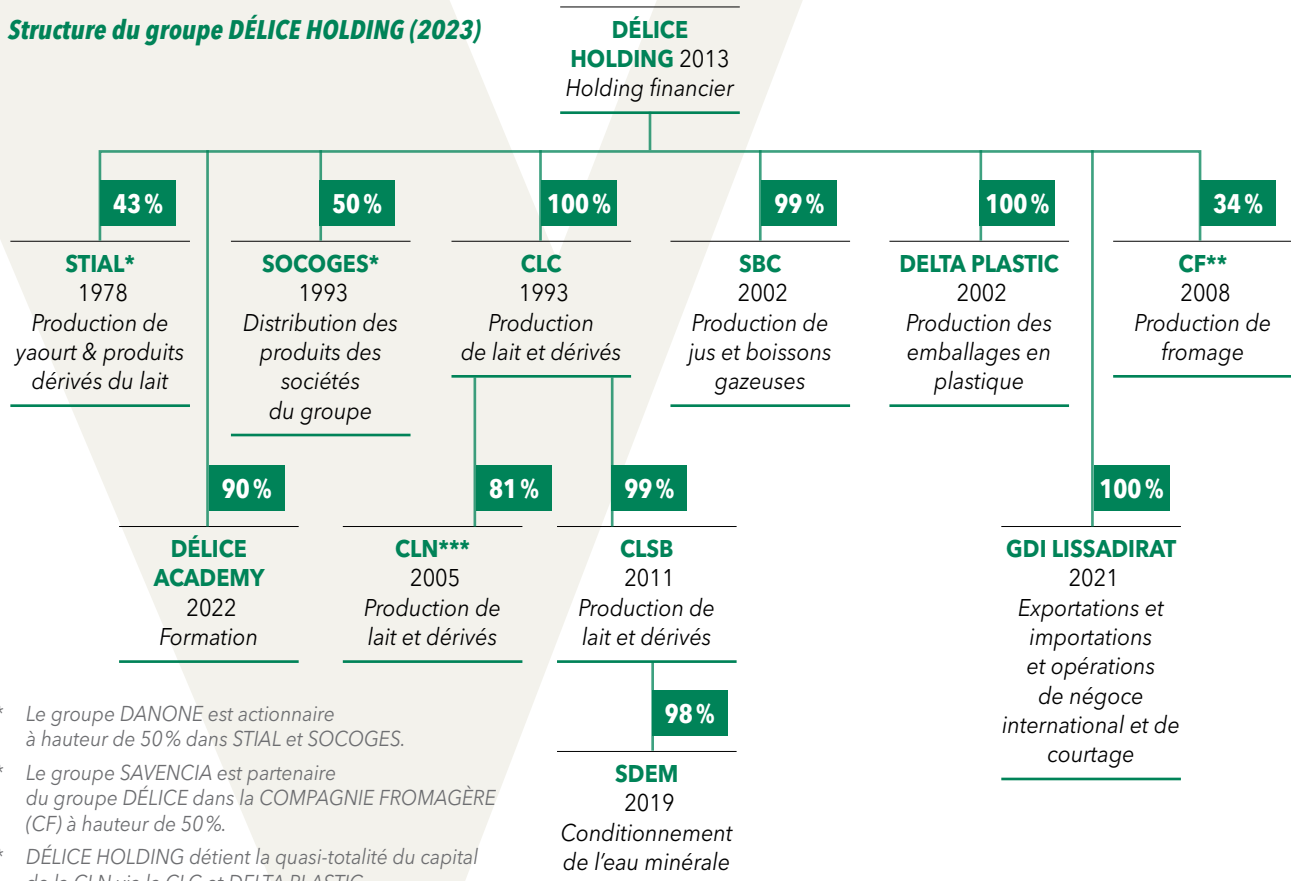
Cours (au 31.10.2024) **16,300 Dt**

▶ ACHETER (+)

ROE CONSOLIDÉ 2023 **22,1 %**



Structure du groupe DÉLICE HOLDING (2023)



* Le groupe DANONE est actionnaire à hauteur de 50% dans STIAL et SOCOGES.

** Le groupe SAVENCIA est partenaire du groupe DÉLICE dans la COMPAGNIE FROMAGÈRE (CF) à hauteur de 50%.

*** DÉLICE HOLDING détient la quasi-totalité du capital de la CLN via la CLC et DELTA PLASTIC.

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 récemment l'eau minérale.

Positionnement concurrentiel du groupe DÉLICE en Tunisie

- **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 47%.
- **Challenger sur le marché du fromage** avec une part de marché de 30%.

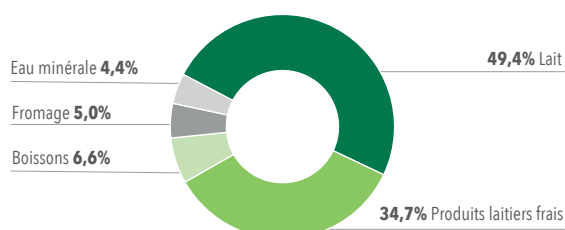
2. APERÇU SUR L'ACTIVITÉ DE LA FILIÈRE LAITIÈRE EN TUNISIE EN 2023

Selon le management du groupe DÉLICE, la filière lait en Tunisie a connu une année 2023 difficile, et a continué à être lourdement impactée par l'inflation des prix des aliments pour bétail, et par une pluviométrie défavorable. En effet, ces facteurs ont directement affecté la rentabilité de tous les maillons de la chaîne de valeur, et notamment les éleveurs, dont les coûts de production du lait cru ont augmenté de façon substantielle, ce qui a poussé beaucoup d'entre eux à abandonner cette activité.

Les aléas climatiques ont eu, également, un effet inhibiteur sur la production primaire de lait, qui est passée de 1 330 millions de litres en 2022, à 1 200 millions de litres à fin 2023. Cette baisse a provoqué une décroissance de 4,4% de la collecte de lait cru, qui a atteint 776 millions de litres en 2023, contre 806 millions de litres une année auparavant. Quant à la réception industrielle, elle a suivi la même tendance et a également baissé de 0,8%, pour s'établir à 640 millions de litres, contre 645 millions de litres en 2022. De même pour la production nationale de lait UHT, qui a diminué de 0,2%, pour se situer à 553 millions de litres, contre 554 millions en 2022.

La baisse continue de la réception industrielle depuis 2020, a provoqué plusieurs pénuries durant l'année 2023, ce qui s'est traduit par un niveau alarmant du stock stratégique national de lait, qui s'est situé à 5,4 millions de litres en décembre 2023, le même niveau enregistré en décembre 2022.

Structure du CA agrégé (2022)



« 2023 a été un excellent cru pour le groupe DÉLICE HOLDING. L'activité a opposé la meilleure résistance aux aléas climatiques 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 »

Outre les conditions climatiques difficiles qui ont marqué les dernières années, la détérioration des agrégats de la filière laitière en Tunisie s'explique par la diminution continue du cheptel national (passant de 420 000 vaches productives en 2022 à 382 000 vaches productives en 2023) et par la baisse de la productivité des génisses.

Le montant de la subvention d'exploitation par litre de lait demi-écrémé est resté stable durant l'exercice 2023. En effet, le montant de la subvention d'exploitation qui a été ramené à 640 millimes par litre en novembre 2022, est resté inchangé durant l'année 2023. De même pour la subvention de collecte, qui est restée, également, inchangée en 2023 à 115 millimes par litre.

Quant au prix de vente public du lait demi-écrémé, il est resté stable à 1 350 dinars pour la troisième année consécutive.

Sur la période 2018-2023, le prix minimum d'achat du lait cru a augmenté de 50%, passant de 0,890 dinar en 2018, à 1 340 dinars en 2023, soit de 450 millimes. De l'autre côté, le prix de vente public du lait demi-écrémé n'a augmenté que de 21% sur la même période, passant de 1 120 dinars en 2018 à 1 350 dinars en 2023, soit de 230 millimes.

3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2023

2023 a été un excellent cru pour le groupe DÉLICE HOLDING. L'activité a opposé la meilleure résistance aux aléas climatiques et géopolitiques 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.

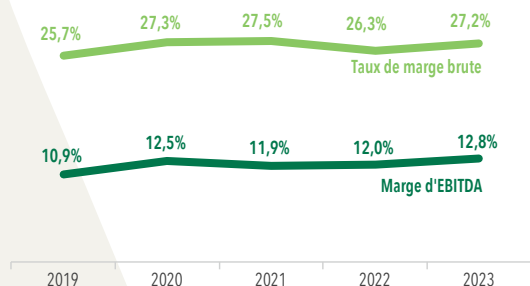
Les revenus consolidés du groupe ont enregistré une croissance de 9,6% à 1,4 milliard de dinars².

Selon le management, cette performance est le résultat de la bonne orientation de la totalité des pôles métiers du groupe.

2023 a été une année porteuse pour ce qui est de la rentabilité d'exploitation pour DÉLICE. 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 au groupe de résister aux pressions inflationnistes causées par la hausse des coûts de production et la flambée des prix des matières premières et des coûts de transport.

² Contrairement aux dernières années, le groupe n'a pas publié la répartition de son chiffre d'affaires par pôle métier en 2023. Notre analyse est, par conséquent, limitée, dans la présente étude, au chiffre d'affaires consolidé.

Évolution des marges consolidées



C'est ainsi que le taux de marge brute a augmenté de 0,9 point de pourcentage à 27,2%. La marge d'EBITDA a, aussi, bien résisté, augmentant de 0,8 point de pourcentage à 12,8%.

L'EBITDA du groupe DÉLICE a atteint un niveau record de 178,6 MDt en 2023, marquant une croissance significative de 15,7% par rapport à l'année précédente. Parallèlement, le résultat d'exploitation a franchi le cap des 100 millions de dinars pour la première fois, atteignant 120,3 MDt en 2023, contre 99,3 MDt l'exercice précédent.

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 net de 48,3 MDt (enveloppe décaissée), les investissements ont été orientés, en 2023, essentiellement vers l'augmentation de la capacité de production, la maîtrise de l'énergie et l'amélioration de la productivité. Parallèlement à la rationalisation des investissements, le groupe a œuvré à la mise en place de solutions de financement intragroupe et une gestion centralisée de la trésorerie qui se sont traduites par une plus faible mobilisation du levier financier sur les dernières années.

Depuis 2021, le groupe a bel et bien démarré une phase de désendettement et de génération de cash-flows avec un gearing passant de 84,9%, en 2019, à 32,1% en 2023. À noter que le groupe a une créance envers l'État de 270 MDt à fin 2023 au titre de la subvention d'exploitation relative au lait demi-écrémé. N'eût été cette subvention non perçue, l'endettement du groupe aurait été bien plus faible. Nous signalons, par ailleurs, que la maîtrise de l'endettement est une performance en soi dans ce contexte difficile marqué par la hausse du besoin en fonds de roulement (hausse de 58 jours de chiffre d'affaires à 86 jours entre 2022 et 2023) qui trouve, notamment, son origine dans l'augmentation du BFR du pôle lait.

«Le groupe DÉLICE veille toujours à mettre sa responsabilité sociétale, au cœur 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»

En raison de la hausse du besoin en fonds de roulement nécessitant le recours à l'endettement à court terme pour combler les gaps de liquidité et du contexte haussier des taux qui a prévalu l'année dernière (hausse du TMM annuel moyen de 122 pbs), DÉLICE a accusé un accroissement substantiel de ses charges financières nettes (solde des charges financières et des produits de placement) (+48,2% à 7,5 MDt).

Il est à noter que le groupe DÉLICE profite de conditions d'emprunts avantageuses grâce à sa bonne signature auprès du système bancaire.

en MDt

Chiffres consolidés	2019	2020	2021	2022	2023
Cash-Flows d'exploitation	44,6	76,0	109,0	56,5	26,0
Investissements	86,6	62,1	33,5	25,2	51,4
Free Cash-Flow	-42,0	13,9	75,4	31,3	-25,4
Dette nette	179,1	152,3	98	92,8	141,6
Gearing	84,9%	60,8%	32,2%	25,5%	32,1%
ROE	22,1%	23,1%	23,1%	21,6%	22,1%
ROCE	16,8%	17,7%	18,4%	21,3%	21,9%

Le groupe a, finalement, bouclé l'année 2023 avec un résultat net part du groupe record de 97,8 MDt, soit une croissance de 24,5% par rapport à 2022 et un taux de marge nette de 7% jamais enregistré par le groupe (contre 6,1% en 2022). Avec un ROE de 22,1%, DÉLICE figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote.

Le groupe veille toujours à mettre sa responsabilité sociétale, au cœur 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.

DÉLICE a œuvré pour le renforcement de l'amont laitier et pour la survie de toute la filière, déjà impactée par l'inflation des prix des matières premières. En effet, le groupe, a noué des partenariats stratégiques durables pour mettre en place des projets qui ciblent la restructuration et le développement de la filière.

Depuis 2014, le groupe a pris part à la formation de plus de 11 000 éleveurs, parmi lesquels plusieurs centaines ont bénéficié d'un soutien financier totalisant 18,3 MDt. En outre, DÉLICE a activement participé à la reconstitution du cheptel national, en facilitant l'accès au financement aux éleveurs bovins. Les divers partenariats avec les bailleurs de fonds ont permis l'acquisition de 1 147 génisses, renforçant, ainsi, la base de production laitière du pays.

Il convient, également, de souligner l'engagement du groupe dans la diffusion des meilleures pratiques d'élevage auprès des éleveurs, ainsi que dans l'acquisition du matériel nécessaire pour assurer une qualité optimale du lait cru. À cet égard, la contribution du groupe s'est manifestée à travers la distribution de plus de 600 abreuvoirs automatiques et de 180 mini-tanks,

permettant ainsi d'améliorer les conditions d'élevage et de garantir des standards élevés en matière de qualité.

Conscient des enjeux environnementaux et de sa responsabilité en matière de réduction de l'empreinte carbone, DÉLICE promeut l'utilisation des énergies renouvelables dans tous ses sites de production, ainsi que chez ses fournisseurs. Dans ce cadre, le groupe a contribué à la mise en place de 9 installations photovoltaïques dans les centres de collecte, visant à réduire les coûts énergétiques pour l'ensemble des acteurs de la chaîne, et à diminuer l'impact environnemental de ses activités.

L'impact du groupe sur les communautés proches des zones d'implantation des sites de production est palpable. Ce travail ne peut que traduire l'implication inconditionnelle pour l'économie nationale en concordance avec les préceptes du développement durable. C'est dans ce cadre que DÉLICE a publié un rapport extra financier qui retrace les actions du groupe en matière de RSE, en 2023, en concordance avec les recommandations de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

4. FAITS SAILLANTS DE 2024 & PERSPECTIVES

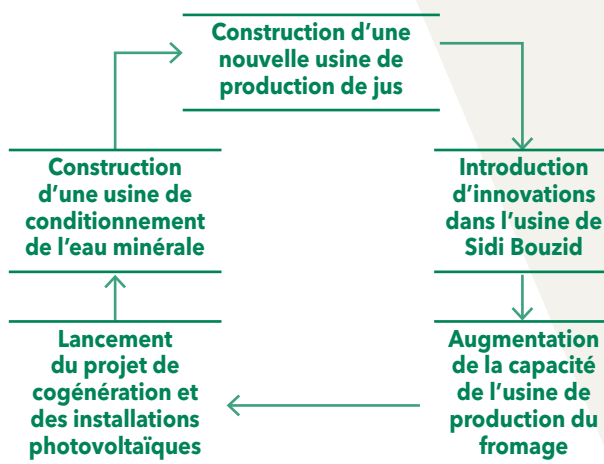
Sur les dernières années, le groupe a maintenu un rythme soutenu d'investissement dans une conjoncture difficile (investissements de près de 260 MDt sur les cinq dernières années), par la consolidation de ses capacités de transformation sur les différents pôles d'activité et l'initiation des projets de productivité sur les différents sites. L'ensemble de ces projets devraient permettre à DÉLICE de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et d'améliorer sensiblement ses marges et sa rentabilité.

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 la poursuite de l'élargissement de la gamme de produits 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. Le désendettement du bilan devrait permettre au groupe de mieux rémunérer ses actionnaires. **En effet, à partir de 2024, le management prévoit un dividende par action d'au moins 1 dinar ;**
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 ses produits et renforcer l'image de marque « Délice ». Les changements des habitudes de consommation, notamment

Les investissements du groupe sur les dernières années



après la pandémie COVID-19, confirment l'importance de la Recherche et Développement et de l'innovation dans les orientations stratégiques du groupe.

Par ailleurs, selon le management, les problématiques liées à l'approvisionnement et à la flambée des prix des matières premières et des emballages, qui ont marqué les dernières années, ont pu être atténuées grâce à un travail remarquable en amont sur l'élasticité des recettes. Le département R&D a fait preuve de réactivité, et a pu développer de nouvelles recettes permettant d'éviter des ruptures des produits, tout en assurant les mêmes standards de qualité, et en maîtrisant les coûts de production. Pendant cette période, un effort particulier a été consacré au développement et au lancement de nouvelles gammes de produits, tout en consolidant les formules à base de lait et de sucre, malgré les défis rencontrés en matière d'approvisionnement.

À la fin de l'année 2023, DÉLICE a atteint une étape majeure, avec le lancement réussi d'une nouvelle gamme de produits. Cette gamme innovante combine habilement des matières grasses végétales de haute qualité avec celles d'origine animale, démontrant ainsi la capacité à innover et à répondre efficacement aux évolutions du marché.

Dans le cadre d'un partenariat tuniso-libyen entre le groupe DÉLICE et la société libyenne ARZAK AL KHAIR, une usine de fabrication de produits laitiers a été inaugurée, début 2024 ; dans la ville libyenne de Zliten. Cette première implantation industrielle en dehors de la Tunisie servira d'expérience pilote pour DÉLICE.

Selon l'équipe de direction, le groupe étudie, par ailleurs, la possibilité de développer en interne l'activité d'élevage de vaches pour produire son propre lait.

2024 s'annonce comme l'année de l'atterrissage en douceur pour le groupe DÉLICE. Les indicateurs d'activité consolidés du T3 2024 font apparaître une hausse timide du chiffre d'affaires consolidé cumulé du groupe à 1,1 milliard de dinars. Sur les neuf premiers mois de 2024, le groupe a investi près de 41 MDt dans l'expansion de la capacité, l'amélioration de la productivité et le soutien aux projets d'innovation.

À la lumière des indicateurs d'activité du groupe au 30 septembre 2024, nous pensons que DÉLICE devrait afficher sur l'année pleine 2024 une croissance de son chiffre d'affaires consolidé de 2% à 1,4 milliard de dinars et une baisse du résultat net part du groupe de 6,6% à 91,3 MDt.

5. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

Malgré d'excellentes performances opérationnelles, la tendance boursière a été indécise en 2023 pour le champion national des produits laitiers (une contre-performance de -6,1%). Il semble que les investisseurs aient sous-estimé la capacité de résilience de DÉLICE HOLDING face aux difficultés de la filière laitière.

Le titre a affiché un retournement de tendance favorable en 2024, saluant les performances opérationnelles étincelantes du groupe et le relèvement des dividendes (un dividende par action de 0,600 Dt versé au titre de l'exercice 2023 contre un montant de 0,400 Dt distribué au titre de l'exercice 2022). Sur les dix premiers mois de l'année en cours, DÉLICE HOLDING enregistre une avancée de 44,4%.

DÉLICE HOLDING traite actuellement à des multiples de 9,8x ses bénéfices et 5,4x son EBITDA estimés en 2024; 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 durables.

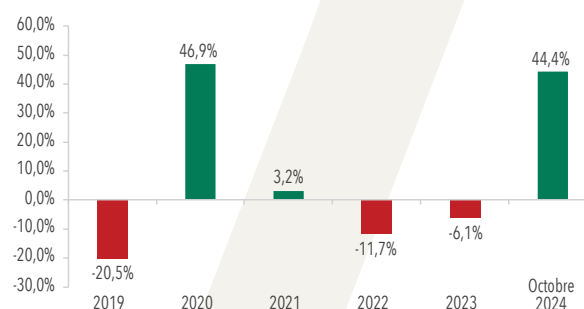
Nous recommandons un positionnement à l'achat sur DÉLICE HOLDING.

Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/CA 2024e (x)	VE/EBIT- DA 2024e (x)	PER 2024e (x)
ALMARAI COMPANY	Arabie saoudite	3,1	12,6	23,0
ARABIAN FOOD INDUSTRIES CIE	Égypte	0,5	nd	nd
DANONE S.A.	France	1,9	11,5	18,7
JUHAYNA FOOD INDUSTRIES SAE	Égypte	1,4	7,7	12,7
MEGMILK SNOW BRAND CO LTD	Japon	0,4	0,6	8,6
NESTLÉ NIGERIA PLC	Nigeria	1,7	8,7	nd
NESTLÉ SA	Suisse	3,0	14,5	17,9
SAPUTO INC	Canada	0,9	10,4	18,4
SAVENCIA SA	France	0,2	3,3	5,8
THE KRAFT HEINZ CO	États-Unis	2,3	9,3	11,1
Moyenne Internationale		1,5	9,3	14,5
DÉLICE HOLDING	Tunisie	0,7	5,4	9,8

Sources : S&P Capital IQ et calculs de Tunisie Valeurs.

Performances boursières annuelles du titre DÉLICE HOLDING



État de résultat consolidé

En MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
Chiffre d'affaires	965,4	1 060,3	1 164,9	1 266,9	1 388,8	1 416,5
Progression	-	9,8%	9,9%	8,8%	9,6%	2,0%
Marge brute	251,2	294,2	326,6	338,2	381	389,8
Progression	-	17,1%	11,0%	3,6%	12,6%	2,3%
Taux de marge brute	26,0%	27,7%	28,0%	26,7%	27,4%	27,5%
EBITDA	106,7	134,9	141,3	154,3	178,6	180,2
Progression	-	26,4%	4,7%	9,2%	15,7%	0,9%
Marge d'EBITDA	11,1%	12,7%	12,1%	12,2%	12,9%	12,7%
Résultat net part de groupe	46,5	57,8	70,4	78,5	97,8	91,3
Progression	-	24,3%	21,7%	11,6%	24,5%	-6,6%
Marge nette	4,8%	5,5%	6,0%	6,2%	7,0%	6,4%

Sources : États financiers consolidés du groupe DÉLICE HOLDING et prévisions de TUNISIE VALEURS.



SAH LILAS

Le meilleur reste à venir

Points clés

- **Fin du cycle d'investissement lourd**

Avec la création de ses filiales AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE et AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES, le groupe SAH a sonné la fin de son cycle d'investissement lourd (des investissements de 410 MDt sur la période 2018-2023) et entame une nouvelle phase d'expansion avec l'entrée en production récente de ces deux filiales. Le groupe devrait, en conséquence, commencer à récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de rentabilité.

- **Lancement de l'activité «Cosmétiques»**

Cette activité constitue le nouveau cheval de bataille de SAH. Entrée en exploitation fin juin 2024 et située à Hammam Zeriba (Zaghouan), l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier est dotée d'une capacité de production de 25 000 tonnes par an. Elle est spécialisée dans la production de savon liquide, de shampoing, de l'après shampoing, de gel douche, de déodorants spray et roll-on, de dentifrice, de masques et de sérums pour les cheveux avec plus de 375 références de produits. En se lançant dans les produits cosmétiques, le groupe SAH vise un triple objectif :

- exploiter les synergies existantes à savoir le réseau de distribution, le savoir-faire industriel et la complémentarité avec les produits détergents;
- exploiter la notoriété de la marque Lilas;
- et atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché.

- **Expansion et consolidation de la présence à l'international**

Le groupe SAH continue à explorer de nouveaux marchés à l'export notamment au Moyen-Orient et en Afrique subsaharienne, et à renforcer son positionnement sur les marchés locaux dans lesquels il est implémenté à savoir la Tunisie, la Libye, l'Algérie, la Côte d'Ivoire, et le Sénégal.

- **Amélioration de la rentabilité**

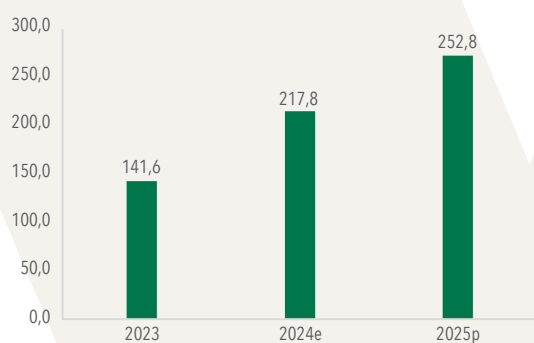
Le groupe SAH prévoit un accroissement dans sa rentabilité accentué par l'entrée en exploitation de sa filiale dédiée aux produits cosmétiques, la consolidation de l'activité «Détergents» ainsi que la baisse progressive des prix des matières premières sur les marchés internationaux. La baisse des prix des matières premières a déjà commencé à impacter positivement la rentabilité à partir de la fin de l'exercice 2023.

- **Optimisation du BFR et réduction de l'endettement**

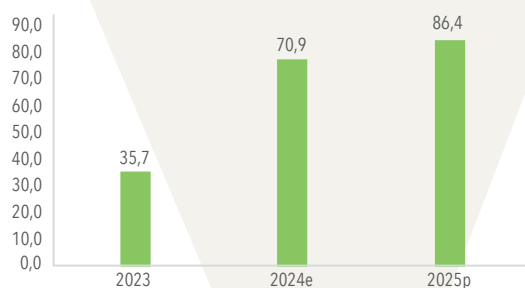
Le groupe SAH met l'accent sur l'optimisation de son besoin en fonds de roulement en améliorant les délais de paiement de ses clients, en réduisant les niveaux de stocks et en négociant des termes de paiement favorables avec les fournisseurs, dans l'objectif de diminuer ses engagements financiers à court terme. Cet effort a commencé à porter ses fruits à partir du deuxième semestre 2023.



Évolution prévisionnelle de l'EBITDA consolidé (en MDt)



Évolution prévisionnelle du résultat net part du groupe (en MDt)



Actionnariat (au 28.11.2023)

JM HOLDING*	65,7%
EQUITY CAPITAL	7,3%
AUTRES ACTIONNAIRES	27,0%

* Holding regroupant les participations des fondateurs de SAH LILAS.

Cours (au 31.10.2024) **10,150 Dt**

▶ ACHETER (+)

ROE CONSOLIDÉ 2023 **9,1%**

1. PRÉSENTATION DU GROUPE

Créée en 1994 par Mme Jalila MEZNI et M. Mounir EL JAIEZ, la société SAH (Société d'Articles Hygiéniques) est l'un des fleurons de l'économie tunisienne. Initialement lancée dans la fabrication de 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 opérant sur onze sites de production et actif dans trois lignes de métiers :

2.1 La production de produits d'hygiène et papier

Cœur de métier du groupe, 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, serviettes de table, essuie-tout...), les produits d'hygiène féminine, les couches bébé, les produits d'hygiène adulte et les lingettes.

2.2 La production d'ouate de cellulose

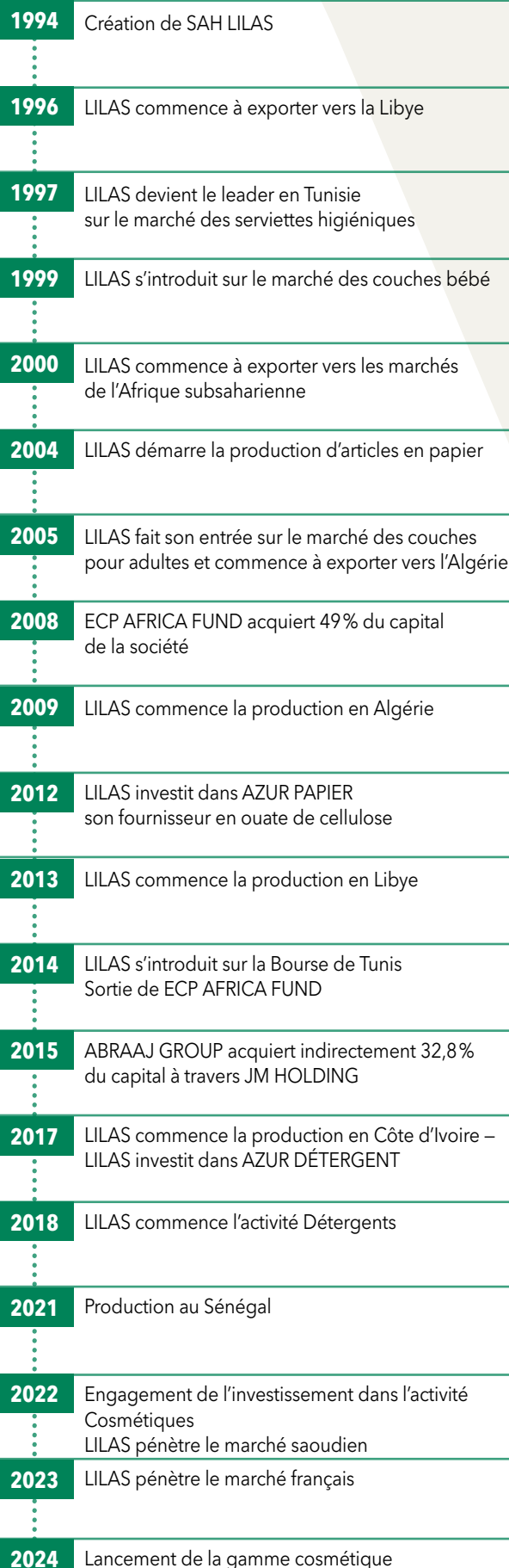
Afin de sécuriser les approvisionnements du groupe dans le métier des produits d'hygiène et papier et de maîtriser la qualité de l'ouate de cellulose, SAH s'est lancé dans la production de cette matière première essentielle depuis 2013 à travers sa filiale AZUR PAPIER. Le groupe exploite, à ce jour, deux lignes de production d'ouate de cellulose. Au-delà des bienfaits de cette stratégie d'intégration en amont sur les marges, l'activité de production d'ouate de cellulose constitue, aujourd'hui, un véritable centre de profit pour le groupe.

2.3 La production de détergents

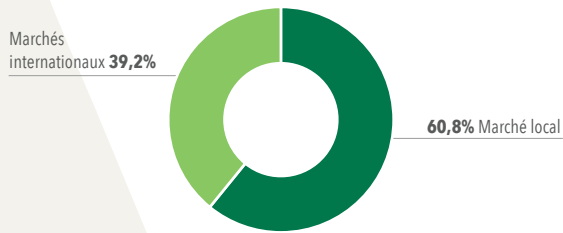
Benjamine du groupe, l'activité de production des détergents a été lancée en 2016 à la suite de la création de la filiale AZUR DÉTERGENT. Le groupe détient actuellement 91,1% du capital de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICARs.

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 de ce tournant stratégique sont multiples : ❶ vouloir se positionner dans un marché peu structuré à fort potentiel en Tunisie avec une importante composante informelle, ❷ exploiter des synergies logistiques, opérationnelles et commerciales avec l'activité d'hygiène et papier ❸ atteindre une taille critique sur tous les segments de marché des produits d'hygiène et ❹ développer à long terme l'export pour assurer une couverture contre le risque de change et préserver les marges à l'échelle du groupe.

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



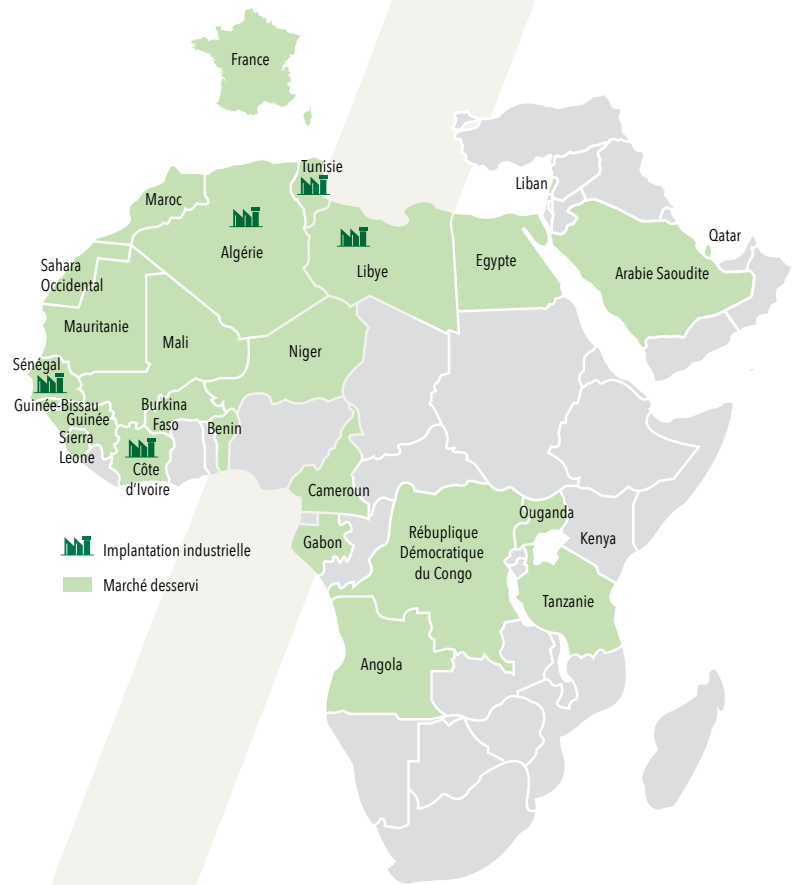
Répartition géographique des revenus consolidés (2023)



Périmètre du groupe SAH LILAS (2023)

	SAH TUNISIE (Société mère) – 1994 Serviettes hygiéniques, couches bébé, mouchoirs, papier hygiénique, couches pour adultes	
	SAH ALGÉRIE – 2007 Couches bébé, papier mouchoir et serviettes de table	74%
	SAH LIBYE – 2009 Couches bébé, serviettes hygiéniques, serviettes de table, distributeurs de papier	60%
	SAH MAROC – 2010 Distribution de toute la gamme de produits LILAS	100%
	AZUR PAPIER – 2013 Production d'ouate de cellulose	65%
	SAH CI – 2016 Couches bébé, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table	100%
	AZUR DÉTERGENT – 2016 Détergents	91%
	SAH SÉNÉGAL – 2018 Couches bébé, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table	71%
	TRANSFLÈCHE – 2021 Transport de marchandises sur le marché local	100%
	AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE – 2021 Produits cosmétiques	54%
	AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES – 2021 Emballages plastiques	68%
	SAHD ALGÉRIE – 2010 Distribution de la gamme hygiène adulte, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table	51%
	SAH DE COMMERCE – 2023 Filiale spécialisée dans le commerce	100%

Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH LILAS



« Grâce à un mix de stratégies gagnantes d'intégration en amont, de diversification et d'expansion, SAH LILAS est devenu en trois décennies un champion national des produits d'hygiène et un acteur régional de taille »

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 en poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine).

Le groupe entame, désormais, une nouvelle page de son histoire, en lançant la fabrication des produits cosmétiques. La nouvelle usine dédiée à cette ligne de métier a été déjà construite et est entrée en exploitation depuis le 24 juin 2024 avec la commercialisation de plus de 375 produits sur le marché local.

SAH LILAS dispose aujourd'hui de plus de 600 références produits toutes activités confondues. Le groupe réalise environ 40% de son chiffre d'affaires en dehors de la Tunisie. Il jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique, un pays en Europe à savoir la France et trois pays

dans la région MENA qui sont le Qatar, l'Arabie saoudite 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).

Après avoir ouvert 20% du capital au public au moment de l'introduction, le flottant du capital a progressé graduellement pour atteindre, aujourd'hui, 27%; une proportion dont les étrangers constituaient, historiquement, une part non négligeable. Le titre est prisé par les investisseurs étrangers, d'abord, pour son secteur réputé adapté aux besoins essentiels des pays en développement et notamment en Afrique, mais aussi, pour sa liquidité élevée et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

2. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2023

Le cru de l'exercice 2023 a été celui de la consolidation des performances opérationnelles pour SAH LILAS. La performance commerciale du groupe s'est améliorée, malgré la morosité ambiante, comparativement à l'année 2022. Au terme de l'exercice 2023, 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 produit. En revanche, en ce qui concerne la rentabilité, l'exercice 2023 a été marqué par une contre-performance comparativement aux résultats consolidés de l'année 2022. La conjoncture économique inflationniste et peu florissante, le resserrement monétaire généralisé dans les marchés desservis par SAH et l'impact des nouveaux investissements sur la structure des coûts ont contribué à la baisse des résultats consolidés.

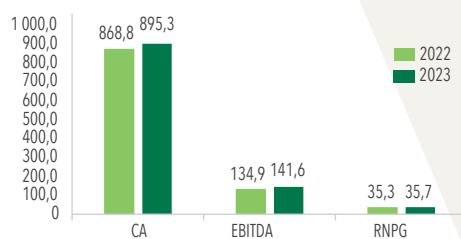
La croissance du chiffre d'affaires est ressortie à +3% en 2023, portant le Top Line consolidé de SAH à 895,3 MDt. À y regarder de plus près, l'augmentation des revenus nets consolidés à fin décembre 2023 a été tirée par la performance commerciale de SAH LIBYE avec des ventes de 21,8 MDt, en augmentation de 37,5% par rapport à la même période en 2022. Les ventes de la filiale SAH ALGÉRIE ont, pour leur part, atteint 66,5 MDt contre 53,6 MDt au 31 décembre 2022, soit une croissance annuelle remarquable de 24%. Les ventes de la filiale SAH SÉNÉGAL ont enregistré une croissance notable pour atteindre un chiffre d'affaires annuel de 25,1 MDt au 31 décembre 2023, soit une croissance globale de 42,8%.

La répartition des revenus nets consolidés par filiale montre que SAH TUNISIE dont les revenus nets ont atteint 508,7 MDt, soit une hausse de près de 5%, contribue à hauteur de 56,9%, suivie par AZUR DÉTERGENT et AZUR PAPIER dont les ventes représentent 18,2% et 10,4% des ventes globales, respectivement.

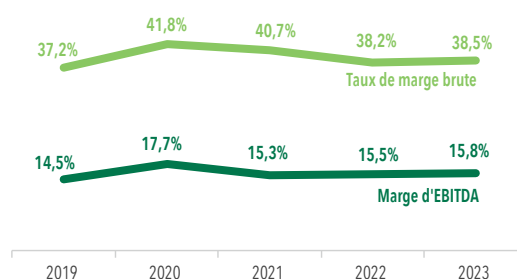
L'année 2023, s'est inscrite sous le signe de la préservation des marges, ce qui est une performance en soi dans le contexte international et national inflationniste qui a prévalu en 2023. Le taux de marge brute et la marge d'EBITDA ont légèrement évolué de 0,3 point de pourcentage pour s'établir à 38,5% et 15,8%, respectivement.

Les efforts de maîtrise des charges (une progression de la masse salariale limitée à 6%, sur l'année écoulée, et une croissance des autres charges d'exploitation contenue à +1,5%) ont

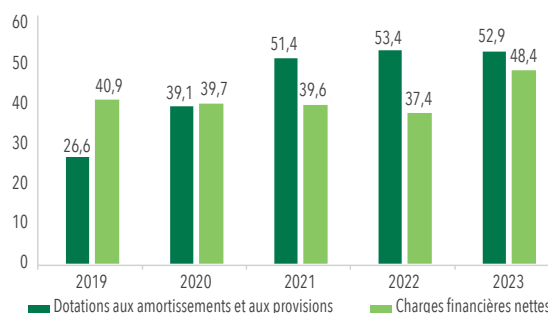
Évolution des principaux agrégats de l'état de résultat consolidé (en MDt)



Évolution des marges consolidées



Évolution des dotations aux amortissements et aux provisions et des charges financières nettes (chiffres consolidés en MDt)



permis au groupe d'atteindre un nouveau palier de rentabilité d'exploitation. L'EBITDA s'est, en effet, élargi de près de 5% à 141,6 MDt, pulvérisant ainsi un nouveau record. **Signaux, d'ailleurs, que le groupe a réussi à contourner l'effet inflation par le biais de la continuité des actions de productivité et d'efficacité opérationnelle lancées sur les dernières années.**

Grâce à la baisse de la dotation aux résorptions des frais préliminaires et à des reprises sur provisions de 4,7 MDt, le groupe a pu atteindre un nouveau cap de résultat d'exploitation. Ce dernier s'est accru de 8,7% à 88,7 MDt; un niveau jamais atteint par SAH.

La flambée des charges financières a été l'événement le plus marquant de l'année 2023. Pâtissant d'un contexte de change moins clément pour le groupe (palpable du point de vue de l'envolée des pertes nettes de change de 52,6% à 2,6 MDt) et surtout du durcissement des conditions de financement dans

en MDt

les marchés desservis par SAH (d'où l'augmentation soutenue des charges d'intérêt de 28,1% à 45,8 MDt), les charges financières du groupe se sont appréciées de 29,2% à 48,4 MDt.

Le Bottom Line consolidé de SAH a reporté, somme toute, une baisse de -14,2% à 36,2 MDt. Le recul de la rentabilité est, également, reflété au niveau d'un ROE consolidé en repli (un ROE de 9,1% à fin 2023, contre 10,7% au terme de 2022).

Le constat est plus reluisant du côté du résultat net part du groupe. Ce dernier s'est légèrement bonifié de 0,9% à 35,7 MDt.

Compte tenu 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 410 MDt sur la période 2018 - 2023) et au vu des crédits de gestion contractés dans le cadre du financement de ses stocks de matières premières (notamment durant la période inflationniste), nous estimons la dette nette ajustée de SAH à 539,1 MDt à fin 2023.

Outre les 73,5 MDt nécessités pour la construction de l'usine des cosmétiques, la filiale AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE a dû contracter des crédits de gestion pour un montant de 90 MDt pour financer le besoin en fonds de roulement en 2023, ce qui a contribué à augmenter, momentanément, l'endettement global du groupe.

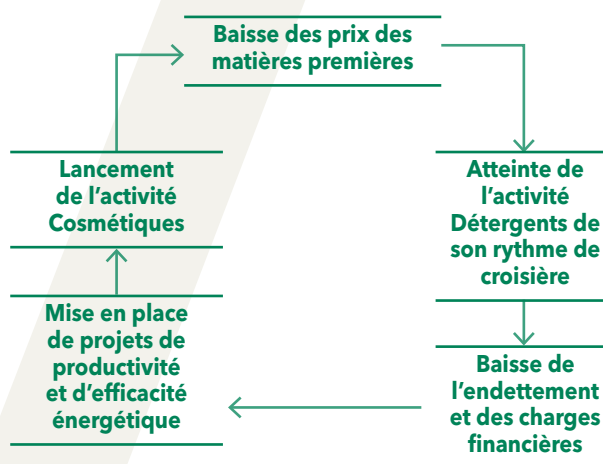
Ce niveau d'endettement ne nous semble pas alarmant au vu du processus d'optimisation du BFR initié par le groupe à partir du S2 2023 et dont les bienfaits seront perceptibles dans les prochaines années. Par ailleurs, les fondamentaux du groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements notamment «le projet Cosmétiques» devrait permettre de doper davantage les cash-flows et de désendetter progressivement le bilan du groupe dans les années à venir.

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 croit. Le groupe peut se prévaloir de :

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. La construction de quatre bassins de collecte des eaux pluviales est également envisagée ;
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 qui entre à hauteur d'environ 40% dans la production des produits d'hygiène papier ;
4. La mise en place d'un système de cogénération pour récupérer la chaleur résiduelle de l'électricité existante réduisant ainsi jusqu'à 35% les pertes d'énergie tout en baissant 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 années à venir (avec le passage d'une capacité de cogénération de 10MW à 25MW d'ici 2025). Selon le management, SAH LILAS ambitionne d'atteindre, à terme, l'autosuffisance énergétique au niveau du groupe. À cet effet, le groupe a récemment obtenu le feu vert de la STEG pour transporter l'excédent d'électricité d'une filiale à l'autre ;

Chiffres consolidés	2019	2020	2021	2022	2023
Cash-Flows d'exploitation	30,2	67,8	51,8	11,3	29,8
Investissements	119,1	72,1	33,1	41,4	72,2
Free Cash-Flow	-88,9	-4,2	18,7	-30,1	-42,4
Dette nette	322,8	382,4	410	484,7	539,1
Gearing	85,5%	97,5%	112,4%	122,7%	135,1%
ROE	5,9%	7,2%	3,2%	10,7%	9,1%
ROCE	9,3%	9,5%	5,5%	9,9%	9,3%

Le «cercle vertueux» des prochains exercices



«La politique RSE est au centre de la stratégie de développement du groupe SAH»

5. La destruction des déchets toxiques. Des accords ont été signés avec des organismes certifiés pour la collecte, le traitement et la destruction de tous les déchets toxiques.

3. FAITS SAILLANTS DE 2024 ET PERSPECTIVES

Le meilleur reste à venir pour SAH LILAS. Les années 2024-2025 seront une période charnière pour le groupe. Arrivé au terme de sa période d'investissement, le groupe entame une nouvelle phase d'expansion avec le démarrage de l'activité Cosmétiques, la consolidation de sa présence à l'international et l'amélioration de la rentabilité grâce notamment à la baisse des prix de matières premières. Le groupe devrait, en conséquence, commencer à récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité.

Ce changement de dimension serait perceptible sur les fondamentaux et les indicateurs d'activité du groupe sur la période prévisionnelle. Il s'appuierait, selon nous, sur les facteurs suivants :

1. Activité Hygiène

Sur la période 2024-2025, SAH devrait continuer à consolider sa position de leadership sur ses marchés cibles. Les réalisations futures du groupe tireraient parti de la poursuite de la stratégie du développement de l'export et de l'expansion régionale (vers les marchés de l'Afrique subsaharienne, le marché français et les marchés de la région du Moyen-Orient). LILAS bénéficiera, par ailleurs, d'un meilleur contexte international sur le plan des coûts logistiques et des matières premières. Les marchés internationaux des matières premières connaissent un retour graduel à la normalité des prix depuis le T4 2023.

La stabilité des prix devrait, selon le management, se prolonger sur l'année 2024 avant d'afficher une tendance baissière en 2025.

La stabilité des prix anticipée en 2024 devrait trouver son origine dans la stabilisation post-pandémie des chaînes d'approvisionnement, les ajustements des niveaux de stocks et la diminution de la demande mondiale dans certains segments de marché.

Notons que la performance commerciale a joué un rôle clé en absorbant les fluctuations des prix sur les dernières années, tandis que l'intégration verticale a continué d'offrir des avantages en termes de stabilité et de qualité des matières premières.

2. Activité Ouate de cellulose

À travers sa filiale AZUR PAPIER, le groupe SAH opère deux lignes de production d'ouate de cellulose d'une capacité totale de 50 000 tonnes par an. Au-delà des bienfaits de la stratégie d'intégration verticale sur les marges du groupe, SAH écoule près de 60 % de sa production d'ouate de cellulose sur les marchés export.

3. Activité Détergents

Dans les prochaines années, les performances opérationnelles et financières de cette activité devraient s'améliorer grâce à l'atteinte de niveaux de production optimaux, à la résorption des frais préliminaires et à la baisse des prix des matières premières. Les réalisations de cette ligne de métier devraient, par ailleurs, profiter d'un meilleur ancrage commercial des produits de la marque de détergents *Lilas* et du renforcement de ses parts de marché.

4. Activité Cosmétiques

Cette activité constitue le nouveau cheval de bataille de SAH. Localisée à Hammam Zeriba (Zaghouan), l'usine dédiée à cette ligne de métier est dénommée AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE. Elle est dotée d'une capacité de production de 25 000 tonnes par an et elle a coûté la somme de 73,5 MDt. Cet investissement (qui a été financé à hauteur de 50 % par des fonds propres et le reste par de la dette) 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 : ❶ exploiter les synergies existantes à

«SAH LILAS compte couvrir tous les segments du marché des produits cosmétiques.

Le groupe a prévu de cibler le haut de gamme (gamme Suprême), la moyenne gamme (gamme Extrême) et la gamme professionnelle (gamme Expert)»

savoir le réseau de distribution, le savoir-faire industriel et la complémentarité avec les produits détergents, ❷ exploiter la notoriété de la marque *Lilas* et ❸ atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché. La nouvelle usine est spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, des déodorants spray et roll-on, du dentifrice, des masques et des sérums pour les cheveux. Ensuite, le management compte percer le créneau des produits parapharmaceutiques comme les crèmes pour le visage et la peau. La nouvelle usine est certifiée aux normes internationales et cible un positionnement «premium». Normée comme l'activité Détergents, l'activité Cosmétiques devrait générer un chiffre d'affaires légèrement supérieur à 100 MDt au cours de sa première année pleine d'exploitation.

SAH LILAS compte couvrir tous les segments du marché des produits cosmétiques. Le groupe a prévu de cibler le haut de gamme (gamme Suprême), la moyenne gamme (gamme Extrême) et la gamme professionnelle (gamme Expert). À noter que la commercialisation des produits cosmétiques a démarré le 24 juin 2024.

L'activité Cosmétiques est dotée du premier centre de R&D en Tunisie, propre à SAH, dont le coût a atteint 2,5 MDt.

5. La productivité et l'efficacité énergétique

Le groupe envisage de réaliser divers projets d'économie d'énergie qui permettraient une réduction considérable de la facture énergétique, notamment, sur les lignes de business les plus demandeuses du facteur énergie, en l'occurrence l'activité de la filiale AZUR PAPIER (doublement de capacité de production d'électricité par la cogénération). La maîtrise des coûts opérationnels serait, également, envisagée à travers une meilleure exploitation des synergies inter filiales et sites industriels, notamment, par rapport aux charges d'énergie et de distribution.

Durant l'AGO du 28 juin 2024, le management a annoncé que le contexte opérationnel en Afrique subsaharienne est actuellement difficile. Il est marqué par une concurrence féroce en raison de l'industrialisation croissante, du faible pouvoir d'achat et d'une demande bridée. À terme, la direction de SAH LILAS n'a pas écarté la possibilité de lancer une réflexion stratégique sur sa présence dans les marchés de l'Afrique subsaharienne, notamment en Côte d'Ivoire.

L'équipe de direction de SAH LILAS a annoncé vouloir créer une filiale industrielle en Mauritanie dans un futur proche pour contourner les barrières douanières des autorités mauritaniennes. Cette filiale sera détenue à parts égales par SAH LILAS et deux partenaires locaux dont un distributeur.

Dans les prochaines années, le groupe compte cibler davantage les marchés européens à fort pouvoir d'achat en développant les MDD (marques de distributeurs). À noter que SAH LILAS est en discussion avec ATACADÃO (enseigne appartenant au groupe CARREFOUR) pour commercialiser les produits de SAH sous la MDD et sous la marque *Lilas*. Ces discussions devraient porter leurs fruits en 2024.

Les prochains exercices devraient, toutes choses étant égales par ailleurs, marquer une nette consolidation de la rentabilité financière du groupe. Selon le management, la reprise constatée durant l'année 2023 devrait continuer au vu de la très bonne performance d'exploitation ainsi que l'amélioration espérée de la rentabilité des investissements déjà réalisés sur les derniers exercices. Le groupe devrait, par ailleurs, entrer dans une phase de «digestion» des investissements passés, de désendettement et de génération des cash-flows, impliquant une baisse des frais financiers.

Selon l'équipe de direction de SAH LILAS, la turbulence du contexte économique mondial a notablement compliqué la modélisation des prévisions financières du groupe. Malgré cela, des prévisions relativement prudentes ont été établies, prenant en compte les risques liés aux flux d'approvisionnement et aux prix des matières premières, notamment en relation avec les nouveaux investissements.

Selon le plan d'affaires pour les quatre prochaines années, l'exercice 2024 devrait maintenir une performance financière stable, toutes choses égales par ailleurs. À la fin de l'année 2024, le groupe vise une augmentation nette des revenus d'environ 25% par rapport à 2023, principalement grâce au lancement de la ligne des produits cosmétiques et à l'établissement d'une nouvelle filiale en Mauritanie.

Cette prévision de croissance du chiffre d'affaires devrait entraîner des ajustements proportionnels des charges d'exploitation, sous l'effet combiné de la croissance des volumes de production et de l'augmentation des prix des intrants industriels. L'équipe de direction s'attend à une croissance de la marge brute consolidée de 11% à 11,5%, en 2024, à périmètre constant.

Le maintien du niveau d'activité et les économies de coûts envisagées permettront une croissance de l'excédent brut d'exploitation estimée entre 6,5% et 7,5%. De plus, l'expansion du périmètre d'activité avec le démarrage de la filiale AZUR COSMÉTIQUE devrait porter la croissance moyenne du résultat net consolidé entre 13,5% et 14,5% sur la période 2024-2027.

S'agissant de la politique de dividendes sur la période prévisionnelle adoptée par SAH LILAS, le management a annoncé un payout de 50%.

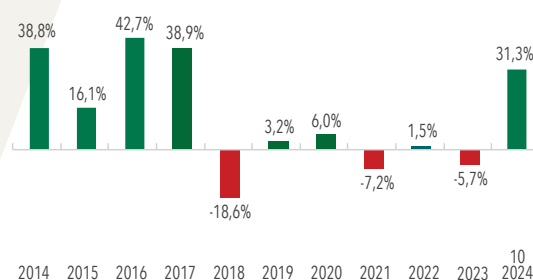
« Dans les prochaines années, le groupe devrait entrer dans une phase de "digestion" des investissements passés, de désendettement et de génération de cash-flows, impliquant une baisse des frais financiers »

Les chiffres consolidés de la première moitié de l'année en cours ont été très encourageants et augurent d'excellentes réalisations au titre de 2024. Le champion national des produits d'hygiène a réussi à afficher une croissance de son résultat d'exploitation de 64% à 60,1 MDt et ce, malgré une hausse timide de son chiffre d'affaires de 3,7% à 444,7 MDt. L'augmentation des revenus nets consolidés à fin juin 2024 a été tirée par la performance commerciale de SAH TUNISIE dont les revenus nets ont atteint 233,3 MDt. Aussi, SAH LIBYE a reporté des ventes de 21,4 MDt en augmentation de 96,2% (et ce, malgré la fermeture de la frontière tuniso-libyenne et des troubles sécuritaires en Libye) par rapport à la même période en 2023. Les ventes de la filiale SAH ALGÉRIE ont atteint 40,1 MDt contre 34,1 MDt au 30 juin 2023, soit une croissance annuelle de 17,4%. Les ventes de la filiale AZUR PAPIER ont enregistré une croissance remarquable pour atteindre un chiffre d'affaires annuel de 46,8 MDt au 30 juin 2024, soit une croissance globale de 46,8%. Sur le premier semestre 2024, la rentabilité nette a, également, été au rendez-vous avec un bénéfice net part du groupe record qui est passé du simple au double à 30,3 MDt.

Du côté des prévisions, et à l'échelle du groupe, nous tablons sur la période 2024-2025 sur :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 14,8% pour atteindre 1,2 milliard de dinars à l'horizon 2025 ;
- une progression annuelle moyenne de 33,6% de l'EBITDA pour s'établir à 252,8 MDt d'ici 2025 ;
- une envolée du Bottom Line de 55,7% en moyenne sur la période prévisionnelle pour atteindre 86,4 MDt à l'horizon 2025.

Performances boursières annuelles de SAH LILAS depuis son IPO



4. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

Malgré le relèvement des dividendes et les performances supérieures aux promesses de 2022, le titre SAH n'est pas parvenu à se distinguer en bourse en 2023, affichant une performance annuelle dans le rouge (une correction de -5,7%).

Le titre renoue avec le vert, en 2024, le marché applaudissant les réalisations financières solides du groupe. SAH LILAS cumule, depuis le début de l'année, une performance de 31,3%.

Aujourd'hui, avec une capitalisation boursière de 852,8 MDt, SAH LILAS traite à 12x ses bénéfices et à 6,7x son EBITDA estimés pour 2024. Un niveau de valorisation attrayant

comparativement à la moyenne internationale. Par ailleurs, nous estimons que ce niveau de valorisation ne reflète pas intégralement les perspectives de croissance organique du groupe et son potentiel de rebond à moyen terme.

Dans une conjoncture malmenée par la crise économique en Tunisie et par la stagflation, le titre représente une opportunité d'investissement attractive à bien des égards :

– **Il s'agit d'une valeur de croissance** : le groupe opère sur des marchés en pleine expansion. En général, les marchés africains sont caractérisés par des taux de natalité et de croissance économique élevés et sont très propices à la croissance organique ;

– **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 de fortes ambitions internationales ;

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

Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur SAH LILAS.

Échantillon de comparables régionaux

Société	Pays	VE/Chiffre d'affaires 2024e (x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PER 2024e (x)
SAH LILAS	Tunisie	1,4	6,7	12,0
THE PROCTER & GAMBLE CIE	États-Unis	5,1	18,5	25,9
UNILEVER PLC	Royaume-Uni	2,8	13,3	19,4
KIMBERLY-CLARK CORP	États-Unis	2,6	12,7	18,3
VINDA INTERNATIONAL HOLDINGS LTD	Hong Kong	1,4	11,5	22,5
EDGEWELL PERSONAL CARE CIE	États-Unis	1,2	7,9	11,6
HENKEL AG & CO. KGAA	Allemagne	1,5	8,6	14,9
HENGAN INTERNATIONAL GROUP CIE LTD	Chine	1,0	5,4	8,6
SUOMINEN OYJ	Finlande	0,4	8,5	125
EMAMI LTD	Inde	6,4	23,8	29,6
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	Royaume-Uni	3,0	11,3	15,8
PIGEON CORP	Japon	1,6	9,7	24,8
HYPERA SA	Brésil	2,8	8,8	9,1
Moyenne internationale		2,5	11,7	27,1

État de résultat consolidé

Chiffres en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
Chiffre d'affaires	560,1	624,6	670,5	868,8	895,3	1 033,1	1 180,3
Progression	-	11,5%	7,4%	29,6%	3,0%	15,4%	14,2%
Marge brute	208,2	261,4	272,7	331,8	344,9	451,6	521,7
Progression	-	25,5%	4,4%	21,7%	3,9%	30,9%	15,5%
Taux de marge brute	37,2%	41,8%	40,7%	38,2%	38,5%	43,7%	44,2%
EBITDA	81,3	110,3	102,4	134,9	141,6	217,8	252,8
Progression	-	35,7%	-7,2%	31,8%	4,9%	53,8%	16,6%
Marge d'EBITDA	14,5%	17,7%	15,3%	15,5%	15,8%	21,1%	21,4%
Résultat net part de groupe	23,0	30,6	16,2	35,3	35,7	70,9	86,4
Progression	-	33,4%	-47,0%	117,8%	0,9%	98,9%	21,8%
Marge nette	4,1%	4,9%	2,4%	4,1%	4,0%	6,9%	7,3%

Sources : états financiers consolidés de SAH LILAS et prévisions de TUNISIE VALEURS.



CARTHAGE CEMENT

Un titre à fort potentiel de hausse

Points clés

- Dans un secteur en régression, CARTHAGE CEMENT a maintenu sa position de leader, avec une part de marché totale de 26 % à fin 2023. Au terme de l'année écoulée, le cimentier a annoncé un chiffre d'affaires de 431,6 MDt, en hausse de 17,6 % par rapport à 2022, représentant 88,1 % du budget. Les revenus du cimentier ont évolué à un taux de croissance annuel moyen de 12,6 % sur la période 2018-2023. À fin 2023, les marges de CARTHAGE CEMENT se sont redressées par rapport à 2022. La marge d'EBITDA a gagné 0,9 point de pourcentage à 36,2 %. Le résultat net du cimentier s'est inscrit en progression de 54,8 %, s'établissant à 55,2 MDt, dépassant ainsi l'objectif de 50 MDt fixé dans le business plan communiqué l'année dernière. Le taux de marge nette a augmenté de 3,1 points de pourcentage à 12,8 %. Le ROE du cimentier est passé de 17,5 % en 2022 à 21,4 % en 2023.
- Le management de CARTHAGE CEMENT a présenté lors de son AGO du 26 juin 2024, un business plan s'étalant sur la période 2024-2028. Ce BP réaliste table sur un résultat net qui devrait passer de 55,2 MDt en 2023 à 153,8 MDt en 2028, soit un taux de marge nette à terme de 21,5 %.
- Valorisé à 773,2 MDt, CARTHAGE CEMENT affiche des niveaux de valorisation attractifs, soit un PER 2024e de 10,7x et un VE/EBITDA 2024e de 6,8x, des niveaux de valorisation moins chers que la moyenne de ses pairs régionaux et internationaux, notamment en matière de PER. Sur le plan des multiples d'EBITDA même si les valorisations sont similaires à ses pairs, CARTHAGE CEMENT traverse un point bas d'activité, ce qui n'est pas le cas des autres cimentiers de l'échantillon.
- CARTHAGE CEMENT qui a réussi sa restructuration opérationnelle, a dépassé, en termes de rentabilité, les objectifs de 2023 de son business plan avancés lors de son AGO de l'an dernier. En dépit du contexte inflationniste qui sévit, la rentabilité opérationnelle a été au rendez-vous. Nous pensons que le cimentier sera en mesure de concrétiser les objectifs du BP présenté lors de l'AGO de cette année. Sous-évalué, le titre CARTHAGE CEMENT présente un fort potentiel à la hausse. Nous recommandons le titre à « l'achat ».

1. ÉTAT DES LIEUX DU SECTEUR DU CIMENT EN TUNISIE

La Tunisie compte, 10 entreprises opérant dans le secteur des liants, dont 8 produisent du ciment gris, une entreprise produit du ciment blanc et une autre produit la chaux. Initialement, toutes les cimenteries appartenaient à l'État. Cepen-

dant, à partir de 1998, le secteur cimentier a connu une vague de restructurations et de privatisations. Ainsi, 6 cimenteries ont été acquises par des groupes cimentiers internationaux tels que : COLACEM, SECIL, UNILAND et CIMPOR. Tous ces groupes sont européens.

L'offre de ciment en Tunisie (notamment avec l'entrée en production de CARTHAGE CEMENT en 2012 (2 MT), SCB (1 MT),



Actionnariat (au 26.06.2023)

SOCIÉTÉ BINA CORPORATE	40,2%
AL KARAMA HOLDING	14,9%
AUTRES ACTIONNAIRES	44,9%

Cours (au 31.10.2024)

2,250 Dt

► **ACHETER (+)**

ROE 2023	21,4%
----------	-------

«**CARTHAGE CEMENT** qui a réussi sa restructuration opérationnelle, a dépassé, en termes de rentabilité, les objectifs de 2023 de son BP avancés lors de son AGO de 2023.

Nous pensons que le cimentier sera en mesure de concrétiser les objectifs du business plan qu'il a présenté lors de l'AGO de 2024.

Sous-évalué, le titre présente un fort potentiel à la hausse.»

Région	Société	Partenaire
Nord	CAT Ciments Artificiels Tunisiens	Italie
	CC Carthage Cement	
	CB Ciments de Bizerte	
Sud	CJO Cimenterie de Djbel-Ouest	Portugal
	SCG Société des Ciments de Gabès	Portugal
Centre Est	SCE Société des Ciments d'Enfidha	Espagne
Nord Ouest	CIOK Cimenterie de Om El Kelil	
Centre Ouest	SOTACIB Société Tuniso-Andalous de Ciment Blanc	Espagne
	SOTACID Société Tuniso-Algérienne de Ciment et Dérivés	Espagne, Algérie, Suède
	Société Interchaux	

Gafsa (0,5 MT) et Jbel Ouest (0,5 MT), est estimée au alentours de 11 millions de tonnes. Il s'agit d'un secteur fortement concurrentiel et en surcapacité. La demande bridée du ciment (ralentissement de la croissance économique, retards dans les projets d'infrastructure...) a entraîné un excédent de l'offre sur le marché. Ce qui a poussé les autorités tunisiennes à libéraliser les exportations, déplaçonner les prix de vente (autrefois homologués) et supprimer, en contrepartie de ces avantages, les subventions énergétiques pour les cimentiers.

À fin 2023, le volume des ventes de ciment s'établissait à 7,5 millions de tonnes, dont 2,2 millions de tonnes destinées à l'export. Le total des ventes a été en régression de 9,5% par rapport à l'année précédente. La vente de ciment se concentre dans la région du Grand Tunis, suivie par Sfax et Sousse.

2. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ CARTHAGE CEMENT

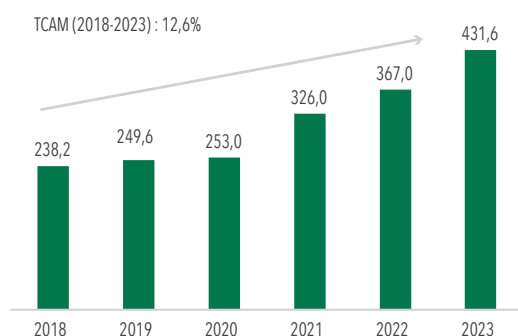
CARTHAGE CEMENT a été fondée en 2008 suite à la scission de la société LES GRANDES CARRIÈRES DU NORD. Elle a été créée à l'initiative de deux groupes privés : KARTHAGO (groupe TRABELSI) et MAJUS (M. Lazhar STA) dans le but de mettre en place un complexe cimentier qui produit et commercialise : les agrégats (en 2009), le ciment (S2 2012), le béton prêt à l'emploi (octobre 2010) et les liants hydrauliques.

CARTHAGE CEMENT dispose des outils de production les plus performants et à la pointe de la technologie, lui permettant de répondre aux besoins du marché des matériaux de construction avec une capacité de production installée de : Granulats (4 millions de tonnes par an), Ciment (5 800 Tonnes/jour), Bétons prêts à l'emploi (2 600 m³/jour, 22 camions-malaxeurs et 4 pompes).

La carrière de Jbel Ressas (218ha) contient des réserves de matière première très importantes (500 millions de tonnes estimées à environ 100 ans de production) et d'une qualité exceptionnelle permettant la production de graviers, de bétons et de ciments de qualité supérieure à moindre coût. Les produits de CARTHAGE CEMENT sont conformes aux normes européennes.

La carrière de Jbel Ressas est la propriété de CARTHAGE CEMENT. Elle jouit d'un emplacement géographique stratégique : à 25 km du centre de Tunis ; 25 km du plus important port commercial de Tunisie (La Goulette – Radès) et à proximité de la plus importante zone de développement urbain (la banlieue sud).

Évolution du chiffre d'affaires de CARTHAGE CEMENT (en MDt)



«La carrière de Jbel Ressas (218 ha) contient des réserves de matières premières très importantes estimées à environ 100 ans de production. Elle jouit d'un emplacement géographique stratégique. CARTHAGE CEMENT dispose des outils de production les plus performants et à la pointe de la technologie. Le coût de l'usine s'est élevé à 528 MDt et a été financé par : une augmentation de capital de 134,9 MDt levée sur le marché alternatif et par un endettement bancaire de 396 MDt.»

Lors de la création de la cimenterie, CARTHAGE CEMENT s'est associée à des partenaires techniques de premier plan, lui permettant de bénéficier d'une technologie de pointe :

1. **Le cabinet suisse PEG SA**, a été mandaté pour le design de la cimenterie ainsi que le pilotage du projet, depuis l'étude de faisabilité et l'appel d'offres jusqu'à la réception définitive de l'usine.
2. **FLSmidth**, le leader danois dans la construction de cimenteries (avec plus de 600 cimenteries équipées à travers le monde) a été sélectionné pour un contrat clé en main d'engineering, fourniture, construction et montage de la cimenterie. FLSmidth a également été retenu pour le contrat de gestion de la production et maintenance (O&M).

Le coût de l'usine de 528 MDt a été financé par une augmentation de capital de 134,9 MDt (levée sur le marché alternatif) et par un endettement bancaire de 396 MDt. Un accord de principe a été obtenu par un syndicat de banques tunisiennes.

Dans le but de ne pas déstabiliser le marché local, et de ne pas brader les prix, la stratégie de CARTHAGE CEMENT sur les prochaines années consiste à maintenir son positionnement de leader. L'excédent de production sera destiné à l'export. Les problèmes sécuritaires et d'accès au marché libyen ainsi que la surcapacité existante actuellement sur le marché algérien constitue un frein à l'export pour ces régions limitrophes. L'Europe et le marché américain constituent, par conséquent, des débouchés de vente à l'étranger pour les cimenteries tunisiennes.

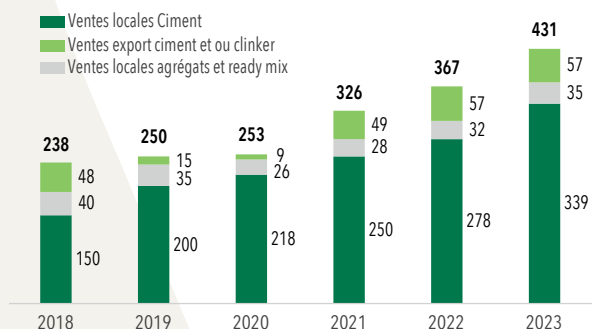
Dotée de la plus importante capacité de production du marché (2 millions de tonnes de ciment par an), CARTHAGE CEMENT est de facto le leader tunisien du secteur du ciment avec une part de marché passant de 23% à fin 2022 à 29% à fin 2023. Sur le total des ventes (destinées au marché local et à l'export), CARTHAGE CEMENT détient une part de marché de 26%.

3. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2023

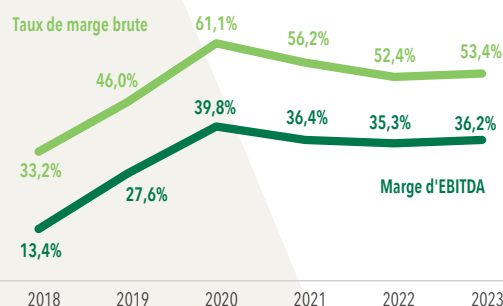
3.1 Les revenus poursuivent leur croissance à deux chiffres

Dans un secteur en régression, CARTHAGE CEMENT a maintenu sa position de leader, avec une part de marché totale de 26% à fin 2023. Au terme de l'année écoulée, le cimentier a annoncé un chiffre d'affaires de 431,6 MDt, en hausse de 17,6% par rapport à 2022, représentant 88,1% du budget.

Structure du chiffre d'affaires de CARTHAGE CEMENT (en MDt)



Évolution du taux de marge brute et du taux de la marge d'EBITDA de CARTHAGE CEMENT



Les revenus du cimentier ont évolué à un taux de croissance annuel moyen de 12,6 % sur la période 2018-2023.

Le chiffre d'affaires de l'activité ciment s'est élevé à 339 MDt, en hausse de 22 % par rapport à 2022. Une hausse qui s'explique aussi bien par la révision à la hausse des prix que par l'amélioration du volume des ventes (+7 % à 1,94 million de tonnes). L'activité Agrégats poursuit son évolution positive pour la deuxième année consécutive.

Toutefois, l'activité Béton est en difficulté. Face à la flambée des prix de matériaux de construction et le ralentissement dans l'exécution de nouveaux projets d'infrastructures et de bâtiments, CARTHAGE CEMENT n'a écoulé que 81 763 m³ de béton, soit une baisse de 18 % par rapport à l'année précédente. Le management a précisé qu'une réflexion stratégique sur l'activité est en cours.

3.2 Une amélioration notable des marges

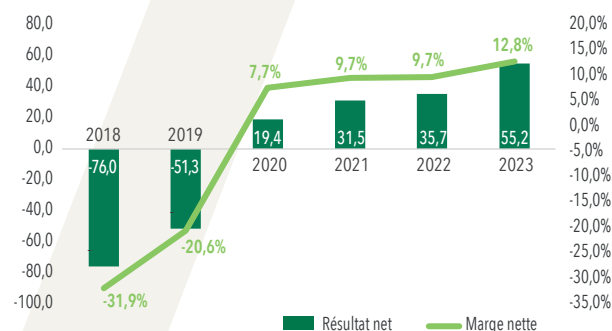
Après avoir atteint un pic de rentabilité en 2020 grâce au départ du sous-traitant danois (une économie d'environ 30 MDt par an), le recours à un mix-énergétique plus favorable et la rationalisation des effectifs, les marges du cimentier se sont dégradées depuis, retrouvant une certaine normalité. Néanmoins, à fin 2023, les marges du cimentier se sont redressées par rapport à 2022. Le taux de marge brute a pris 1 point de pourcentage à 53,4 % et ce, grâce à la baisse du coût des achats consommés. La marge d'EBITDA a, également, gagné 0,9 point de pourcentage à 36,2 %. Cette évolution est attribuable à la stratégie d'optimisation de la consommation énergétique portant sur la substitution du gaz, plus onéreux, par le petcoke. Une stratégie d'approvisionnement plus efficace du petcoke a permis de réduire son prix moyen d'achat de 665 Dt par tonne en 2022 à 580 Dt par tonne en 2023. Ces taux de marge ont été

au-dessus des objectifs du business plan présenté par la société lors de la dernière communication financière.

La hausse de 20 % des autres charges d'exploitation s'explique par l'augmentation de la charge de loyer de la carrière ainsi que les frais de location des engins à la suite de la révision à la hausse des prix des sous-traitants, l'accroissement du rythme de la production et la hausse des charges d'entretien et de réparation du four.

À fin 2023, le résultat net du cimentier s'est inscrit en progression de 54,8 %, s'établissant à 55,2 MDt, dépassant l'objectif de 50 MDt fixé dans le business plan communiqué l'année dernière. Le taux de marge nette a augmenté de 3,1 points de pourcentage à 12,8 %. Le ROE du cimentier est passé de 17,5 % en 2022 à 21,4 % en 2023.

Évolution du résultat net et de la marge nette de CARTHAGE CEMENT (en MDt)



3.3 Un bilan qui se redresse

Depuis sa création, CARTHAGE CEMENT a souffert d'une structure financière déséquilibrée. Le retard dans l'achèvement de la cimenterie et le contrat coûteux avec le sous-traitant danois NLS ont mis la pression sur le bilan et la rentabilité du cimentier, réduisant sa capacité de production de trésorerie. Depuis 2012, et jusqu'en 2019, CARTHAGE CEMENT a accumulé les déficits. Les pertes cumulées se sont élevées à 374,4 MDt durant cette période.

L'augmentation de capital, clôturée au premier trimestre de 2020, a été primordiale pour le sauvetage de la cimenterie publique qui peinait à réduire son endettement et à pallier son insuffisance de trésorerie. Il s'agit d'une levée totale de 171,5 MDt, correspondant à 76,6 % du montant initialement prévu (200,4 MDt). Les fonds propres se sont établis à 136 MDt à fin 2020, contre des capitaux propres négatifs de -89,2 MDt à fin 2019. À fin 2023, les fonds propres du cimentier se sont élevés à 258,3 MDt. Le retour aux bénéficiaires permettait à la société de renforcer ses fonds propres. La dette nette s'est élevée à 408,1 MDt en 2023, soit un gearing de 158 %, contre un gearing de 213 % en 2022.

Le ratio Dette nette/EBITDA ne cesse de s'améliorer passant de 4,7x en 2020, à 3,3x en 2022 et 2,6x en 2023. L'endettement du cimentier devrait s'améliorer davantage sur le moyen terme.

CARTHAGE CEMENT a affiché un flux d'exploitation de 77,4 MDt. Le ratio CFO/EBITDA demeure, tout de même insuffisant, s'établissant à 0,5x, contre 0,7x une année auparavant.

Principaux agrégats financiers de CARTHAGE CEMENT sur la période 2018-2023

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dette nette	634,5	657,8	477,0	464,5	433,7	408,1
Dette nette /EBITDA	19,9	9,5	4,7	3,9	3,3	2,6
ROE	n.s	n.s	14,2%	18,8%	17,5%	21,4%
Fonds propres	-37,9	-89,2	136,0	167,5	203,1	258,3
Gearing	n.s	n.s	351%	277%	213%	158%
BFR	-95,3	-93,8	4,4	38,3	53,2	73,3

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CFO	60,6	40,7	19,8	57,0	84,9	77,4
CFO/EBITDA	1,9	0,6	0,2	0,5	0,7	0,5
CAPEX	7,9	1,6	4,8	5,8	20,0	14,2
FCF	51,5	37,8	13,9	50,8	64,9	63,1

Business plan de CARTHAGE CEMENT sur la période 2024-2028

En MDt	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TCAM
Chiffre d'affaires	431,6	527,8	570,8	614,9	662,6	714,0	10,6%
Progression	18%	22%	8%	8%	8%	8%	
Marge brute	230,3	235,1	262,5	289,5	313,7	338,5	8,0%
Progression	20%	2%	12%	10%	8%	8%	
Taux de marge brute	53,4%	44,5%	46,0%	47,1%	47,3%	47,4%	
EBITDA	156,3	162,6	187,7	212,4	233,2	255,4	10,3%
Progression	21%	4%	15%	13%	10%	10%	
Marge d'EBITDA	36,2%	30,8%	32,9%	34,5%	35,2%	35,8%	
Résultat net	55,2	65,0	94,2	117,8	128,3	153,8	22,7%
Taux de marge nette	12,8%	12,3%	16,5%	19,1%	19,4%	21,5%	

Le Free Cash Flows du cimentier s'est établi à 63,1MDt, équivalent à celui de l'année dernière.

4. PERSPECTIVES ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

Le management de CARTHAGE CEMENT a présenté lors de son Assemblée Générale Ordinaire du 26 juin 2024, un business plan s'étalant sur la période 2024-2028. Réaliste, le business plan se base sur les hypothèses suivantes :

- Un chiffre d'affaires qui devrait évoluer à un TCAM de 10,6% sur la période de 2023-2028 pour passer de 431,6 MDt en 2023 à 714,0 MDt en 2028.
- Une marge brute variant de 44,5% à 47,4% sur la période d'étude.
- Un résultat net qui devrait passer de 55,2 MDt en 2023 à 153,8 MDt en 2028, soit un taux de marge nette à terme de 21,5%.

M. Brahim SANAA, Directeur Général de CARTHAGE CEMENT, a annoncé que sur la base de ces réalisations futures, la société devrait distribuer son premier dividende en 2026 au titre de l'exercice 2025.

Il convient de préciser que l'activité export fait face à des contraintes réglementaires et juridiques liées au climat. En effet, le changement climatique est un risque stratégique touchant directement l'activité des cimentiers, qui est une activité très émettrice de CO₂. **Pour CARTHAGE CEMENT, l'exportation du ciment vers les marchés de l'Union européenne**

sera soumise à une taxe carbone par le biais du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF), actuellement en phase transitoire et sera effectivement adopté à partir de 2026. Pour faire face à ces contraintes réglementaires, le cimentier a mis en place un processus d'évaluation des émissions de gaz à effet de serre générées par ces activités et vise l'élaboration d'un bilan carbone essentiel aussi bien à la conformité réglementaire qu'à la mise en place d'une stratégie de réduction des émissions de CO₂. En 2023, CARTHAGE CEMENT a évalué, pour la première fois, son empreinte carbone relative à l'activité de ciment, prenant en compte les émissions directes du SCOPE 1 et indirectes du SCOPE 2. Les résultats ont révélé une intensité carbone d'environ 870 Kg CO₂eq par tonne de ciment produit. Bien que ce résultat soit acceptable, il nécessite la mise en œuvre d'un plan d'action pour réduire ces émissions de gaz à effet de serre.

Le management de CARTHAGE CEMENT a précisé que les marchés de la France et de l'Albanie présentent un vrai relais de croissance pour l'activité export. En ce qui concerne le marché américain, le management a précisé que CARTHAGE CEMENT devrait avoir l'accréditation du laboratoire pour son ciment produit en juillet 2024 et reprendra ses activités d'exportation au quatrième trimestre de l'année en cours.

Au 30 juin 2024, le cimentier a réalisé un résultat net de 35,5 MDt, en forte progression de 48% par rapport à juin 2023. Durant la première moitié de l'année en cours, le chiffre d'affaires du cimentier n'a progressé que de 2% pour atteindre 213 MDt. Sur l'activité du ciment, CARTHAGE CEMENT a aug-

menté ses revenus de 3,5%, malgré la baisse de 30% des revenus export, principalement due à la décision de l'entreprise de suspendre les exportations de clinker. Sur le marché tunisien, le chiffre d'affaires a progressé de 10%. CARTHAGE CEMENT a pu maintenir une part de marché totale de 26%. La marge d'EBITDA du cimentier s'est hissée de 13% à 82,8 MDt. Le cimentier a vu son taux de marge d'EBITDA augmenter de 3,7 points de pourcentage à 38,9%.

En bourse, le titre CARTHAGE CEMENT a gagné 14,2% (en date du 31 octobre 2024) depuis le début de l'année. **Valorisé à 773,2 MDt, CARTHAGE CEMENT affiche des niveaux de valorisation attractifs, soit un PER 2024e de 10,7x et un VE/EBITDA 2024e de 6,8x**, des niveaux de valorisation moins chers que la moyenne de ses pairs, régionaux et internatio-

naux, notamment en termes de PER. En termes de multiples d'EBITDA même si les valorisations sont similaires à ses pairs CARTHAGE CEMENT traverse un point bas d'activité, ce qui n'est pas le cas des autres pays de l'échantillon.

Le cimentier, qui a réussi sa restructuration opérationnelle, a dépassé, en termes de rentabilité, les objectifs de 2023 de son business plan avancé lors de son AGO de l'an dernier. En dépit du contexte inflationniste qui sévit, la rentabilité opérationnelle a été au rendez-vous. Nous pensons que le cimentier sera en mesure de concrétiser les objectifs du BP qu'il a présenté lors de l'AGO de 2024. Sous-évalué, le titre CARTHAGE CEMENT présente un fort potentiel à la hausse.

Nous recommandons le titre à «l'achat».

États de résultat de CARTHAGE CEMENT

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TCAM 2018 2023	2023 Budget	Tx réel° 2023 vs. Budget	2024e	2025p
Chiffre d'affaires	238,2	249,6	253,0	326,0	367,0	431,6	12,6%	489,8	88,1%	457,5	507,8
Progression	38%	-	1,4%	28,9%	12,6%	17,6%				6%	11%
Marge brute	79,0	114,8	154,5	183,1	192,2	230,3	23,8%	218,2	105,5%	245,0	264,2
Progression	15%	-	34,7%	18,5%	4,9%	19,8%				6%	8%
Taux de marge brute	33%	46,0%	61,1%	56,2%	52,4%	53,4%		55%		54%	52,0%
EBITDA	31,9	68,9	100,7	118,5	129,6	156,3	37,4%	147,8	105,8%	165,6	177,4
Progression	17%	-	46,1%	17,7%	9,3%	20,6%				6%	7%
Marge d'EBITDA	13%	27,6%	39,8%	36,4%	35,3%	36,2%		30%		36%	34,9%
Charges financières nettes	65,1	72,7	57,0	43,9	45,9	45,6	-6,9%	48,0	95,0%	42,9	40,6
Progression	32%	-	-21,6%	-23,0%	4,5%	-0,6%				-6%	-6%
Résultat net	-76,0	-51,3	19,4	31,5	35,7	55,2		50,9	108,4%	72,2	84,1
Taux de marge nette	-32%	-21%	7,7%	9,7%	9,7%	12,8%		10%		16%	17%

Sources : États financiers de CARTHAGE CEMENT et estimations de TUNISIE VALEURS.

Les comparables boursiers internationaux de CARTHAGE CEMENT

Société	Pays	VE/Revenus 2024e(x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PER 2024e (x)	P/B 2024e(x)
CARTHAGE CEMENT	Tunisie	2,5	6,8	10,7	2,3
LAFARGE HOLCIM MAROC	Maroc	5,3	12,6	25,8	n.a
CIMENTS DU MAROC SA	Maroc	0,4	2,4	21,3	n.a
DANGOTE CEMENT PLC	Niger	3,5	9,0	14,5	2,4
LAFARGE AFRICA PLC	Niger	1,0	3,0	10,4	1,2
TANZANIA PORTLAND CEMENT PUBLIC LTD CIE	Tanzanie	1,2	4,1	7,1	2,0
PPC LTD	South Africa	0,6	2,2	1,7	n.a
VICAT SA	France	0,8	4,4	6,6	0,6
TITAN CEMENT INTERNATIONAL SA	Belgique	1,1	6,1	8,0	1,3
Moyennes des pairs		1,7	5,5	11,9	1,5

* Indicateurs calculés sur la base du cours boursier au 31 octobre 2024.

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



SOTUVER

L'ambitieux industriel n'est pas au bout de ses investissements

Points clés

- En 2023, le chiffre d'affaires consolidé de la SOTUVER a atteint un nouveau record, s'établissant à 262,4 MDt, soit une hausse substantielle de 68% par rapport à 2022 et un taux de croissance annuel moyen de 22,4% sur la période 2018-2023. La marge d'EBITDA s'est hissée de 130% pour s'établir à 114,8 MDt. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 11,8 points de pourcentage à 43,8%. Le résultat net part du groupe a atteint 46,6 MDt contre 29,9 MDt une année auparavant, soit une progression de 56%. La marge nette part du groupe de l'industriel a perdu 1,3 point de pourcentage à 17,8%. Il convient de rappeler que SGI, la nouvelle entité exportatrice, est désormais détenue à hauteur de 65,2%. En 2023, le ROE du groupe s'est amélioré de 7 points de pourcentage pour atteindre 43%.
- La SOTUVER n'a pas d'autre choix que de continuer à investir pour pérenniser ses activités et assurer sa croissance. L'industriel s'est déjà engagé dans la reconstruction du deuxième four, qui est arrivé à sa fin de vie. La construction dudit four dure 70 jours et nécessite un investissement de l'ordre de 45 MDt. Le management a également précisé que la reconstruction du premier four est prévue en 2026.
- Le verrier a distribué un dividende de 0,550 Dt au titre de l'exercice 2023, équivalent à celui de l'année dernière, offrant un rendement en dividende en 2023 de 4,5%.
- Valorisé à 477,7 MDt, soit un PER 2024e de 12,2x et un VE/EBITDA 2024e de 6,2x, le titre SOTUVER affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux. Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe, et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur. Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.

1. PRÉSENTATION DE LA SOTUVER

Créée par l'État tunisien, en 1963, pour répondre aux besoins du pays en bouteille, la SOTUVER est depuis le leader national dans la production d'articles en verre creux. D'autres unités sont spécialisées dans ce type de verre, mais sont plutôt orientées vers d'autres produits autres que les bouteilles à savoir : la VERRERIE DE NAÂSSEN (entrée en exploitation en 1980) et la VERRERIE KHOUJA et l'UNIVERS (entrées en exploitation en 2000).

Privatisée depuis 1996, puis rachetée par la famille BAYAH, la SOTUVER, est rapidement devenue un acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée (plus de 200 références) et une expertise reconnue depuis plusieurs années. Les ventes de l'embouteilleur sont essentiellement destinées au

Actionnariat (au 20.06.2024)

COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT*	65,3%
LLOYD TUNISIEN	8,3%
SOCIÉTÉ INDINVEST SICAF	6,4%
AUTRES ACTIONNAIRES	20,1%

* Holding familiale du groupe BAYAH.

Cours (au 31.10.2024)

12,170 Dt

► **ACHETER (+)**

ROE CONSOLIDÉ 2023

43%



conditionnement des produits agroalimentaires (notamment les eaux minérales, les boissons gazeuses, les huiles et les boissons alcoolisées).

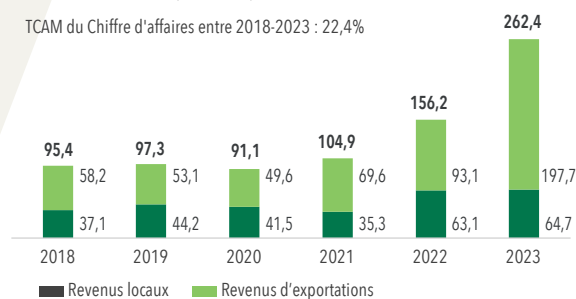
Dès sa privatisation, la société a atteint des jalons très importants. De majeurs événements ont été décisifs pour le développement de l'industriel y compris :

1. La conduction, depuis 2009, d'un vaste plan de restructuration pour un investissement total de 45 MDt, 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 8,5 MDt 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 21,1 MDt ayant pour but d'augmenter la capacité de production, de réviser les machines existantes et d'améliorer la qualité des produits.

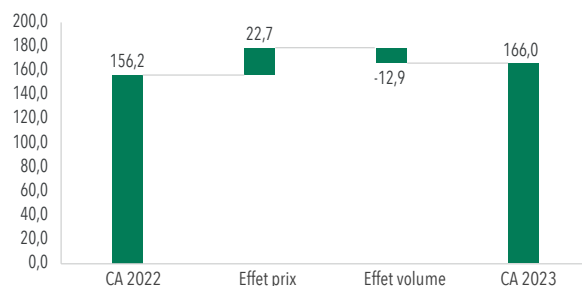
Ambitieuse, la SOTUVER n'est pas au bout de ses investissements. Affrontant un problème de sous-capacité face aux besoins mondiaux grandissants en emballage en

Répartition du chiffre d'affaires du groupe SOTUVER entre 2018-2023 (en MDt)

TCAM du Chiffre d'affaires entre 2018-2023 : 22,4%



Décomposition du CA de la société mère en 2023 (en MDt)

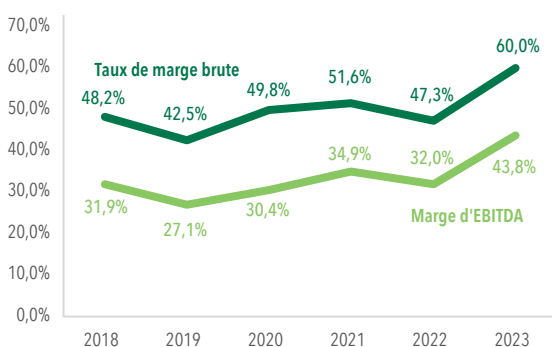


La verrerie s'est engagée dans la réalisation d'une nouvelle usine « SOTUVER GLASS INDUSTRIES » totalement exportatrice, d'une capacité de 300 tonnes par jour, soit la capacité actuelle de l'embouteilleur, pour un investissement de 130 MDt, dont 68 MDt en capital social. Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 65,2 % par SOTUVER SA, est entrée en exploitation depuis janvier 2023.

verre creux, la verrerie s'est engagée dans 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 130 MDt, dont 68 MDt en capital social. Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 65,2 % par SOTUVER SA, est déjà entrée en exploitation depuis décembre 2022. Il convient de préciser que, 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 après avoir obtenu, en 2022, l'accord de principe pour la réalisation d'une centrale photovoltaïque de puissance 10 MWc (sise à Kairouan, pour un coût global estimé à 20 MDt) pense plutôt s'orienter vers la cogénération et la trigénération. Selon le management, ce procédé répond mieux que l'énergie solaire aux nouveaux besoins énergétiques du groupe et permet une production combinée de chaleur, d'électricité et de froid simultanément, sans intermittences, ni coupures.

Évolution du taux de marge brute et du taux de marge d'EBITDA consolidés de la SOTUVER



2. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2023

2.1 Des revenus records boostés par la nouvelle dimension export de « SGI »

En 2023, le chiffre d'affaires consolidé de la SOTUVER a atteint un nouveau record, s'établissant à 262,4 MDt, soit une hausse substantielle de 68 % par rapport à 2022 et un taux de croissance annuel moyen de 22,4 % sur la période 2018-2023.

En effet, en 2023, les ventes à l'export de l'industriel ont plus que doublé pour s'élever à 197,7 MDt contre 93,1 MDt une année auparavant, et ce, grâce à l'entrée en exploitation, depuis janvier 2023, de la nouvelle entité exportatrice «SGI». Les ventes locales, quant à elles, ont légèrement progressé de 2,5 % pour s'établir à 64,7 MDt.

Grâce à l'entrée en exploitation de «SGI» sur l'année pleine 2023, le groupe SOTUVER confirme son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec 75 % de ses ventes à l'export, contre 60 % des ventes à l'export l'année précédente.

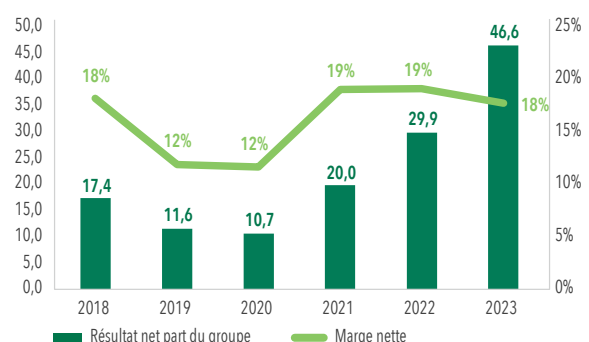
En 2023, le chiffre d'affaires de la société SOTUVER SA a augmenté de 6,3 % à 166 MDt. Cette décélération de la croissance s'explique par une légère baisse du tirage brut du verrier en raison de l'arrivée du deuxième four à sa fin de vie. En effet, la production nette globale a baissé de 8 % pour s'établir à 81 044 tonnes en 2023.

Cette modeste progression traduit un effet prix favorable ayant généré une hausse de 22,7 MDt, notamment que l'embouteilleur a révisé à la hausse, durant 2023, son prix de vente moyen de 15,8 %. La baisse du volume des ventes a causé un manque à gagner de 12,9 MDt.

2.2 Une amélioration notable des marges

Grâce à la baisse des prix de ses intrants notamment celui du bicarbonate de soude et à une meilleure optimisation de son outil de production notamment avec l'entrée en exploitation de la nouvelle entité, l'industriel a vu sa rentabilité atteindre des seuils inédits. La marge brute du verrier s'est envolée de 113,3 % franchissant, ainsi, pour la première fois, la barre de 100 MDt pour s'établir à 157,5 MDt. Ainsi, le taux de marge brute s'est bonifié de 12,7 points de pourcentage à 60 %. La marge d'EBITDA s'est hissée de 130 % pour s'établir à 114,8 MDt.

Évolution du résultat net part du groupe (en MDt) et de la marge nette part du groupe SOTUVER



Principaux agrégats financiers consolidés du groupe SOTUVER

Chiffres consolidés En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CAF	26,6	20,8	21,6	30,1	41,0	94,3
Variation du BFR	-5,6	-3,3	-27,1	-62,2	22,9	112,1
Flux d'exploitation	21,0	17,5	33,2	114,0	18,1	-17,8
Capex	-5,8	-24,2	-20,5	-105,2	-64,8	-29,4
Free Cash Flow	15,2	-6,7	12,7	8,9	-46,7	-47,2
Capitaux propres	66,8	69,9	114,8	146,9	162,6	197,5
Dette nette	27,9	43,2	35,4	37,5	109,0	193,3
Gearing	42%	62%	31%	26%	67%	98%
ROE	30%	18%	16%	28%	36%	43%
ROCE	21%	15%	12%	15%	15%	25%
Marge nette	5,50%	6,00%	6,20%	7,00%	7,00%	20,6%

Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 11,8 points de pourcentage à 43,8%.

En 2023, le résultat net consolidé a connu une ascension fulgurante de 127% à 66,2 MDt, contre 29,1 MDt en 2022. Par conséquent, la marge nette du groupe s'est bonifiée de 6,7 points de pourcentage à 25,3%. Toutefois, le résultat net part du groupe s'est accru de 56% pour atteindre 46,6 MDt contre 29,9 MDt une année auparavant. La marge nette part du groupe a perdu 1,3 point de pourcentage à 17,8%. Il convient de rappeler qu'en 2023, la nouvelle entité exportatrice a été détenue à hauteur de 30%. En 2023, le ROE du groupe s'est amélioré de 7 points de pourcentage pour atteindre 43%.

Il convient de préciser que le résultat net de la nouvelle entité exportatrice (qui a atteint déjà sa capacité de croisière au terme de sa première année d'exploitation) est estimé en 2023 aux alentours de 28 MDt.

2.3 Une assise financière toujours solide

L'injection de fonds de la part des minoritaires, et ce depuis 2020, relative au financement du capital de la nouvelle entité exportatrice couplée à l'amélioration de la rentabilité du verrier, a permis de renforcer les fonds propres du groupe qui se sont élevés à 197,5 MDt en 2023 contre 162,6 MDt en 2022.

Grâce à la baisse des prix de ses intrants et à une meilleure optimisation de son outil de production notamment avec l'entrée en exploitation de la nouvelle entité, l'industriel a vu sa rentabilité atteindre des seuils inédits.

Fin 2023, la dette nette du groupe SOTUVER a augmenté considérablement, s'élevant à 193,3 MDt, contre 109 MDt une année auparavant. Le gearing du groupe est passé de 67% en 2022 à 98% en 2023, un niveau qui demeure soutenable au vu de l'amélioration de la rentabilité du groupe.

L'endettement a servi, en partie, au financement des investissements réalisés en 2023 qui se sont élevés à 29,6 MDt et ont porté principalement sur l'acquisition de nouveaux matériels et la rénovation de l'outil de production pour une valeur de 13,3 MDt, et le rachat d'une partie des actions de sa filiale SOTUVER GLASS INDUSTRIES (SGI) pour une somme de 15,8 MDt. Par conséquent, la part de la SOTUVER dans le capital de SGI s'est établie à 30% à fin 2023, contre un taux de 11% lors de la constitution de la société.

2.4 Une génération de cash-flow altérée par un cycle d'exploitation moins favorable

Le groupe a affiché en 2023, un flux d'exploitation négatif de -17,8 MDt et ce, en dépit de l'amélioration de sa rentabilité. En effet, le Besoin en Fonds de Roulement du groupe a augmenté de 112,1 MDt, en raison d'un cycle d'exploitation moins favorable marqué par la constitution d'un stock considérable pour la reconstruction du deuxième four. En 2023, le Free Cash-Flow a été négatif de -47,2 MDt contre un Free Cash-Flow négatif de -46,7 MDt une année auparavant.

3. PERSPECTIVES ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

L'année 2024 a été pleine de défis. Le management de SOTUVER n'a pas d'autres choix que de continuer à investir pour pérenniser ses activités et assurer sa croissance. La SOTUVER s'est déjà engagée dans la reconstruction du deuxième four, qui est arrivé à sa fin de vie. La construction dudit four dure

Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	EV/Revenus 2024e (x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PER 2024e (x)
SOTUVER	Tunisie	2,2	6,2	12,2
SHANDONG LINUO TECHNICAL GLASS CO LTD	Chine	2,8	13,6	24,5
BG CONTAINER GLASS PUBLIC CIE LTD	Thaïlande	1,1	7,1	13,5
ZIGNAGO VETRO SPA	Italie	1,9	7,2	14,3
JIANGSU XIUQIANG GLASSWORK CIE LTD	Chine	1,4	7,6	12,7
ARISAWA MFG. CIE LTD	Japon	1,0	11,7	13,5
OCEAN GLASS PUBLIC CIE LTD	Thaïlande	nd	nd	nd
Moyenne des pairs	-	1,7	9,4	15,7

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

États financiers consolidés de la SOTUVER

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
Revenus	95,4	97,3	91,1	104,9	156,2	262,4	249,2	286,6
Progression	-	2,1 %	-6,4 %	15,2 %	48,9 %	68,0 %	-5,0 %	15,0 %
Marge brute	46,0	41,4	45,4	54,1	73,8	157,5	149,6	172,1
Progression	-	-9,9 %	9,6 %	19,2 %	36,4 %	113,3 %	-5,0 %	15,0 %
Taux de marge brute	48,2 %	42,5 %	49,8 %	51,6 %	47,3 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
EBITDA	30,4	26,3	27,7	36,6	49,9	114,8	108,8	125,5
Marge d'EBITDA	31,9 %	27,1 %	30,4 %	34,9 %	32,0 %	43,8 %	43,7 %	43,8 %
Progression	-	-13,4 %	5,2 %	32,2 %	36,3 %	129,9 %	-5,2 %	15,3 %
Résultat net part de groupe	17,4	11,6	10,7	20,0	29,9	46,6	39,0	53,4
Progression	-	-33,1 %	-8,5 %	87,6 %	49,6 %	56,0 %	-16,3 %	36,8 %
Marge nette	18,3 %	12,0 %	11,7 %	19,1 %	19,1 %	17,8 %	15,7 %	18,6 %

Sources : États financiers consolidés de SOTUVER et prévisions de TUNISIE VALEURS.

La SOTUVER a engagé, au cours des neuf premiers mois de 2024, un programme d'investissements ambitieux totalisant 75,4 MDt. Ces investissements importants témoignent de l'engagement de la SOTUVER dans sa croissance à long terme.

70 jours. Le management a également précisé que la reconstruction du premier four est prévue en 2026.

Au terme du premier semestre de l'année en cours, le leader de l'industrie du verre en Tunisie a annoncé un chiffre d'affaires en fort repli de 40% à 48,7 MDt. Le résultat net du verrier a accusé une chute de 71% à 6,3 MDt, contre 21,1 MDt à fin juin 2023. Il convient de préciser que les résultats individuels ne tiennent pas compte des réalisations de la nouvelle entité exportatrice «SGL», qui produit l'équivalent de la société mère. En effet, la société a procédé, entre le 17 avril et le 16 juillet 2024, à la reconstruction du deuxième four qui fournit 50% de la production. En incluant les ventes de la filiale SGL, le chiffre d'affaires consolidé de la SOTUVER à fin septembre 2024, serait de 164,5 MDt, soit une baisse de 11% par rapport à la même période de l'année 2023.

La SOTUVER a engagé, au cours des neuf premiers mois de 2024, un programme d'investissements ambitieux totalisant 75,4 MDt. Le principal volet de ce programme d'investissements concerne la rénovation du premier four et la modernisation de ses outils de production ainsi que la reconstruction du deuxième four de l'usine. Cette opération s'inscrit dans le cadre du processus normal de l'exploitation des fours verriers, qui nécessite une rénovation complète tous les dix ans. Dans le cas du four n°2, cette rénovation interviendra après onze années d'exploitation. Ces investissements, d'une valeur de 45,7 MDt, permettront à la SOTUVER d'améliorer son efficacité opérationnelle et sa maîtrise technique afin de pouvoir pénétrer de nouveaux marchés conformément à la politique et stratégie commerciale 2025/2030. La compagnie a également procédé au rachat d'une partie des actions de sa filiale SGL pour une somme de 18,1 MDt. Cette opération porte la participation de la SOTUVER dans le capital de SGL à 65,2%, contre 30% au 31 décembre 2023. Ces investissements importants témoignent de l'engagement de la SOTUVER dans sa croissance à long terme.

Selon le management, la société SOTUVER compte renforcer sa participation dans la nouvelle entité exportatrice et la détenir à hauteur de 100% au terme de 2026, date de sortie des SICARs.

En 2024, nous nous attendons à une baisse contenue de 5% du chiffre d'affaires consolidé pour s'établir à 250 MDt. Le résultat net part du groupe devrait, quant à lui, se replier de 16,3% à 39 MDt selon nos estimations, soit une marge nette en baisse de 2,1 points de pourcentage à 15,7%. Il convient de préciser que le groupe SOTUVER opère dans des zones de développement régional et, qu'à ce titre, il n'est pas concerné par le relèvement de l'impôt sur les sociétés de 15% à 20% prévu dans le cadre du projet de la Loi de Finances de 2025. Le taux d'imposition du groupe serait ainsi plafonné à 10%.

En bourse, le titre SOTUVER se retrouve parmi les titres les plus échangés sur le marché, suscitant ainsi l'intérêt des investisseurs. Saluant les bonnes réalisations de l'industriel, le cours de l'action du spécialiste en verre creux s'est hissé de 6% depuis le début de l'année en cours.

La société a décidé de distribuer un dividende de 0,550 Dt au titre de l'exercice 2023, équivalent à celui de l'année dernière, offrant un rendement en dividende en 2023 de 4,5%.

Valorisé à 477,7 MDt, soit un PER 2024e de 12,2x et un VE/EBITDA 2024e de 6,2x, le titre SOTUVER affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux. Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur.

Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.



TPR

Une valeur qui surfe sur la conjoncture et continue d'investir

Points clés

- En 2023, opérant dans un contexte opérationnel local marqué par un secteur du bâtiment en berne, l'extrudeur d'aluminium a affiché des revenus stables par rapport à 2022. Le chiffre d'affaires du groupe s'est élevé à 288 MDt, soit une légère progression annuelle de +1,1%. Tirant profit du contexte baissier du cours international de l'aluminium en 2023, TPR a témoigné d'une notable amélioration de sa rentabilité. Le taux de marge brute s'est bonifié de 4,6 points de pourcentage à 36,1%. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 4 points de pourcentage à 21,4%. Le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium s'est hissé de 42,7% à 41,3 MDt. Le taux de marge nette a pris 4,2 points de pourcentage à 14,4%.
- Selon le management du groupe TPR, le résultat net attendu de la société mère passera de 29 MDt en 2023 à 32 MDt en 2024. Le management de TPR voit l'avenir avec beaucoup d'optimisme, au vu du potentiel de croissance de ses activités en Algérie. De même, l'entrée en exploitation des deux nouvelles entités TPR COLOR et TPR ANODAL augmenterait sensiblement la capacité de production du groupe à partir de 2026 et augurerait de nouvelles perspectives de croissance pour le groupe.
- Valorisé à 297,5 MDt, soit un PER 2024e de 7,2x et un VE/EBITDA 2024e de 4,0x, le titre TPR affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux. La poursuite de la croissance du groupe nous pousse à réitérer notre opinion à « l'Achat » sur le titre TPR.

1. 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 BAYAH, un des groupes privés les plus diversifiés en Tunisie, présent dans l'agroalimentaire (SICAM), la distribution (MAGASIN GÉNÉRAL), la finance (ATB, LLYOD), la gestion de parkings (TPS), l'industrie (SOTUVER)... La société dispose de deux sites de production (à Mégrine et à 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 variant entre 55% et 60%) fruit d'une qualité de produits inégalée et reconnue par les professionnels.

Le groupe TPR est bien positionné sur les marchés exports, particulièrement européens, qui lui offrent un contexte de change favorable. Le groupe ne néglige pas non plus les mar-

Actionnariat (au 28.05.2024)

COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT*	37,3%
FAMILLE BAYAH	35,5%
LLOYD TUNISIEN	8,7%
AUTRES ACTIONNAIRES	18,5%

* La holding familiale du groupe BAYAH

Cours (au 31.10.2024)

5,950 Dt

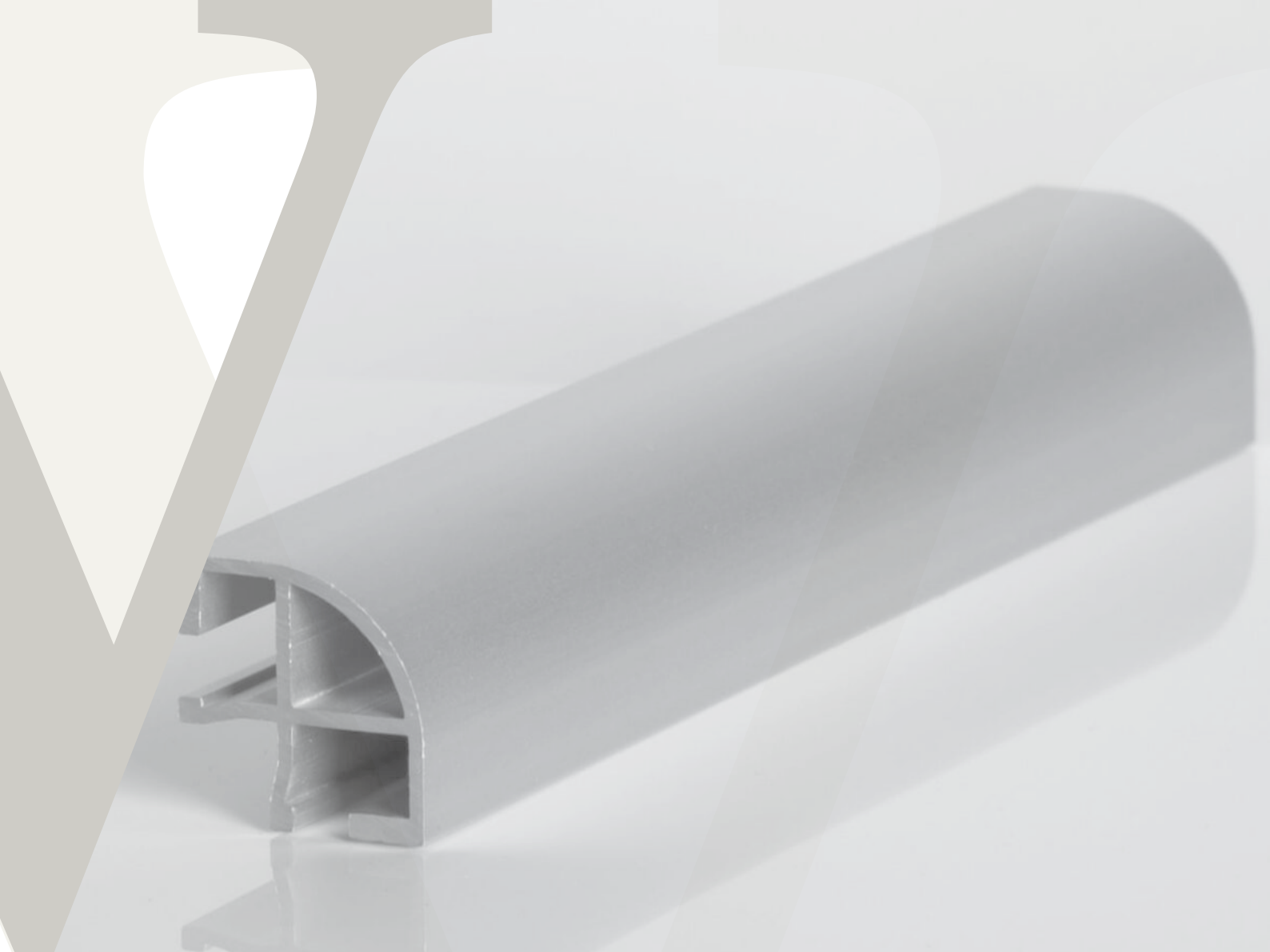
▶ ACHETER (+)

ROE CONSOLIDÉ 2023

27,3%

chés maghrébins (l'Algérie notamment) sur lesquels il profite d'une notoriété historique. Le marché export constitue à la fois un relais de croissance et un moyen pour se prémunir contre le risque de change.

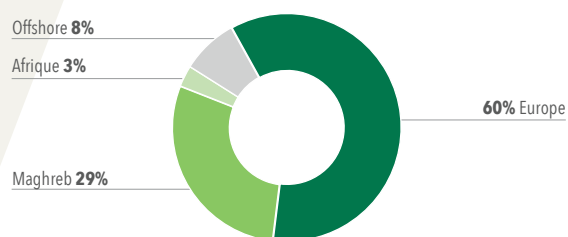
D'une simple société industrielle, TPR est devenue en quelques années un groupe de profilés, intégré en amont et en aval. Une physionomie fruit d'une stratégie de croissance externe matérialisée par la création de onze filiales, dont prin-



cipalement : • **ALUFOND** (créée en 2010 – investissement de 3 MDt). Il s'agit d'une fonderie située à Jbel Ouest permettant de recycler les déchets d'aluminium • **ALUCOLOR** (créée en 2013 – investissement de 1 MDt). La société est spécialisée dans le traitement de surfaces • **LAVAAL INTERNATIONAL** (créée en 2012 – investissement de 0,9 MDt). Implantée en Italie et spécialisée dans la fabrication d'accessoires en aluminium • **METECNAL** (créée en 2013 – investissement de 2,3 MDt) implantée en Italie, cette société est spécialisée dans la fabrication d'accessoires pour l'industrie des fluides • **PROFAL MAGHREB** (créée en 2008 – investissement de 7,3 MDt. le projet phare du groupe TPR qui est à l'origine 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 hauteur de 100 % par la maison mère.

Au courant de 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 d'aluminium • **TPR ANODAL** spécialisée dans le traitement de surface par anodisation. **Seule la société TPR GLASS a été opérationnelle depuis 2022. L'entrée en exploitation des deux autres entités (TPR ANODAL et**

Répartition des ventes à l'export de la ste TPR en 2023



TPR COLOR) a pris du retard en raison de problèmes fonciers qui ont duré 3 ans. Le Président du Conseil d'Administration a précisé que ces problèmes ont été résolus et que ces deux entités seront opérationnelles courant le deuxième semestre de 2026. L'investissement dans ces deux entités coûterait la somme de 40 MDt et permettrait d'avoir une capacité de production équivalente à celle de la société mère TPR en termes de traitement de surface. Certaines activités de TPR seront re-déployées vers ce nouveau site sis à Béja.

2. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2023

2.1 Des revenus stables

En 2023, opérant dans un contexte local opérationnel difficile, marqué par un secteur du bâtiment en berne, l'extrudeur

d'aluminium a affiché des revenus quasiment stables par rapport à 2022. Le chiffre d'affaires du groupe s'est monté à 288 MDt, soit une légère progression annuelle de 1,1%. Cette modeste croissance traduit une baisse des ventes locales (-5,3% à 122,8 MDt) et une amélioration des ventes à l'export (+6,5% à 165,2 MDt).

En 2023, le groupe TPR a poursuivi ses efforts de renforcement des ventes à l'export, ayant représenté 57,3% du chiffre d'affaires total du groupe contre 54,7% du chiffre d'affaires un an auparavant. Des ventes réalisées essentiellement sur les marchés européens (60% des ventes à l'export) à forte valeur ajoutée et sur le marché algérien (36,3% des ventes à l'export). En effet, les marges à l'export sont immunisées, du fait notamment d'un prix de vente indexé sur le cours du LME, ce qui n'est pas le cas pour les prix de vente sur le marché local.

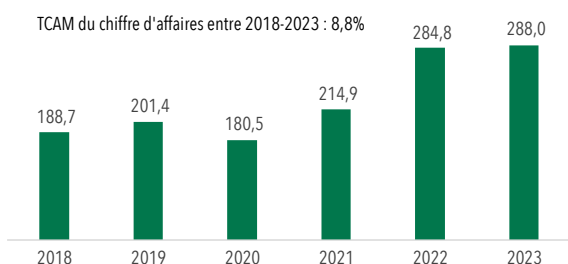
Le management de TPR a précisé que la filiale algérienne PROFAL MAGHREB est devenue un acteur de référence en Algérie, et ce, en dépit de l'existence de 11 opérateurs concurrents. En 2024, PROFAL MAGHREB a réalisé un chiffre d'affaires de 60 MDt et un résultat net de 13 MDt, soit une marge nette de 21,6%. Le management a précisé que la filiale possède une structure de coût inférieure à celle de la maison mère, car elle bénéficie notamment de son support technique. Le Président du Conseil d'Administration a exprimé sa confiance quant à l'évolution de l'activité sur le marché algérien, compte tenu du fait que les produits TPR jouissent d'une bonne notoriété.

2.2 Des marges en nette amélioration

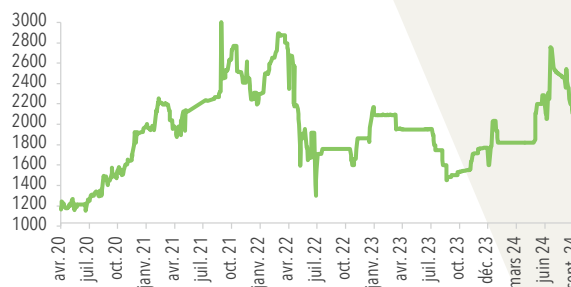
Tirant profit du contexte baissier du cours international de l'aluminium en 2023, l'extrudeur a témoigné d'une notable amélioration de sa rentabilité. La marge brute de l'extrudeur s'est hissée de 15,7% franchissant, pour la première fois, la barre de 100 MDt pour s'établir à 103,9 MDt, et ce, grâce à la baisse du cours international de l'aluminium. Le groupe a vu le coût de ses achats consommés chuter de 21% courant 2023. Ainsi, le taux de marge brute s'est bonifié de 4,6 points de pourcentage à 36,1%. La marge d'EBITDA s'est établie à 61,5 MDt, en nette progression de 24,1%. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 4 points de pourcentage à 21,4%.

En 2023, porté par l'amélioration des marges, le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium s'est hissé de 42,7% à 41,3 MDt. Le taux de marge nette a pris de 4,2 points de pourcentage pour s'établir à 14,4%. Le ROE consolidé du groupe a augmenté de 6 points de pourcentage à 27,3%.

Évolution du chiffre d'affaires du groupe TPR (en MDt)

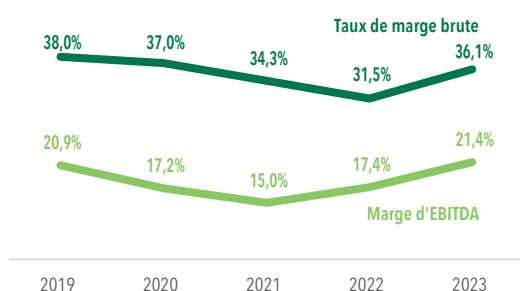


Évolution du prix de l'aluminium LME (\$/tonne)



Source : LME.

Évolution du taux de la marge brute et de la marge d'EBITDA



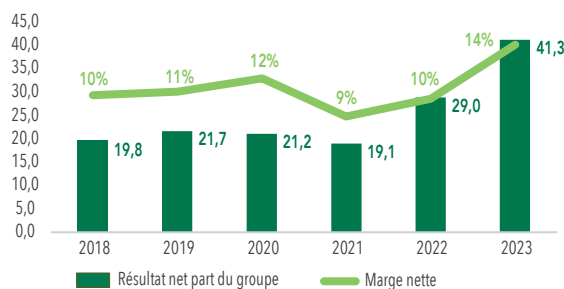
2.3 Une assise financière solide

Comme à l'accoutumée, le groupe TPR affiche une assise financière solide. En 2023, la dette nette du groupe s'est retrouvée en territoire négatif, s'établissant à -23,5 MDt contre une dette nette positive de 20,3 MDt à fin 2022. En 2023, le groupe a témoigné d'une baisse de 7,4% de son Besoin en Fonds de Roulement (BFR) à 114,6 MDt, et ce, grâce essentiellement à la baisse du coût des achats consommés. Le BFR reste maîtrisé, représentant 39,8% du chiffre d'affaires contre 43,5% en 2022.

2.4 Une génération de cash-flow en nette amélioration

À fin 2023, alimenté par l'amélioration de la rentabilité de l'extrudeur et la baisse du BFR, le groupe a connu une notable amélioration de son flux d'exploitation, s'élevant à 67,3 MDt, contre uniquement 2,5 MDt une année auparavant et 7,5 MDt en 2021. Le ratio CFO/EBITDA s'est établi enfin à un niveau acceptable, passant de 0,1x en 2022 à 1,1x en 2023. En 2023, le Free Cash Flow a été positif de 61,2 MDt contre un FCF négatif de -17,1 MDt une année auparavant.

Évolution du résultat net part du groupe (en MDt) et de la marge nette du groupe TPR



Évolution de la situation en cash du groupe TPR (2018-2023)

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Flux d'exploitation	6,6	13,3	42,0	7,5	2,5	67,3
CFO/EBITDA	0,2	0,3	1,4	0,2	0,1	1,1
Free Cash Flow	-1,6	14,3	37,4	2,6	-17,1	61,2

Principaux agrégats financiers consolidés du groupe TPR (2018-2023)

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BFR	101,8	118,4	95,3	89,2	123,8	114,6
BFR/CA	54,0%	58,8%	52,8%	41,5%	43,5%	39,8%
Variation BFR	19,7	16,6	-23,1	-6,1	34,6	-9,2
Investissements	-8,2	1,0	-4,6	-4,9	-19,7	-6,1
Dettes nettes	49,2	46,9	3,2	-9,0	20,3	-23,5
Gearing	43,5%	38,2%	2,3%	-6,2%	12,6%	-12,2%
ROE	21,9%	21,6%	18,8%	15,7%	21,3%	27,3%

3. PERSPECTIVES ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

En 2023, l'extrudeur d'aluminium a tiré profit de la baisse du cours de l'aluminium pour afficher un niveau de rentabilité inédit, et ce, malgré la décélération de la croissance des ventes locales du fait d'un secteur immobilier en berne.

À fin juin 2024, le chiffre d'affaires de la société TPR s'est replié de 7,5 % à 95,6 MDt. Ce repli traduit une baisse des ventes à l'export de 21 % à 34,8 MDt et une stabilisation des ventes sur le marché local à 60,7 MDt. L'extrudeur est en train de rattraper progressivement le retard dans l'exécution des commandes enregistrées au premier trimestre 2024. Ce retard trouve son origine dans les perturbations des approvisionnements en matières premières en provenance des pays arabes du Golfe. L'extrudeur a réussi à améliorer son taux de marge d'EBITDA de 1,4 point à 21,5 %. À fin juin 2024, le résultat net de la société mère s'est hissé de 6,7 % à 14,7 MDt. Grâce à la bonne tenue des ventes de la société durant le T3 2024 (+14 % à 48,1 MDt), l'extrudeur a réussi à rattraper en grande partie le retard dans l'exécution des commandes, enregistré au 1^{er} semestre de 2024. À fin septembre 2024, le chiffre d'affaires de la société TPR s'est élevé à 143,7 MDt, en léger retrait de 1 % par rapport à la même période en 2024.

Selon l'équipe de direction du groupe TPR, le résultat net attendu de la société mère passera de 29 MDt en 2023 à 32 MDt en 2024. Le management de TPR voit l'avenir avec beaucoup d'optimisme, au vu du potentiel de croissance de ses activités sur le marché algérien. De même, l'entrée en exploitation des deux nouvelles entités TPR COLOR et TPR ANODAL augmenterait sensiblement la capacité de production du groupe en termes de traitement de surface à partir du second semestre 2026 et augurerait de nouvelles perspectives de croissance.

En 2024, pour ce qui est des chiffres consolidés, nous nous attendons à une croissance modérée de 5 % du chiffre d'affaires

Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/ Ventes 2024e (x)	VE/ EBITDA 2024e (x)	P/E 2024e (x)
TPR	Tunisie	0,9	4,0	7,2
ALUMINIUM DU MAROC	Maroc	0,8	7,7	31,9
NATIONAL ALUMINIUM CO LTD	Inde	2,1	11,0	20,1
NIPPON LIGHT METAL HOLDING CO	Japon	0,5	6,9	15,2
YUNNAN ALUMINIUM CO LTD	Chine	1,1	6,7	10,8
HINDALCO INDUSTRIES LTD	Inde	0,9	8,2	15,1
Moyenne des pairs	-	1,1	8,1	18,6

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

État de résultat consolidé de TPR

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
Chiffre d'affaires	188,7	201,4	180,5	214,9	284,8	288,0	302,4	323,5
Variation	-	6,7%	-10,4%	19,1%	32,5%	1,1%	5,0%	7,0%
dont local	116,7	107,1	102,6	96,0	129,7	122,8	125,7	134,5
Variation	-	-8,3%	-4,2%	-6,5%	35,1%	-5,3%	2,3%	7,0%
dont export	72,0	94,3	77,9	118,9	155,1	165,2	176,7	189,1
Variation	-	30,9%	-17,4%	52,7%	30,4%	6,5%	7,0%	7,0%
Marge brute	58,8	76,5	66,8	73,7	89,8	103,9	113,6	121,6
Taux de marge brute	31,0%	38,0%	37,0%	34,3%	31,5%	36,1%	37,6%	37,6%
EBITDA	28,6	42,1	31,1	32,1	49,5	61,5	68,4	72,9
Variation	-	47,1%	-26,1%	3,4%	54,1%	24,1%	11,2%	6,6%
Marge EBITDA	15,0%	20,9%	17,2%	15,0%	17,4%	21,4%	22,6%	22,5%
Résultat net part du groupe	19,8	21,7	21,2	19,1	29,0	41,3	41,6	45,8
Variation		9,4%	-2,1%	-10,2%	52,0%	42,7%	0,6%	10,3%
Marge nette	10,0%	10,8%	11,8%	8,9%	10,2%	14,4%	13,8%	14,2%

Sources : États financiers consolidés de TPR et estimations de TUNISIE VALEURS.

pour s'établir à 302,4 MDt. Selon nos estimations, le résultat net part du groupe devrait se maintenir stable, aux alentours de 42 MDt, soit une marge nette en baisse de 60 points de base à 13,8 %. Le résultat net de 2024 tient compte du relèvement de l'Impôt sur les Sociétés de 15 % à 20 % prévu dans le projet de la Loi de Finances de 2025.

En bourse, le titre TPR continue d'avoir le vent en poupe. Saluant les bonnes réalisations de l'industriel, le cours de l'action de l'extrudeur s'est hissé de 27,8 % depuis le début de l'année.

Valorisé à 297,5 MDt, soit un PER 2024e de 7,2x et un VE/EBITDA 2024e de 4,0x, le titre TPR affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux. La poursuite de la croissance du groupe nous pousse à réitérer notre opinion à «l'Achat» sur le titre TPR.

STOCK GUIDE

	Cours 15/11/2024	Nombre de titres admis	Volume hedbo	Capita- lisation boursière	Valeur d'entre- prise	VE/CA		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2023	2024e	2023	2024e	2024e	2023	2024e	2025e
1 Dt = 0,317 \$	Dt	Milliers	Millions Dt			(x)				Dt			
BIENS DE CONSOMMATION													
AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS													
SFBT	11,940	268 125	0,491	3 201	2 985	2,2	2,0	7,1	6,6	21%	1,051	1,018	1,104
POULINA G H	8,750	180 004	0,119	1 575	3 041	0,9	0,9	5,5	5,4	12%	0,720	0,717	0,828
DÉLICE HOLDING	16,200	54 907	0,338	889	972	0,7	0,7	5,4	5,4	18%	1,781	1,662	1,730
LAND'OR	10,740	13 784	0,150	148	203	0,8	0,7	9,5	8,4	7%	0,496	0,567	0,782
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL													
SAH LILAS	10,140	84 016	0,777	852	1 461	1,6	1,4	10,3	6,7	20%	0,424	0,844	1,028
EURO-CYCLES	12,200	9 801	0,176	120	192	1,8	1,7	10,1	9,4	13%	0,506	0,800	0,975
SAM	5,920	5 562	0,159	33	34	1,2	1,1	6,3	6,0	20%	0,681	0,616	0,658
NEW BODY LINE	4,690	4 250	0,002	20	12	1,1	1,2	24,6	n.s	0%	0,268	0,011	0,041
OFFICEPLAST	0,920	14 662	0,010	13	28	0,8	0,8	6,8	5,6	3%	0,011	0,037	0,047
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS													
ASSAD	0,600	24 000	0,019	14	97	0,8	0,7	34,3	8,2	neg	-0,500	-0,264	-0,267
STIP	3,340	4 208	0,003	14	99	0,7	0,7	7,4	6,6	25%	-0,373	1,188	1,426
SANTÉ													
UNIMED	7,190	32 000	0,102	230	272	2,0	1,8	6,1	5,7	15%	0,173	0,509	0,567
SIPHAT	5,500	1 800	0,000	10	153	15,5	17,4	n.s	n.s	neg	-13,973	-15,195	-16,221
SERVICES AUX CONSOMMATEURS													
DISTRIBUTION													
ENNAKL AUTOMOBILES	10,650	30 000	0,026	320	290	0,4	0,4	3,6	3,9	18%	1,344	1,355	1,534
ARTES	7,470	38 250	0,154	286	69	0,4	0,2	2,5	1,6	18%	0,704	0,975	1,033
CITY CARS	12,420	18 000	0,062	224	141	0,4	0,4	2,9	2,7	40%	1,762	1,808	1,936
SMART TUNISIE	13,510	10 123	0,141	137	232	0,6	0,5	6,4	5,4	15%	1,489	1,636	1,879
MAGASIN GÉNÉRAL	7,500	15 777	0,004	118	418	0,4	0,4	8,3	8,3	neg	-2,686	-2,868	-3,169
MONOPRIX	3,900	25 346	0,000	99	184	0,3	0,3	4,6	4,7	neg	0,040	-0,047	0,039
SOTUMAG	6,330	13 200	0,159	84	48	2,7	2,7	6,1	6,3	20%	0,580	0,538	0,554
STA	18,500	2 000	0,235	37	24	0,3	0,2	3,7	2,4	11%	0,673	1,717	1,834
UADH	0,450	36 954	0,000	17	247	n.s	n.s	n.s	n.s	neg	-1,191	-1,407	-1,488
CELLCOM	2,160	4 462	0,277	10	23	0,4	0,3	19,2	4,8	26%	0,049	0,438	0,503
VOYAGES ET LOISIRS													
TUNISAIR	0,390	106 199	0,013	41	1 041	0,9	0,8	37,2	24,2	neg	-4,426	-4,237	-4,331

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation	
2023	2024e	2025e	2024e	2023	2024e	2025e	2023	2024e	2025e	1 semaine	Début 2024		
(x)				Dt									
BIENS DE CONSOMMATION													
AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS													
11,4	11,7	10,8	2,4	0,740	0,740	0,740	6,2%	6,2%	6,2%	-0,5%	10,8%	+	SFBT
12,1	12,2	10,6	1,4	0,360	0,360	0,360	4,1%	4,1%	4,1%	-1,6%	19,2%	Cs(+)	POULINA G H
9,1	9,7	9,4	1,8	0,600	1,000	1,000	3,7%	6,2%	6,2%	-0,6%	43,6%	+	DÉSLICE HOLDING
21,6	19,0	13,7	1,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,4%	79,0%	Cs	LAND'OR
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL													
23,9	12,0	9,9	2,4	0,350	0,400	0,450	3,5%	3,9%	4,4%	1,6%	31,1%	+	SAH LILAS
24,1	15,3	12,5	2,0	0,300	0,400	0,450	2,5%	3,3%	3,7%	1,7%	-21,6%	Cs	EURO-CYCLES
8,7	9,6	9,0	1,9	0,500	0,500	0,500	8,4%	8,4%	8,4%	0,5%	45,9%	+	SAM
17,5	n.s	n.s	1,7	0,300	0,300	0,300	6,4%	6,4%	6,4%	-0,4%	-5,9%	Cs(+)	NEW BODY LINE
87,6	24,8	19,6	0,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-4,2%	-24,6%	Cs	OFFICEPLAST
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS													
n.s	n.s	n.s	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-28,6%	-	ASSAD
n.s	2,8	2,3	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-20,1%	-26,4%	-	STIP
SANTÉ													
41,5	14,1	12,7	2,1	0,000	0,500	0,500	0,0%	7,0%	7,0%	-1,5%	-3,9%	+	UNIMED
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	46,3%	-	SIPHAT
SERVICES AUX CONSOMMATEURS													
DISTRIBUTION													
7,9	7,9	6,9	1,4	0,700	0,700	0,800	6,6%	6,6%	7,5%	-2,1%	-9,2%	Cs	ENNAKL AUTOMOBILES
10,6	7,7	7,2	1,4	0,500	0,690	0,730	6,7%	9,2%	9,8%	0,0%	22,6%	Cs	ARTES
7,0	6,9	6,4	2,7	1,250	1,250	1,250	10,1%	10,1%	10,1%	-0,3%	9,5%	Cs	CITY CARS
9,1	8,3	7,2	1,3	1,050	1,050	1,100	7,8%	7,8%	8,1%	-5,1%	2,4%	+	SMART TUNISIE
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	-6,1%	Cs	MAGASIN GÉNÉRAL
97,5	n.s	98,8	2,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	-22,2%	Cs	MONOPRIX
10,9	11,8	11,4	2,4	0,520	0,500	0,500	8,2%	7,9%	7,9%	-3,4%	34,8%	Cs	SOTUMAG
27,5	10,8	10,1	1,2	1,000	1,000	1,000	5,4%	5,4%	5,4%	-2,6%	0,0%	Cs	STA
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-11,8%	-30,8%	-	UADH
44,2	4,9	4,3	1,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	6,9%	35,9%	-	CELLCOM
VOYAGES ET LOISIRS													
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-11,4%	-	TUNISAIR

STOCK GUIDE

	Cours 15/11/2024	Nombre de titres admis	Volume hedbo	Capita- lisation boursière	Valeur d'entre- prise	VE/CA		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2023	2024e	2023	2024e	2024e	2023	2024e	2025e
1 Dt = 0,317 \$	Dt	Milliers	Millions Dt			(x)				Dt			
MATÉRIAUX DE BASE													
CHIMIE													
I.C.F.	82,900	2 100	0,195	174	145	1,0	1,0	19,3	6,4	16%	3,486	8,956	8,836
AIR LIQUIDE TUNISIE	100,000	1 638	0,037	164	146	1,1	1,1	3,6	3,5	19%	14,376	14,664	14,901
ALKIMIA	18,000	3 947	0,000	71	146	0,8	0,7	27,1	52,2	neg	-10,136	-10,007	-9,754
MATIÈRES PREMIÈRES													
TPR	6,150	50 000	0,699	308	264	0,9	0,9	4,3	3,9	20%	0,827	0,832	0,917
SOTIPAPIER	5,490	28 184	0,155	155	197	2,0	1,8	1,4	12,5	3%	0,087	0,089	0,163
PÉTROLE ET GAZ													
SOTRAPIL	14,450	4 138	0,027	60	12	0,6	0,6	1,1	1,2	16%	2,149	2,114	2,597
INDUSTRIES													
BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION													
CARTHAGE CEMENT	2,250	343 625	1,708	773	1 129	2,6	2,5	7,2	6,8	18%	0,160	0,210	0,245
MPBS	11,830	10 334	0,027	122	153	1,2	0,9	13,5	7,5	13%	0,288	0,842	0,976
SOTEMAIL	2,000	34 514	0,000	69	148	2,6	4,0	20,2	n.s	neg	-0,283	-0,446	-0,385
SIMPAR	34,400	1 100	0,000	38	103	2,3	2,2	15,3	13,5	neg	-5,011	-9,416	-10,586
SITS	1,900	15 600	0,000	30	27	3,6	4,0	17,6	33,1	1%	0,123	0,018	0,058
CIMENTS DE BIZERTE	0,490	44 047	0,001	22	197	2,2	5,6	n.s	n.s	neg	-0,780	-1,135	-0,954
SOMOCER	0,410	40 656	0,052	17	207	1,6	2,4	9,5	n.s	neg	-0,519	-0,845	-0,809
SANIMED	0,700	12 400	0,000	9	123	3,0	3,7	67,3	n.s	neg	-0,701	-0,818	-0,621
ESSOUKNA	1,540	5 051	0,002	8	30	4,5	3,7	23,8	n.s	neg	-0,564	-0,658	-0,715
BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS													
ONE TECH HOLDING	9,700	80 400	3,008	780	850	0,8	0,8	8,5	7,7	9%	0,477	0,475	0,494
SOTUVER	12,450	39 254	0,362	489	668	2,5	2,7	5,8	6,1	28%	1,188	0,994	1,652
SIAME	3,530	15 444	1,538	55	78	1,2	1,1	10,5	8,9	8%	0,093	0,150	0,158
TECHNOLOGIE													
TELNET HOLDING	6,170	12 131	0,107	75	44	0,7	0,6	4,1	3,3	23%	-0,326	0,545	0,538
AETECH	0,290	2 223	0,000	1	5	0,9	1,3	22,6	53,9	neg	-0,247	-0,427	-0,400
TÉLÉCOMMUNICATIONS													
TAWASOL GH	0,710	108 000	0,029	77	139	1,8	1,6	11,8	9,7	7%	0,007	0,016	0,016
SOTETEL	6,550	4 637	0,251	30	32	0,5	0,4	6,3	4,0	11%	0,837	0,757	0,804

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation		
2023	2024e	2025e	2024e	2023	2024e	2025e	2023	2024e	2025e	1 semaine	Début 2024			
(x)				Dt										
													MATÉRIAUX DE BASE	
													CHIMIE	
23,8	9,3	9,4	1,4	2,500	5,000	5,000	3,0%	6,0%	6,0%	0,7%	19,6%	Cs	I.C.F.	
7,0	6,8	6,7	1,3	6,300	6,300	6,300	6,3%	6,3%	6,3%	2,0%	31,0%	Cs	AIR LIQUIDE TUNISIE	
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-39,5%	-	ALKIMIA	
													MATIÈRES PREMIÈRES	
7,4	7,4	6,7	1,5	0,400	0,400	0,400	6,5%	6,5%	6,5%	-2,1%	31,8%	+	TPR	
63,4	61,9	33,6	2,0	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	5,9%	Cs	SOTIPAPIER	
													PÉTROLE ET GAZ	
6,7	6,8	5,6	1,1	1,300	1,350	1,350	9,0%	9,3%	9,3%	-0,8%	6,0%	+	SOTRAPIL	
													INDUSTRIES	
													BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION	
14,0	10,7	9,2	1,9	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,7%	14,2%	+	CARTHAGE CEMENT	
41,1	14,0	12,1	1,8	0,200	0,220	0,220	1,7%	1,9%	1,9%	2,1%	124,4%	+	MPBS	
n.s	n.s	n.s	5,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%	-36,3%	-	SOTEMAIL	
n.s	n.s	n.s	1,0	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,7%	Cs	SIMPAR	
15,5	n.s	32,9	0,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	11,8%	-	SITS	
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	8,9%	-47,9%	-	CIMENTS DE BIZERTE	
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	-43,8%	-	SOMOCER	
n.s	n.s	n.s	0,9	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-4,1%	-44,4%	-	SANIMED	
n.s	n.s	n.s	0,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	4,1%	2,7%	Cs	ESSOUKNA	
													BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS	
20,3	20,4	19,6	1,9	0,250	0,330	0,330	2,6%	3,4%	3,4%	0,2%	11,6%	+	ONE TECH HOLDING	
10,5	12,5	7,5	3,5	0,550	0,550	0,550	4,4%	4,4%	4,4%	-0,6%	8,3%	+	SOTUVER	
38,0	23,5	22,4	1,8	0,120	0,150	0,150	3,4%	4,2%	4,2%	0,9%	-4,5%	+	SIAME	
													TECHNOLOGIE	
n.s	11,3	11,5	2,6	0,250	0,500	0,500	4,1%	8,1%	8,1%	-2,2%	-16,6%	Cs	TELNET HOLDING	
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-12,1%	-	AETECH	
													TÉLÉCOMMUNICATIONS	
100,0	45,1	45,6	3,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	TAWASOL GH	
7,8	8,6	8,1	0,9	0,500	0,500	0,600	7,6%	7,6%	9,2%	0,5%	95,8%	Cs(+)	SOTETEL	

STOCK GUIDE

	Cours 15/11/2024	Nombre de titres admis	Volume hedbo	Capita- lisation boursière	Valeur d'entre- prise	VE/CA		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2023	2024e	2023	2024e	2024e	2023	2024e	2025e
1 Dt = 0,317\$	Dt	Milliers	Millions Dt			(x)				Dt			
SOCIÉTÉS FINANCIÈRES													
BANQUES													
BIAT	103,700	35 700	0,508	3 702	-	-	-	-	-	16%	10,045	10,086	10,693
ATTIJARI BANK	49,750	42 000	1,368	2 090	-	-	-	-	-	18%	5,378	4,903	5,343
BT	5,040	270 000	0,155	1 361	-	-	-	-	-	12%	0,675	0,655	0,717
AMEN BANK	36,980	34 920	0,805	1 291	-	-	-	-	-	13%	6,201	5,937	6,015
UIB	22,600	34 560	0,049	736	-	-	-	-	-	6%	3,616	1,731	3,252
BH	12,000	47 600	0,068	571	-	-	-	-	-	10%	3,004	3,104	3,342
BNA	7,600	64 000	0,690	486	-	-	-	-	-	8%	3,313	2,733	2,977
STB	2,870	155 375	0,088	446	-	-	-	-	-	2%	0,505	0,156	0,076
UBCI	21,030	20 002	0,004	421	-	-	-	-	-	8%	2,668	2,161	1,776
ATB	2,850	100 000	0,468	285	-	-	-	-	-	3%	-0,002	0,182	0,227
WIFACK INTERNATIONAL BANK	8,600	30 000	0,150	258	-	-	-	-	-	5%	0,300	0,277	0,330
BTE (ADP)	3,520	5 437	0,001	4	-	-	-	-	-	neg	-6,193	-5,978	-4,982
ASSURANCES													
STAR	174,000	2 308	0,027	402	-	-	-	-	-	7%	10,069	11,823	13,264
ASTRÉE	46,000	6 000	0,000	276	-	-	-	-	-	12%	3,780	3,833	4,172
ASSURANCES MAGHREBIA	49,500	4 500	0,003	223	-	-	-	-	-	14%	7,436	7,839	8,273
MAGHREBIA VIE	6,190	25 000	0,133	155	-	-	-	-	-	14%	0,712	0,764	0,820
TUNIS RE	7,500	20 000	0,040	150	-	-	-	-	-	10%	0,929	1,330	1,330
BH ASSURANCE	47,250	2 660	0,000	126	-	-	-	-	-	10%	4,953	3,755	4,237
SERVICES FINANCIERS													
TUNISIE LEASING ET FACTORING	18,320	10 800	0,144	198	-	-	-	-	-	10%	2,613	2,574	2,419
CIL	25,000	7 000	0,084	175	-	-	-	-	-	14%	2,801	2,721	2,783
ATL	4,100	32 500	0,220	133	-	-	-	-	-	15%	0,615	0,684	0,752
HANNIBAL LEASE	7,400	11 000	0,000	81	-	-	-	-	-	14%	1,188	1,251	1,350
BEST LEASE	2,300	30 000	0,000	69	-	-	-	-	-	9%	0,415	0,349	0,363
ATTIJARI LEASING	19,300	2 750	0,009	53	-	-	-	-	-	11%	3,208	2,861	2,923
BH LEASING	4,130	7 000	0,007	29	-	-	-	-	-	8%	0,450	0,453	0,519
SPDIT SICAF	11,000	28 000	0,212	308	-	-	-	-	-	43%	0,957	0,964	1,000
PLACEM. DE TUNISIE	46,010	1 000	0,000	46	-	-	-	-	-	18%	1,427	2,970	2,700
TUNINVEST-SICAR	8,500	966	0,003	8	-	-	-	-	-	13%	0,432	0,756	0,787
HORS COTE													
AMI	1,950	87 392	0,263	170	-	-	-	-	-	9%	0,098	0,100	0,101
SITEX	4,660	2 306	0,001	11	11	0,3	n.s	n.s	n.s	neg	-7,538	-7,588	-6,721
STS	11,940	680	0,001	8	98	4,8	4,3	n.s	28,0	neg	-18,382	-19,853	-18,382

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation	
2023	2024e	2025e	2024e	2023	2024e	2025e	2023	2024e	2025e	1 semaine	Début 2024		
(x)				Dt									
SOCIÉTÉS FINANCIÈRES													
BANQUES													
10,3	10,3	9,7	1,6	6,000	6,000	6,000	5,8%	5,8%	5,8%	-0,6%	19,4%	Neutre	BIAT
9,2	10,1	9,3	1,8	4,500	4,500	4,500	9,0%	9,0%	9,0%	0,8%	17,6%	+	ATTIJARI BANK
7,5	7,7	7,0	1,0	0,290	0,290	0,300	5,8%	5,8%	6,0%	-0,2%	-0,9%	Cs(+)	BT
6,0	6,2	6,1	0,8	3,220	3,220	3,220	8,7%	8,7%	8,7%	-1,6%	37,3%	+	AMEN BANK
6,2	13,1	7,0	0,8	0,850	0,850	0,850	3,8%	3,8%	3,8%	-1,1%	-9,5%	Cs(+)	UIB
4,0	3,9	3,6	0,4	1,100	1,100	1,100	9,2%	9,2%	9,2%	-0,7%	9,6%	Cs	BH
2,3	2,8	2,6	0,2	0,900	0,900	0,900	11,8%	11,8%	11,8%	-2,3%	4,6%	-	BNA
5,7	18,4	38,0	0,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	-23,3%	-	STB
7,9	9,7	11,8	0,8	1,250	1,250	1,250	5,9%	5,9%	5,9%	0,0%	-1,0%	Cs(+)	UBCI
n.s	15,7	12,5	0,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,3%	5,6%	-	ATB
28,7	31,0	26,0	1,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	-1,2%	Cs	WIFACK INTERNATIONAL BANK
n.s	n.s	n.s	0,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-29,2%	-	BTE (ADP)
ASSURANCES													
17,3	14,7	13,1	1,0	6,427	6,427	0,000	3,7%	3,7%	0,0%	0,0%	2,1%	+	STAR
12,2	12,0	11,0	1,4	2,200	2,200	2,200	4,8%	4,8%	4,8%	0,0%	-0,6%	Cs	ASTRÉE
6,7	6,3	6,0	0,9	3,100	3,540	3,540	6,3%	7,2%	7,2%	-1,0%	0,3%	+	ASSURANCES MAGHREBIA
8,7	8,1	7,5	1,1	0,321	0,362	0,362	5,2%	5,8%	5,8%	1,6%	7,8%	+	MAGHREBIA VIE
8,1	5,6	5,6	0,5	0,450	0,450	0,450	6,0%	6,0%	6,0%	0,7%	10,4%	+	TUNIS RE
9,5	12,6	11,2	1,2	1,500	1,500	1,500	3,2%	3,2%	3,2%	0,0%	0,0%	Cs	BH ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS													
7,0	7,1	7,6	0,7	1,100	1,150	1,150	6,0%	6,3%	6,3%	4,4%	49,4%	Cs(+)	TUNISIE LEASING ET FACTORING
8,9	9,2	9,0	1,3	2,000	2,000	2,000	8,0%	8,0%	8,0%	4,1%	40,7%	Cs(+)	CIL
6,7	6,0	5,4	0,9	0,300	0,375	0,350	7,3%	9,1%	8,5%	-2,4%	22,2%	Cs(+)	ATL
6,2	5,9	5,5	0,8	0,400	0,400	0,500	5,4%	5,4%	6,8%	0,0%	48,0%	Cs(+)	HANNIBAL LEASE
5,5	6,6	6,3	0,6	0,140	0,140	0,000	6,1%	6,1%	0,0%	0,0%	22,0%	-	BEST LEASE
6,0	6,7	6,6	0,7	1,500	1,500	1,500	7,8%	7,8%	7,8%	1,0%	23,8%	Cs	ATTIJARI LEASING
9,2	9,1	8,0	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	27,5%	Cs	BH LEASING
11,5	11,4	11,0	4,9	0,850	0,850	0,850	7,7%	7,7%	7,7%	-10,6%	39,4%	Cs	SPDIT SICAF
32,2	15,5	17,0	2,8	2,500	2,500	2,500	5,4%	5,4%	5,4%	0,0%	-0,9%	Cs	PLACEM. DE TUNISIE
19,7	11,2	10,8	1,4	0,500	0,500	0,500	5,9%	5,9%	5,9%	0,0%	0,0%	Cs	TUNINVEST-SICAR
HORS COTE													
19,9	19,5	19,4	1,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%	3,2%	-	AMI
n.s	n.s	n.s	0,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,4%	-	SITEX
n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	7,5%	18,9%	-	STS

INDICES SECTORIELS

Semaine du 11 au 15 novembre 2024

Volume de la semaine (MDt)	17,1	Performance	Indice	Variation hebdomadaire	3 mois	début 2024	début 2023
Capitalisation (Mds Dt)	26,2	TUNINDEX	9 794,99	-0,5 %	-0,4 %	11,9 %	15,7 %
P/E 2025e	8,6	TUNINDEX 20	4 333,94	-0,5 %	-1,4 %	13,3 %	17,1 %

	Indice sectoriel	Volume hedbo Millions Dt	Capitalisation boursière Millions Dt	Valeur d'entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA	
					2023 (x)	2024e (x)	2023 (x)	2024e (x)
AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS	10 095,51	1,100	5 822	7 300	1,1	1,1	6,3	6,0
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL	2 635,40	1,123	1 038	1 727	1,6	1,4	10,1	7,0
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS	-	0,022	28	196	0,8	0,7	12,1	7,3
SANTÉ	-	0,102	240	425	2,9	2,7	17,8	16,9
DISTRIBUTION	4 861,96	1,057	1 330	1 675	0,5	0,4	5,8	5,3
VOYAGES ET LOISIRS	-	0,013	41	1 041	0,9	0,8	37,2	24,2
CHIMIE	-	0,232	373	401	0,9	0,8	7,5	6,0
MATIÈRES PREMIÈRES	-	0,854	462	461	1,2	1,1	2,3	5,5
PÉTROLE ET GAZ	-	0,027	60	12	0,6	0,6	1,1	1,2
BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION	793,67	1,790	1 087	2 118	2,3	2,4	11,6	12,0
BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS	-	4,908	1 334	1 606	1,1	1,1	7,4	7,1
TECHNOLOGIE	-	0,107	75	49	0,7	0,7	4,5	3,7
TÉLÉCOMMUNICATIONS	-	0,280	107	171	1,2	1,0	10,2	7,7
BANQUES	6 733,58	4,353	11 650	-	-	-	-	-
ASSURANCE	14 826,76	0,467	1 501	-	-	-	-	-
SERVICES FINANCIERS	12 339,52	0,679	1 101	-	-	-	-	-

ROE	PER			P/B	Rendement en dividende			Performance		
	2024e	2023 (x)	2024e (x)		2025e (x)	2024e (x)	2023	2024e	2025e	1 semaine
16%	11,3	11,6	10,6	1,9	5,4%	6,2%	6,2%	-0,8%	15,6%	11,2%
18%	22,7	12,5	10,3	2,2	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	21,4%	7,8%
25%	n.s	2,8	2,3	0,7	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
15%	41,5	14,1	12,7	2,1	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
20%	9,6	7,9	7,8	1,6	7,6%	7,6%	7,6%	-1,8%	2,8%	4,3%
n.s	n.s	n.s	n.s	0,0	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
17%	10,9	7,9	7,9	1,4	4,2%	6,0%	6,0%	-	-	-
15%	10,6	10,5	9,2	1,6	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
16%	6,7	6,8	5,6	1,1	6,9%	6,9%	6,9%	-	-	-
16%	15,4	11,4	9,7	1,8	0,0%	0,0%	0,0%	-0,3%	12,2%	11,6%
14%	15,3	16,6	12,4	1,9	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
23%	n.s	11,3	11,5	2,6	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
9%	23,0	20,5	19,8	1,9	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
10%	7,1	8,2	7,5	0,8	6,9%	6,9%	6,9%	-0,5%	10,4%	24,5%
10%	10,9	10,0	9,4	1,0	4,1%	4,1%	4,5%	0,3%	4,1%	11,3%
14%	8,2	8,2	7,9	1,1	6,3%	6,3%	6,3%	-1,3%	34,3%	79,5%

2023 (x)	PER		P/B	Rendement en dividende		
	2024e (x)	2025e (x)		2024e (x)	2023	2024e
9,1	9,5	8,6	1,1	6,5%	6,5%	6,6%

LEXIQUE

ANR	Actif net réévalué.
BPA	Bénéfice par action.
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.
Cash-Flow ou CF	Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.
Cash-Flow d'exploitation ou CFO	Résultat net + dotations nettes aux amortissements et aux provisions - plus-values de cession d'actifs + moins-values de cession d'actifs - variation du besoin en fonds de roulement.
DPA	Dividende par action.
Dettes nettes	Le solde des dettes financières et des disponibilités.
Dividend Yield	Le rapport du dividende ajusté au cours de l'action exprimé en pourcentage.
EBE	Excédent brut d'exploitation. C'est le résultat d'exploitation avant amortissements et provisions.
EBIT	Résultat avant intérêts et impôts.
EBITDA	Résultat avant intérêts, impôts sur les bénéfices et charges de dépréciation.
Flottant	Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.
Gearing	Dettes financières nettes rapportées aux fonds propres, et exprimée en pourcentage. Ce ratio n'est calculé que lorsque les fonds propres sont positifs. Un gearing négatif indique une trésorerie nette positive.
Goodwill (écart d'acquisition, 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.
Payout	Montant distribué sous forme de dividendes sur le résultat net, exprimé en pourcentage.
P/ANR	Capitalisation boursière / Actif Net Réévalué.
P/B (Price to Book)	Capitalisation boursière / Fonds propres.
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.
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.
Profit Warning	Terme anglo-saxon se référant à une communication d'une société cotée pour alerter ses actionnaires sur le fait que les résultats seront en deça des prévisions.
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.
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.
ROCE (Return On Capital Employed)	Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation. Résultat d'exploitation net d'impôt / (Immobilisations nettes + BFR).
ROE (Return On Equity)	Résultat net divisé par les fonds propres de l'exercice.
Stock Picking	Technique de sélection de valeurs pour se constituer un portefeuille.
VE (Valeur d'entreprise)	Capitalisation boursière + dettes nettes.

LEXIQUE

Intelligence artificielle générative : bulle spéculative ou révolution économique ?

Big Data	Elle désigne des volumes de données très importants, hétérogènes et complexes, qui dépassent les capacités de traitement et d'analyse des systèmes de gestion traditionnels.
Chat GPT	C'est un modèle de traitement du langage développé par OpenAI, conçu pour générer des réponses textuelles naturelles et fluides à des questions ou des conversations. Il est basé sur la technologie GPT (Generative Pre-trained Transformer) et est utilisé pour une large gamme d'applications conversationnelles et de génération de texte.
Cyberattaques	Ce sont des tentatives indésirables de vol, d'exposition, de modification, de désactivation ou de destruction d'informations par le biais d'un accès non autorisé aux systèmes informatiques.
DALL-E	C'est un modèle d'intelligence artificielle développé par OpenAI qui génère des images à partir de descriptions textuelles. Il combine des capacités de traitement du langage et de génération d'images, permettant de créer des représentations visuelles originales et réalistes à partir de simples phrases.
GAN	« Generative Adversarial Networks », sont des modèles d'intelligence artificielle composés de deux réseaux neuronaux en compétition, un générateur et un discriminateur. Ils sont utilisés pour générer de nouvelles données réalistes en apprenant à partir d'un ensemble de données existant.
IDX-DR	C'est un système basé sur l'intelligence artificielle approuvé par la FDA pour la détection de la rétinopathie diabétique. Il permet aux médecins de diagnostiquer cette condition oculaire à partir de photographies de la rétine, offrant une solution rapide et non invasive.
Machine Learning	C'est une branche de l'intelligence artificielle qui permet aux ordinateurs d'apprendre à partir de données et d'améliorer leurs performances sans programmation explicite.
MidJourney	C'est une plateforme d'IA qui permet aux utilisateurs de générer des œuvres d'art visuelles à partir de commandes textuelles.
Path AI	C'est une société spécialisée dans l'application de l'intelligence artificielle à la pathologie. Elle développe des technologies pour aider à diagnostiquer des maladies avec plus de précision principalement dans le domaine du cancer.
RNN	Réseaux de Neurones récurrents, sont une architecture de réseau neuronal conçue pour traiter des séquences de données en permettant des connexions entre les neurones à des étapes temporelles différentes. Ils sont particulièrement utilisés dans des applications comme la reconnaissance vocale, le traitement du langage naturel et la prédiction de séries chronologiques.

LEXIQUE

Cryptomonnaies : les opportunités, les risques et les perspectives

Bitcoin	C'est la première et la plus importante monnaie virtuelle. Le Bitcoin a été créé sous le pseudonyme Satoshi Nakamoto par une personne ou une équipe qui a décrit la technologie dans un livre blanc datant de 2008. La simplicité de ce concept est séduisante : le bitcoin est une devise numérique permettant de réaliser des transactions sécurisées de pair-à-pair sur Internet.
Blockchain ou chaînes de blocs	Un registre virtuel qui permet de stocker et d'échanger des informations de manière sécurisée, fiable et non modifiable. Chaque transaction y est enregistrée en temps réel, dans un registre infalsifiable. Une blockchain de cryptomonnaies est similaire au bilan ou au registre d'une banque. Chaque devise a sa propre blockchain, qui est un enregistrement permanent et constamment vérifié de chaque opération effectuée avec cette devise.
Cryptomonnaies	Des actifs numériques virtuels ou numériques basés sur la technologie de la blockchain, permettant des échanges de pair-à-pair sans nécessiter de tiers de confiance, comme les banques traditionnelles. Les cryptomonnaies ne sont émises ou contrôlées par aucun gouvernement ou aucune autre autorité centrale. Elles sont gérées par des réseaux d'ordinateurs de pair-à-pair (un modèle d'échange en réseau où chaque entité est à la fois client et serveur, contrairement au modèle client-serveur) exécutant des logiciels gratuits et open source. En général, n'importe qui peut participer.
Ethereum	L'Ethereum est une plateforme électronique qui permet aux gens de construire une série d'applications décentralisées. Ces applications peuvent inclure des programmes de sécurité, des systèmes de vote et des méthodes de paiement. Comme le Bitcoin, l'Ethereum appartient au marché des cryptomonnaies opérant en dehors du contrôle des autorités centrales, comme les banques ou les gouvernements. L'idée derrière l'Ethereum a été créée par Vitalik Buterin. Il a lancé la première version de la plateforme en 2015 avec l'aide de plusieurs cofondateurs. Depuis lors, l'Ethereum est devenu la seconde cryptomonnaie la plus importante et a aidé à l'émergence de nouveaux rivaux au Bitcoin.
Livre blanc d'une cryptomonnaie	Le White Paper, ou Livre Blanc, se définit comme le document officiel d'un projet blockchain ou relatif à une cryptomonnaie. Il agit comme une sorte de guide rédigé le plus souvent par le fondateur ou l'équipe initiatrice. Il recueille, ainsi, toutes les informations importantes concernant les objectifs, la technologie utilisée, les méthodes de lancement, les tokenomics, la gouvernance et tout ce qui constitue l'essence de ce projet.
Minage	Le processus de vérification et de validation des transactions de cryptomonnaies sur la blockchain, souvent réalisé par des mineurs utilisant des ordinateurs puissants pour résoudre des problèmes mathématiques complexes.
PayPal	PayPal est un service de paiement en ligne sécurisé qui permet aux utilisateurs d'effectuer des transactions financières, telles que l'envoi et la réception de fonds et le règlement des achats en ligne.
Tokenomique	La tokenomics est essentiellement l'économie du jeton. Elle désigne l'ensemble des systèmes économiques entourant l'émission et la distribution d'un token.

Département Études et Recherches



Hamza BEN TAARIT

Directeur du Département Études & Recherches
hamza.bentaarit@tunisievaleurs.com

Diplômé de l'Université Paris Dauphine (France), de l'Université Paris-Panthéon-Assas (France) et de l'IHEC Carthage, Hamza BEN TAARIT exerce, depuis dix 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 de directeur du Département Études & Recherches au sein de TUNISIE VALEURS.



Imen YAHIA

Analyste Financier Senior
imen.yahia@tunisievaleurs.com

Titulaire d'un mastère professionnel en ingénierie financière, Imen YAHIA exerce depuis treize 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, les transports, l'industrie, les matériaux de construction et l'industrie pharmaceutique.



Amal NEMER

Analyste Financier Junior
amal.nemer@tunisievaleurs.com

Amal NEMER, fraîchement diplômée de l'École Supérieure de Commerce de Tunis, est titulaire d'un Master en ingénierie financière. Elle a rejoint TUNISIE VALEURS en septembre 2024, en qualité d'analyste financier junior, après avoir effectué un stage au sein de la société dans le cadre de son projet de fin d'études. Amal a acquis, depuis, de solides compétences dans l'analyse financière et dans le suivi de l'actualité internationale, notamment en ce qui concerne l'intelligence artificielle.

SIÈGE SOCIAL IMMEUBLE INTEGRA - CENTRE URBAIN NORD - 1082 TUNIS MAHRAJÈNE

TÉL. (216) 71 189 600 - FAX (216) 71 949 350

CAPITAL SOCIAL 25 000 000 DT

AGRÈMENT BVMT DU 6-11-1991

IDENTIFIANT UNIQUE : 0341443W

LEGAL ENTITY IDENTIFIER (LEI)

N° 5493005ZQ99EH1QK6W56

AML
30000®