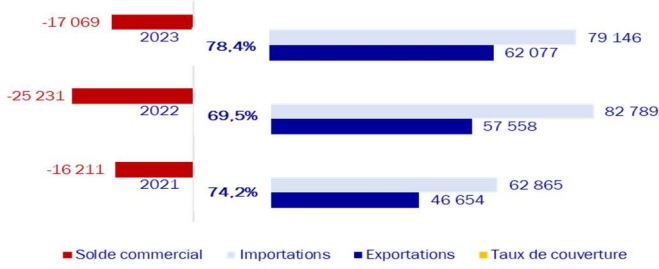


Revue des valeurs à potentiel de croissance pour 2024



Février 2024

Balance Commerciale en MD



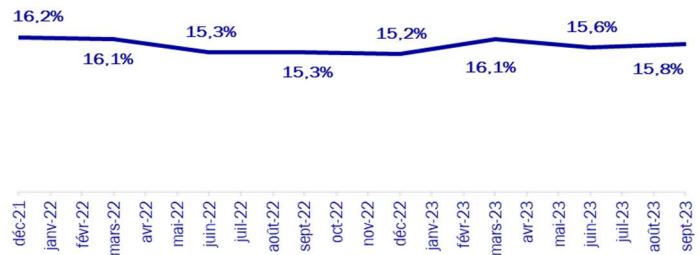
Dettes publiques en MrdsTND



Inflation/TMM



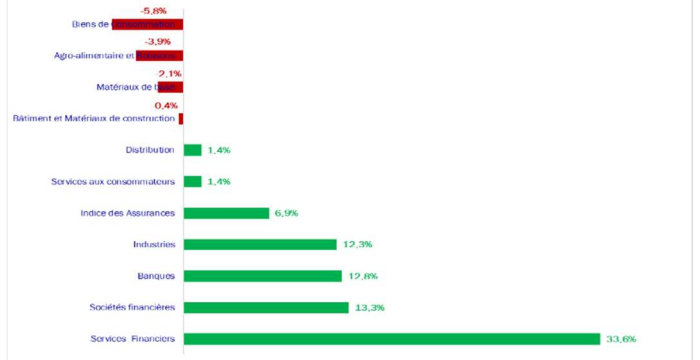
Evolution du Taux de chômage



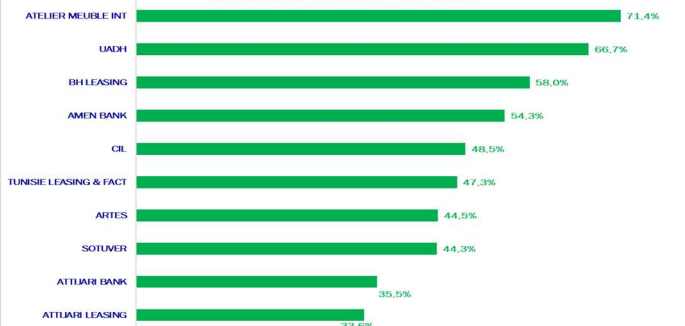
Performance du Tunindex



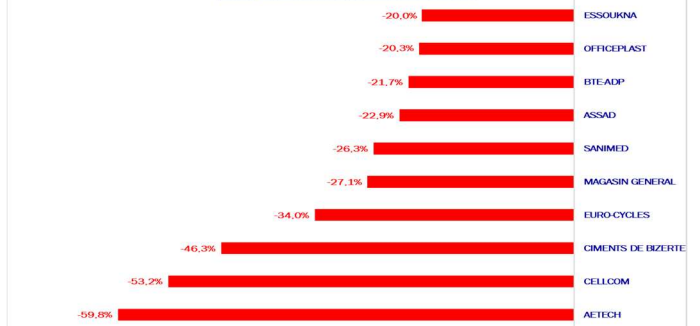
Performance Sectorielle des indices boursiers



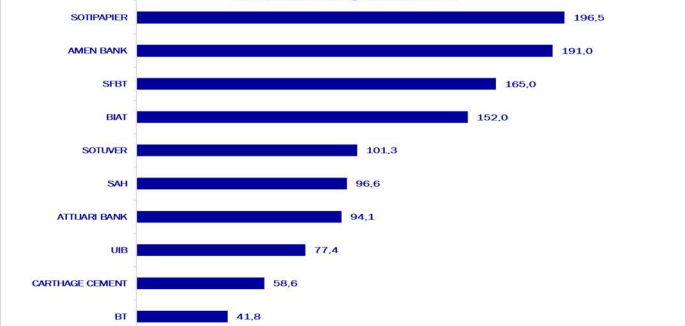
Les plus fortes hausses de l'année



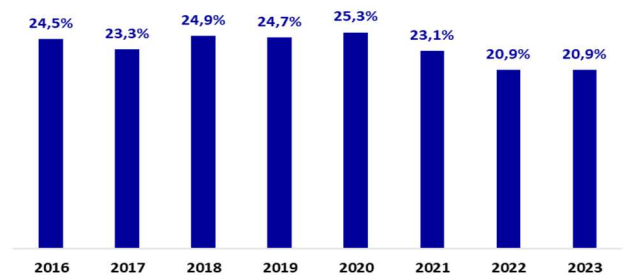
Les plus fortes baisses de l'année



Les plus échangés de l'année



Participation étrangère/CB



Selon le dernier rapport de la banque mondiale sur les perspectives pour l'année 2024¹, l'économie mondiale devrait connaître sa troisième année consécutive de ralentissement en 2024, avec un taux de croissance projeté à 2,4 % (rapport Banque mondiale). En cause, des politiques monétaires et des conditions de crédit restrictives, un commerce mondial en berne et une faible dynamique d'investissement. Le récent conflit au Moyen-Orient a exacerbé les risques géopolitiques. La coopération mondiale est essentielle pour faire face aux niveaux élevés d'endettement, au changement climatique, à la fragmentation des échanges commerciaux, à l'insécurité alimentaire et aux conflits, sur le vieux continent. Les marges de manœuvre budgétaires limitées des économies émergentes et en développement accentuent le besoin d'améliorer l'efficacité des dépenses. Une action résolue des pouvoirs publics est également nécessaire pour encourager une accélération soutenue de l'investissement.

Les perspectives de croissance régionales sont différenciées selon l'influence des facteurs internationaux et domestiques. L'activité devrait marquer le pas cette année dans les économies émergentes et en développement d'Asie de l'Est et Pacifique (principalement en raison du ralentissement de la Chine), d'Europe et Asie centrale, et d'Asie du Sud, mais accélérer à des degrés divers dans les autres régions du monde. La croissance devrait se raffermir l'année prochaine dans la plupart des régions à mesure que la reprise mondiale se consolide. Plusieurs risques baissiers pèsent sur l'ensemble des régions : intensification des conflits au proche orient, volatilité accrue des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, affaiblissement de la demande extérieure, resserrement des conditions financières et catastrophes naturelles liées au changement climatique.

Le récent conflit au Moyen-Orient a amplifié l'incertitude géopolitique et politique dans la région Moyen-Orient et Afrique du Nord (MENA) et freiné le tourisme, en particulier dans les pays voisins. La région était déjà en proie à de multiples difficultés, notamment des baisses de la production pétrolière, une inflation élevée et une activité limitée du secteur privé dans les économies importatrices de pétrole. La croissance de la région MENA a fortement ralenti en 2023 pour s'établir à 1,9 %.

Pour la Tunisie en particulier, la croissance du PIB prévue de 1,2% en 2023 par la banque mondiale devrait s'établir à moins de 1%, confirmant la tendance baissière après les 4,4% en 2021 et 2,4% en 2022. L'atermoiement de la conclusion d'accord entre l'Etat Tunisien et le fonds monétaire international qui dure depuis l'année 2022, laisse en suspend certaines affaires dont dépend une grande partie de l'activité économique nationale.

La conjoncture internationale a lourdement affecté l'économie nationale à différents niveaux. D'un côté l'augmentation successive des coûts du transport international et des prix des matières premières, ont réduit les marges des sociétés commerciales et industrielles qui produisent pour le marché local et l'export.

D'un autre côté, l'économie nationale souffre de la baisse du pouvoir d'achat qui se ressent à plusieurs niveaux, surtout au niveau du secteur de la grande distribution. Une quatrième année consécutive de baisse de la pluviométrie a lourdement affecté le secteur agricole.

Par ailleurs, le retard de reprise de la production extractive ne fait que freiner la relance de l'économie, qui malgré une reprise du secteur du tourisme (qui reste très fragile) n'arrive pas redécoller.

¹ Rapport de la Banque Mondiale

Sur quoi miser en 2024 ??

Dans une perspective défensive et afin de se prémunir contre les turbulences possibles du marché, le choix des valeurs sur lesquelles il faut miser en 2024, reste très limité.

Compte tenu de la raréfaction des opportunités et des nouvelles introductions en bourse, notre stratégie se base sur un horizon de placement à moyen terme pour profiter pleinement des éléments fondants notre opinion.

En dépit d'une stabilisation du TMM autour de 8% [7,96%-8,05%] en 2023, nous maintenons pour 2024, notre intérêt pour le secteur financier et essentiellement le secteur bancaire qui devrait maintenir un rythme de croissance positif de leurs bénéfices en 2024, avec probablement un petit ralentissement par rapport l'année dernière suite à la baisse des marges et une augmentation du coût du risque.

En sélectionnant le secteur coté, on ne peut que s'intéresser pour l'année 2024 au niveau des banques aux titres **ATTIJARI BANK, BIAT, BNA** et **UIB**.

Un autre acteur du secteur financier qui réalise des performances notables depuis une certaine période et qui présente un profil de risque assez réduit, à considérer sérieusement en sa qualité de valeur de fonds de portefeuille on nommera l'**ATL**. Ces titres sont à recommander en premier lieu pour les comptes CEA qui ont un horizon de placement de moyen terme.

Pour le reste du marché coté, on ne peut que recommander certains des industriels les plus prospères cette dernière décennie à savoir **One Tech Holding, SFBT, SOTUVER** et **TPR**. Ces industriels présentent une stabilité de leur production et de leurs marchés ainsi qu'une parfaite maîtrise de leur activité. Par ailleurs, ces industriels disposent d'une taille qui leur permet d'investir dans leur développement et d'assurer un certain réconfort quant à leur avenir.

Une troisième catégorie est à considérer lors du choix des titres sur lesquels miser en 2024, est celle des titres à fort rendement qu'on liste ci-après, **SOTRAPIL, SOTUMAG, STA** et **City Cars**.

	Cours au 01/02/2024	PE 2022	PE 2023e	Dividende estimé	Div Yield	P/BV	Performance en 2023
<u>Valeurs défensives</u>							
ATL	3,620	7,3	6,1	0,300	8,3%	1,0	29,0%
ATTIJARI BANK	45,990	10,1	8,7	4,000	8,7%	2,0	35,5%
BIAT	90,000	10,7	8,9	5,800	6,4%	1,6	11,0%
BNA	7,650	3,1	3,8	0,800	10,5%	0,3	1,6%
UIB	25,520	6,7	5,6	0,800	3,1%	1,2	11,3%
<u>Sociétés industrielles</u>							
One Tech Holding	8,100	47,2	18,6	0,175	2,2%	1,8	29,0%
SFBT	11,250	10,8	10,8	0,740	6,6%	2,3	-2,2%
SOTUVER	11,990	13,3	13,1	0,550	4,6%	2,7	44,3%
TPR	4,750	8,2	6,8	0,350	7,4%	1,6	27,9%
<u>Valeurs à rendement récurrent</u>							
SOTRAPIL	15,000	6,6	6,0	1,350	9,0%	1,1	31,3%
SOTUMAG	5,250	11,1	10,1	0,420	8,0%	2,1	7,4%
STA	19,780	6,2	10,4	1,250	6,3%	1,3	-11,6%
City Cars	12,420	7,4	7,0	1,250	10,1%	2,7	28,3%

Les sociétés financières :

- **ATL** : La compagnie de leasing se distingue par rapport à ses pairs par une bonne assise financière confortable avec des fonds propres de 130,5MD en 2023p. Le taux de CDL qui a baissé de 11,8% en 2021 à 9,7% en 2022 et qui devrait s'établir à 9% en 2023 couverts à plus de 85%. En dépit d'une conjoncture nationale difficile, la raréfaction de la liquidité et l'augmentation du coût des ressources en 2023 par rapport à 2022, l'ATL a su se maintenir en tant que challenger du secteur du Leasing en Tunisie. L'année 2023 s'est conclue avec une progression de 5,5% des mises en forces et une croissance de 9,1% des PNL. L'ATL a toujours bien rémunéré ses actionnaires, malgré son besoin de fonds propres et offre depuis plusieurs années l'un des meilleurs rendements en dividende par rapport à son secteur et par rapport au marché. En effet, le Div Yield du titre au prix du marché actuel, se situe à 8,3% malgré un gain de 29% au niveau du cours en 2023. L'ATL se distingue aussi par sa transparence en divulguant périodiquement ses réalisations et ses perspectives à court et moyen terme au marché. Les dernières perspectives divulguées sont positives et prometteuses, ce qui nous encourage à recommander le titre pour l'année 2024.
- **Attijari Bank** : La filiale du groupe Attijariwafa Bank a affiché durant les dernières années une croissance remarquable de son activité suite à une très forte dynamique commerciale (195 agences) et une panoplie de services distingués par rapport au secteur. La banque présente des ratios de couverture du risque assez confortables avec un ratio de liquidité avoisinant les 360% à fin 2022, un ratio de solvabilité de 12,7% et un taux de CDL de 3,71%. L'année 2023 a été positive pour la banque qui a vu son PNB augmenter de 13,25% en passant de 575MD à 651MD. Le titre **ATTIJARI BANK** présente un profil de rendement distingué par rapport au secteur coté et au marché, en dépit d'un gain de 35,5% en 2023, avec un Div yield de 8,7%. Les performances en 2023 sont d'une évolution à deux chiffres des principaux indicateurs d'activité ce qui présage d'un bon cru pour l'année et un fort potentiel de gain sur le cours du titre.
- **BIAT** : La **BIAT** demeure incontestablement le leader du secteur bancaire en 2023. La première banque en termes de collecte de dépôts et de PNB en 2023, se distingue par un fonds de commerce inégalé sur le marché national par rapport à ses pairs. En effet la qualité de ses services et sa réactivité est le socle porteur de l'activité de la **BIAT** depuis sa création. Du côté des ratios de sécurité et de solidité financière, la **BIAT** se démarque par un Taux de CDL de 5,5% couverts à 71,5% à fin 2022. Par ailleurs, la **BIAT** présente un ratio de LCR de 576% et un ratio de couverture Tier1 de 10,6% à la même date. Les performances de 2023, couplées au cours actuel présentent une décote de 12% par rapport au plus haut de 2023 et présagent d'un potentiel de gain sur titre en 2024. La solidité financière de l'institution couplée aux performances récentes nous incite à recommander le titre en tant que valeur de fonds de portefeuille à ce niveau de cours.
- **BNA** : La **BNA** enregistre depuis plus d'une décennie un redressement remarquable au niveau de sa structure, de sa rentabilité et de ses performances. En effet, la banque a assumé au cours des dernières années son appartenance à un secteur fortement concurrentiel et en évolution constante. La banque s'est dotée de fonds propres suffisants pour assurer sa solidité et sa solvabilité compte tenu de son important volume d'affaires et améliore constamment depuis les cinq dernières années sa rentabilité. L'année 2022 s'est soldée par un ratio de solvabilité avoisinant les 20% et un ratio Tier1 de presque 16%, des niveaux inégalés par rapport au secteur. Par ailleurs la banque affiche à fin 2022 un taux de CDL de 15,8% couverts à hauteur de 67,4%. L'exercice 2022, s'est aussi soldé par un résultat net de quasiment 160MD. L'année 2023 s'est caractérisée par une nette progression des principaux indicateurs d'activité et présage d'une évolution positive de la rentabilité. Le titre **BNA** a affiché une évolution de 1,6% en 2023 et présente un formidable profil de rentabilité par rapport au secteur et au marché avec un Div Yield de 10,5% au cours actuel.
- **UIB** : L'activité de la filiale du groupe Société Générale s'est nettement redressée ces dernières années avec une croissance remarquable des bénéfices qui se sont établis à 132MD à fin 2022 en augmentation de plus de 62% par rapport à 2021. L'exercice 2022 a aussi enregistré pour la banque, des niveaux de solidité et de solvabilité remarquables avec un taux de CDL de 7,7% couverts à hauteur de 77,3%, un ratio de liquidité LCR de 386% un ratio de solvabilité de 13,66% et un ratio Tier1 de 11,9%. Pour l'année 2023 la croissance est au rendez-vous, avec une amélioration au niveau des principaux indicateurs de performance (+5,2% au PNB à 520MD), ce qui présage d'une bonne moisson pour les actionnaires. Le titre **UIB** avait performé de 11,3% en 2023 par rapport au cours de clôture de l'année précédente, mais reste à un niveau très intéressant. La tendance positive des performances et l'appartenance au groupe Société Générale nous incitent à recommander le titre pour 2024, en tant que valeur de fonds de portefeuille.

Les sociétés industrielles :

- **OneTech Holding** : Avec plus de 40 ans d'expérience, **OneTech** Group est un acteur industriel mondial opérant dans les secteurs de l'automobile, de l'énergie et de l'industrie. En 2022, et malgré l'augmentation du chiffre d'affaires de 15,6% à 1047MD, le groupe a été confronté à plusieurs effets à savoir : une pénurie des composants électroniques et des semi-conducteurs, une importante hausse du prix des matières premières ainsi que de l'énergie et une baisse de la demande causée par le conflit en Ukraine. Tous ces effets ont eu un impact assez douloureux sur les marges du groupe, qui a terminé l'année avec un résultat net de 13,8MD contre 30,7MD en 2021. Le groupe bénéficie d'une notoriété internationale et d'une forte maîtrise au niveau de son activité. L'année 2023 a été positive pour le groupe avec une croissance de plus de 5,5% de son chiffre d'affaires à fin 2023, essentiellement à travers une croissance de presque 14,3% au niveau local. Par ailleurs, le groupe a réduit de 5,9% son endettement essentiellement sur le court terme (-8,1%). L'année 2023 a observé le lancement de nouveaux créneaux d'activité ainsi que la confirmation et le développement d'autres activités du groupe. Le groupe a très bien su s'inscrire au niveau de l'industrie 4.0 pour prendre une place au niveau de la mutation de la demande, vers les véhicules électriques. Le groupe opère dans un secteur qui satisfait la demande actuelle, mais aussi essentiel pour l'industrie de demain, ce qui réconforte quant à la pérennité de ses performances. Le titre **OTH** avait réalisé un gain de 29% en 2023 par rapport à 2022, mais demeure très intéressant à ces niveaux de prix étant donné qu'il pourrait fortement réagir à une nette amélioration de la rentabilité.
- **SFBT** : Blue chip du marché, le Groupe **SFBT** fait partie du Groupe Castel qui est l'un des premiers acteurs mondiaux dans le domaine du vin, des bières et boissons gazeuses. Le groupe **SFBT** jouit d'un quasi-monopole tant sur le marché de la bière que des boissons gazeuses. Le groupe a démontré sa résilience en période de crise. Le groupe dispose d'une situation financière très saine caractérisée par un endettement vierge. Il bénéficie en plus d'un outil de production pratiquement amorti lui permettant de générer des cash flows considérables. En dépit de la crise du CO₂ et du sucre enregistrée au cours des derniers exercices, le groupe a maintenu une croissance positive de ses revenus à plus de 3% atteignant les 1,33Milliards de dinars en 2022. Les chiffres de la société mère montrent à fin 2023 une croissance du CA de 1,7% à 827MD, et une baisse des investissements de 68%. Le groupe s'est doté d'un nouveau management qui devrait renforcer sa position sur le marché et développer de nouveaux segments plus rentables. Compte tenu d'une suite de baisses du cours depuis 2 années au moins, le titre se traite actuellement à des niveaux très attractifs. En effet le cours du titre est à 10,8x le bénéfice net de 2023 et présente un Div Yield de 6,6%. L'action **SFBT** a toujours été considérée comme valeur de fonds de portefeuille, en plus à ces niveaux de prix elle s'acquiert un fort potentiel de croissance pour 2024.
- **SOTUVER** : Durant les quatre dernières années, les résultats de la société ont affiché une croissance moyenne à deux chiffres (+15,4%) : fruit d'une diversification commerciale surtout à l'export qui représente à fin 2023 presque 70% de ses ventes. Au terme de l'exercice 2023, la société a enregistré une croissance du chiffre d'affaires de 6% à 169,7MD contre 160MD l'année précédente. La société a enregistré un accident au niveau du four 2 en 2023 et le démarrage d'activité de la SOTUVER GLASS INDUSTRIES ce qui permettrait à vitesse de croisière de doubler le chiffre d'affaires du groupe. Cette nouvelle usine devra booster davantage les exportations de la société. Côté bourse, le titre se traite à 13,1x ses bénéfices estimés pour 2023 et offre 4,6% de rendement en dividende, Un rendement relativement attractif par rapport au marché, en dépit d'une performance de 44,3% cours en 2023 et du décalage de rentabilité des nouveaux investissements et du poids de leurs engagements. A notre avis, le groupe présente un profil intéressant pour 2024 compte tenu de sa résilience et de sa maîtrise de son environnement aux moments les plus difficiles.
- **TPR** : Le groupe affiche une croissance moyenne de son chiffre d'affaires de 9,8% sur le dernier quinquennat, dont une part de 38% en 2022 à l'export. Le Leader du marché aluminium affiche une très bonne rentabilité avec un résultat net de 23MD en croissance de 18% par rapport à l'exercice précédent. **TPR** montre de très bons fondamentaux et une excellente rentabilité (ROE moyen = 18% et Gearing négatif). En 2023, la société mère présente une légère baisse des revenus par rapport à 2022 (une année exceptionnelle) et devrait préserver ses marges pour réaliser une performance égale à celle de 2022. Le titre **TPR** sur le marché présente un profil très intéressant avec une cotation à 6,8x le bénéfice net prévisionnel pour 2023 et présente un Div Yield 7,4% en dépit d'une croissance 27,9% en 2023. Compte tenu de la stabilité des performances, de la résilience de la société et de sa position dominante sur le marché, nous recommandons le titre en tant que valeur de fond de portefeuille, pour un investissement à moyen terme.

Les valeurs à rendement récurrent :

- **SOTRAPIL** : Le transporteur national des hydrocarbures est reconnu par sa récurrence des revenus avec une croissance annuelle moyenne de 20,2% durant les 5 dernières années. En 2023 et avec un chiffre d'affaires de 18,2MD, en léger recul par rapport à 2022, essentiellement suite à la baisse des quantités transportée au cours de l'année. Le titre présente un caractère défensif avec une valorisation assez attrayante (6x les bénéfices de 2023) et un rendement en dividende alléchant (9%). Le titre est préconisé pour un placement en Compte Epargne en Actions.
- **SOTUMAG** : La société présente des performances remarquables durant les derniers exercices : Une activité à revenu récurrent grâce aux loyers perçus. L'année 2023 a été largement positive pour la société qui a vu son chiffre d'affaires progresser 1,6% contre une baisse de 1,4% des charges. En conséquence, nous nous attendons à une amélioration au niveau du bottom line de l'exercice. En bourse, le titre a profité de son faible profil de risque et a vu son cours gagner plus de 7,4% de sa valeur en 2023. Grâce à son activité récurrente, le titre affiche un rendement en dividende de 8,0% jugé très satisfaisant par rapport au marché. Le titre présente une valorisation acceptable, une nette amélioration de sa liquidité et un rendement en dividende assez correct. Le titre est recommandé pour un placement en Compte Epargne en Actions.
- **STA** : Le concessionnaire de la marque Chery en Tunisie a affiché en 2022 un chiffre d'affaires de l'ordre de 112,2MD dépassant ainsi largement les projections publiées lors de son introduction en bourse en Mars 2022 (+40%) et ce en dépit de la crise des semi-conducteurs. Pour 2023, la société a observé une baisse considérable de ses revenus (-30,5%) à 77,9MD. Avec une marge nette de l'ordre de 6% en 2022, le bénéfice de la STA s'était établi à de 6,4MD (contre 4,4MD initialement prévu). Sur la bourse et après une baisse du cours de 11,6% en 2023, le titre STA se traite actuellement à des niveaux de valorisation en ligne avec ses concurrents cotés ($PE_{2023} = 10,4x$) et offre une rémunération assez correcte pour ses actionnaires à 6,3% pour l'exercice 2023. Le titre est recommandé pour un placement en Compte Epargne en Actions. Pour l'année 2024, la STA devrait bénéficier d'une reprise, suite au lancement de la TIGO 1X (Voiture populaire) présentant le meilleur rapport qualité prix du secteur qui devrait renforcer l'offre commerciale sur le marché Tunisien, déjà riche d'une gamme large adaptée aux besoins du consommateur Tunisien.
- **City Cars** : Le concessionnaire de la marque KIA en Tunisie a affiché en 2023 un chiffre d'affaires 362MD en croissance de 9,6% par rapport à 2022 (331MD). Le distributeur de la marque Sud-Coréenne a su gérer au mieux les aléas du marché de l'automobile Tunisien qui affiche une baisse considérable, pour différentes raisons macroéconomiques. La stratégie du constructeur de repositionner la marque KIA à moyen gamme supérieur aide à faire front aux limites d'importations et d'améliorer la marge sur vente. Compte tenu de la résilience de la société et de l'ancrage de la marque dans l'esprit du consommateur Tunisien, nous considérons l'activité prometteuse et assez stable pour les années à venir. Le titre **City Cars** se traite à des niveaux très intéressants par rapport au secteur et par rapport au marché. En effet, l'action **City Cars** se traite actuellement à 7x le bénéfice net prévue pour 2023 et offre un rendement en dividende de 10,1%. Nous recommandons l'action pour un placement à moyen terme, notamment pour les comptes CEA.

Le présent document a été préparé par le Département « Analyse & Ingénierie financière » de BNA Capitaux. Il est basé sur des informations publiques. Ce document est publié uniquement dans un objectif d'information, il ne constitue pas une publicité et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Les informations contenues dans ce document n'ont qu'une valeur indicative, elles ne peuvent en conséquence engager directement ou indirectement la responsabilité de BNA Capitaux ou de ses collaborateurs. BNA Capitaux met tout en œuvre pour utiliser une information fiable, exacte et complète. Toutefois, aucune garantie, expresse ou implicite, n'est fournie en ce qui concerne l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans ce document.