

# AFC

المستشارون الماليون العرب  
ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

**GROUPE ATB**



## Revue AFC Second semestre 2021

Juillet 2021

*« Il est dur d'échouer ; mais il est pire de n'avoir jamais tenté de réussir » FD Roosevelt*

## D'abord résoudre la crise sanitaire...

Dans la moiteur typique d'un été tunisien qui s'étire de plus en plus avec son convoi de coupures d'eau, et de sécheresse, une pandémie qui n'en finit pas s'invite dans un contexte de crise systémique tant politique que financière.

Voici le tableau sommairement résumé de la Tunisie en ce début juillet 2021. Sur cette morosité ambiante vient s'ajouter l'effet, attendu certes, d'une nième dégradation de la note souveraine du pays à B- soit un cran au-dessus de la note CCC qui est celle d'un risque très élevé pour les créanciers du pays.

Le commentaire de Fitch souligne « qu'en l'absence de solides réformes, les créanciers pourraient considérer qu'une restructuration de la dette est nécessaire avant qu'un soutien supplémentaire puisse être accordé ». La composante politique explique la situation du pays avec un arrêt des nécessaires décisions à prendre pour combattre l'explosion du Covid 19 et ses conséquences désastreuses sur le Tourisme, les Transports et tous les métiers de services corrélés à ces secteurs. L'agence Fitch ajoute « Le pay-

*sage politique fragmenté et l'opposition sociale enracinée limitent la capacité du gouvernement à adopter des mesures d'assainissement budgétaire rigoureuses, ce qui complique les efforts visant à garantir le programme du FMI ». C'est ce que nous écrivions début mars 2021 dans le TBE de la Tunisie en soulignant que notre destin étant en train de nous échapper faute de consensus « Cependant, et dans le contexte actuel, les décideurs et leurs opposants sont incapables de se mettre d'accord sur une feuille de route consensuelle. Là encore, les rôles vont être inversés et le FMI sera obligé de préparer lui-même cette feuille de route pour la présenter et la négocier avec le gouvernement tunisien et les partenaires sociaux. Privées de toutes marges de manœuvre, les autorités tunisiennes n'ont pas le choix que d'accepter toutes les conditions exigées par le FMI ».*

Ainsi, qu'elle que soit la porte de laquelle on regarde l'avenir de la Tunisie tout est bouché ! Cependant nous avons souligné dans la précédente note de janvier 2021 que la question principale était celle d'une corruption

endémique qui parasitait les décisions des politiques « Politiquement les étapes de résolution du problème sont classiques : réforme du code électoral, instauration d'un seuil minimal de représentation puis élection législative ; mise en place d'un gouvernement de guerre contre la pauvreté, la corruption et pour la création d'une nouvelle économie tunisienne ».

En réalité aujourd'hui nous sommes à la croisée des chemins et nous considérons que malgré toutes ces tensions qui nous entourent la Tunisie a su dans le passé faire face à des défis aussi importants. Il faut juste avoir en tête l'intérêt du pays et des habitants et prendre les décisions qui s'imposent. La Tunisie a assez de ressources pour répondre immédiatement et rapidement au défi sanitaire en important massivement et au prix du marché les vaccins pour protéger sa population. Acheter 10 millions de doses d'un vaccin efficace ne devrait pas coûter plus que 300 millions de dinars (sur un budget total de plus de 51 milliard de dinars et pour lesquels la Tunisie pourra obtenir des prêts à des taux avantageux de la BM).

## Bilan économique

### Encore dans l'incertitude

Il est incontestable que l'économie tunisienne traverse sa plus mauvaise décennie depuis l'indépendance et qu'elle va se heurter à de rudes écueils. Une croissance en berne, un chômage et une dette qui explosent et les besoins de financement du budget ont atteint des sommets historiques.

Le besoin d'un recours massif au financement sur le marché local devient inéluctable mais n'est pas sans risques.

Avec un accès limité aux financements externes, le gouvernement et les grandes entreprises publiques pourraient se tourner vers les banques locales comme ce fut le cas l'année dernière. En effet, l'exposition des banques au secteur public s'en est trouvée accrue, allant jusqu'à 45% du total des actifs des banques.

Les perspectives d'un recours massif aux marchés internationaux étant limitées, l'exposition des banques à l'État devrait s'accroître dans les années à venir. Cela pourrait évincer le crédit au secteur privé à un moment où le financement privé est absolument nécessaire pour stimuler la reprise.

La Tunisie aurait besoin d'une stratégie budgétaire et d'une gestion de la dette à moyen terme crédibles et clairement communiquées. Cette stratégie nécessitera une étroite coordination entre la politique monétaire (Banque Centrale), la politique budgétaire et la réglementation du secteur financier, afin de parvenir à une vision commune de la capacité d'absorption globale des marchés financiers nationaux.

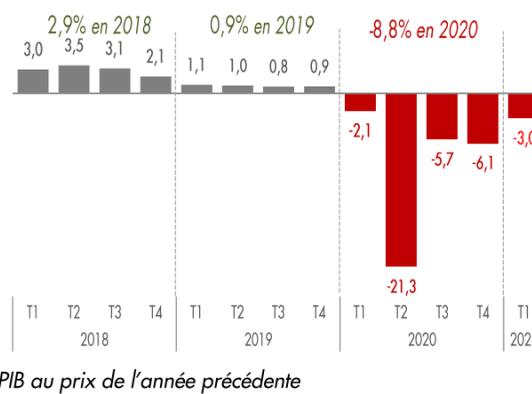
La Tunisie dont la marge de manœuvre budgétaire est limitée, voire inexistante, devra lancer des plans d'assainissement favorables à la croissance lorsque la crise s'estompera. Les décideurs doivent dès lors s'efforcer d'atténuer de manière proactive le risque de refinancement et de l'assèchement du marché aux acteurs privés.

Les opérations de gestion du passif (telles que l'allongement des échéances) pourront améliorer les conditions de la dette à court terme et le profil de la dette à moyen terme.

Le gouvernement a intérêt à proposer une vision globale du redressement économique et éviter le replâtrage. Une telle vision devrait clairement distinguer objectifs et moyens tout comme l'horizon court et moyen terme. Les actions doivent être orientées vers le redressement de l'appareil de production, la création de valeur ajoutée et l'exportation.

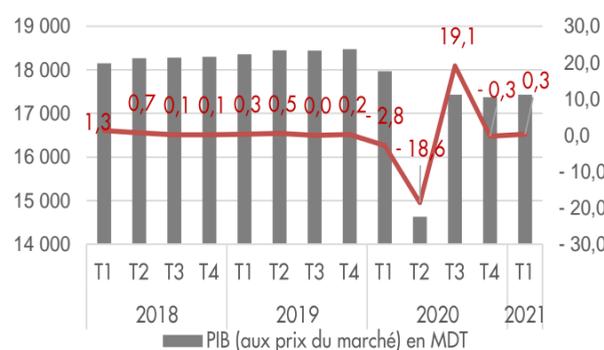
L'activité économique est en recul pour le 5<sup>ème</sup> trimestre consécutif. Les -3% du 1<sup>er</sup> trimestre 2021 par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2020 sont décevants. Ils remettent en cause la prévision du FMI qui était de +3,8% sur toute l'année 2021.

### Variation du PIB en Glissement annuel



PIB au prix de l'année précédente

### Variation trimestrielle du PIB



PIB au prix de l'année 2010

Les industries du cuir et des chaussures, celles du textile habillement et les industries électriques et mécaniques et de manière générale les industries s'en sortent bien.

Signalons l'excellente tenue de l'extraction du pétrole et du gaz conséquence de la mise en route du projet Nawara.

La baisse de l'agriculture provient de celle de la production d'huile qui a connu une baisse lors de la saison 20/21 comparée à 19/20.

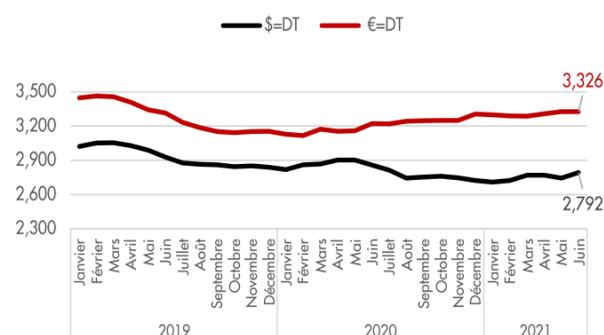
Nous ne retrouvons pas courant 2021 le niveau du PIB trimestriel de l'année 2019.

### Appréciation de la monnaie tunisienne en juin 2021 face au dollar américain

En juin 2021, le dinar s'est déprécié de 3,2% par rapport à l'euro et s'est apprécié de 2,4% par rapport au dollar américain et ce, par rapport à juin 2020.

Comparé à décembre 2020, le dinar s'est déprécié par rapport à l'euro et au dollar américain respectivement de 0,6% et 2,49%.

### Evolution des taux de change



### Hausse importante du taux d'inflation

En juin 2021, le taux d'inflation a atteint 5,7% contre une stagnation des deux derniers mois à 5% et contre un taux de 5,8% en juin 2020.

La hausse constatée résulte principalement de l'accélération observée du rythme des augmentations des prix des produits alimentaires et boissons non alcoolisées (7,2% contre 6,0% en mai), des prix du transport (3,4% contre 1,5%) et des prix des restaurants et hôtels (7,0% contre 5,8%).

Le taux d'inflation sous-jacente (hors Alimentaires et Energie) a également subi une augmentation à 5,4% contre 5% le mois précédent. Rappelons que ce taux était de 7,2% en juin 2020.

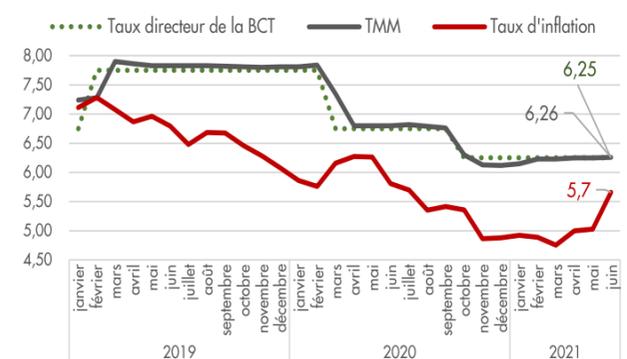
### Stagnation du Taux Directeur de la BCT à 6,25%

Le Taux Directeur du mois de juin est fixe à 6,25%, pour le neuvième mois consécutif.

### Légère hausse du TMM à 6,26%

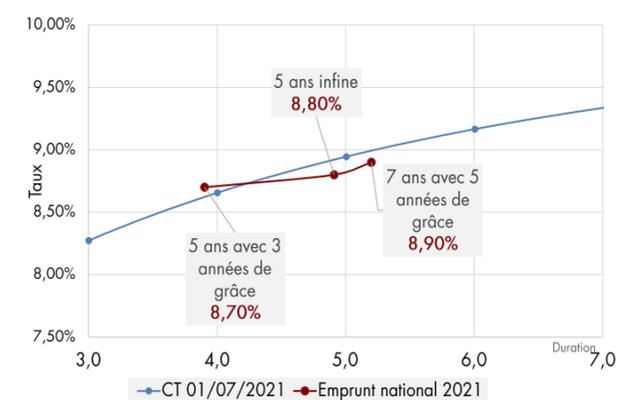
Le TMM du mois de juin 2021 a légèrement augmenté à 6,26% contre 6,25% les deux mois précédents et 6,80% en juin 2020.

### Inflation, TD et TMM



### Emprunt national 2021

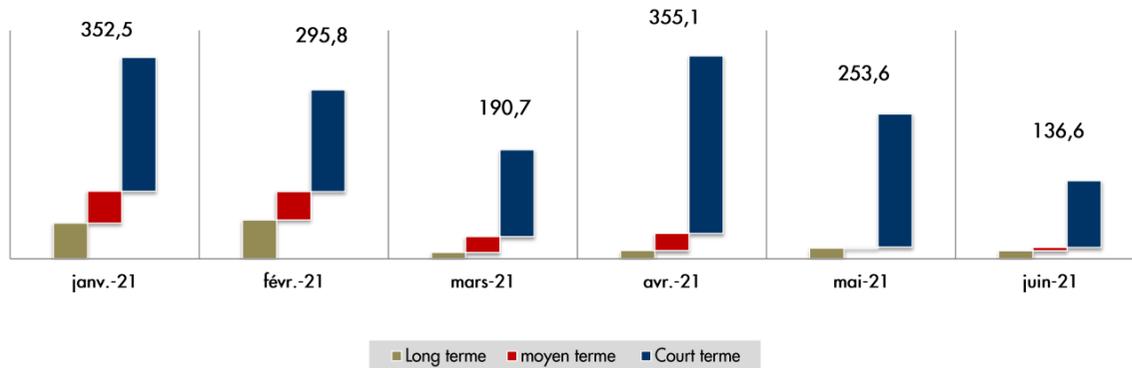
L'Etat a réussi à collecter un montant total de 700 millions de dinars après l'ouverture des souscriptions à l'emprunt national le 21 juin 2021 sous ces trois catégories.



## Marché obligataire

### Emissions de l'Etat

Volumes des émissions des BTA au premier semestre 2021

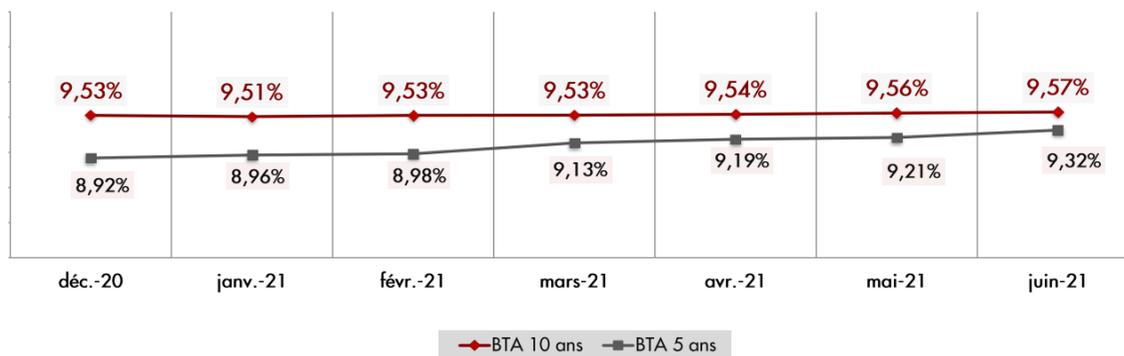


Le Trésor a collecté durant le premier semestre de l'année 2021 un total 1 584,3 millions de dinars en bons de trésor, soit 264 MDT en moyenne par mois.

Coté taux d'intérêts des émissions :

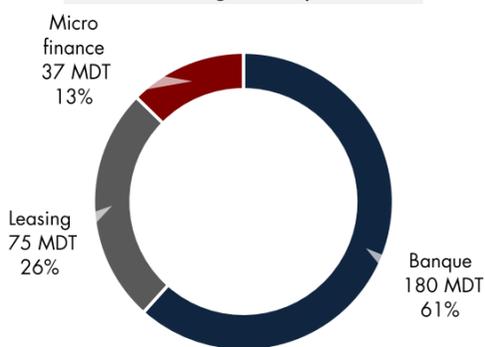
- Le taux actuariel du BTA 10 ans est passé de 9,53% au terme de l'année 2020 à 9,57% en juin 2021
- Le taux actuariel du BTA 5 ans est passé de 8,92% au terme de l'année 2020 à 9,32% en Juin 2021

Evolution des Taux des BTA

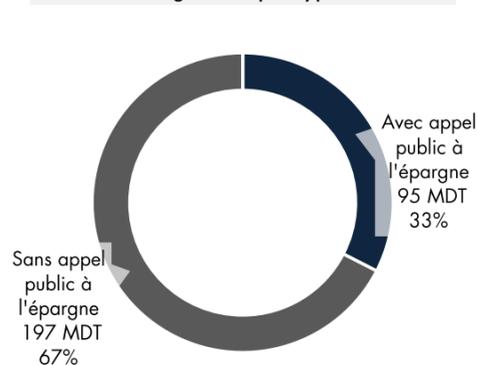


### Emissions privées

Emissions obligataires par secteur



Emissions obligataires par type d'émission



Les émissions privées d'emprunts obligataires au premier semestre 2021 ont totalisé un montant de 292 MDT réparties entre 61% pour les banques, 26% pour les sociétés de leasing et 13% pour les sociétés de microfinance.

67% de ces emprunts sont émis sans recours à l'appel public à l'épargne.

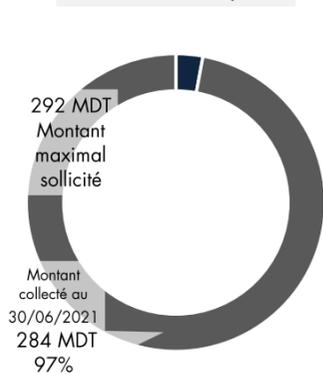
Le montant collecté sur les emprunts obligataires émis au premier semestre 2021 a atteint 284 millions de dinars contre un montant maximal sollicité de 292 millions de dinars. Seul l'emprunt BH Sub 2021 n'a pas été souscrit à son maximum, soit 61,5 MDT collectés contre un montant maximum sollicité de 70 MDT.

Les orientations des souscripteurs en termes de type de taux ont été quasi-exclusivement orientées vers les taux fixes, soit à hauteur de 93%.

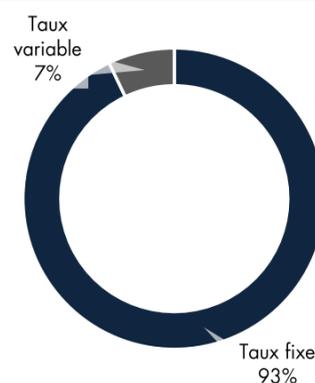
Les taux d'émissions ont varié entre 8,70% et 10,75% pour le fixe et TMM + 2,3% et TMM +4% pour le taux variable.

Les durées des emprunts se sont étalées entre 5 années par amortissement constant semestriel au minimum et 7 années avec deux années de grâce au maximum.

Montant collecté/émis



Souscriptions aux emprunts par type de taux



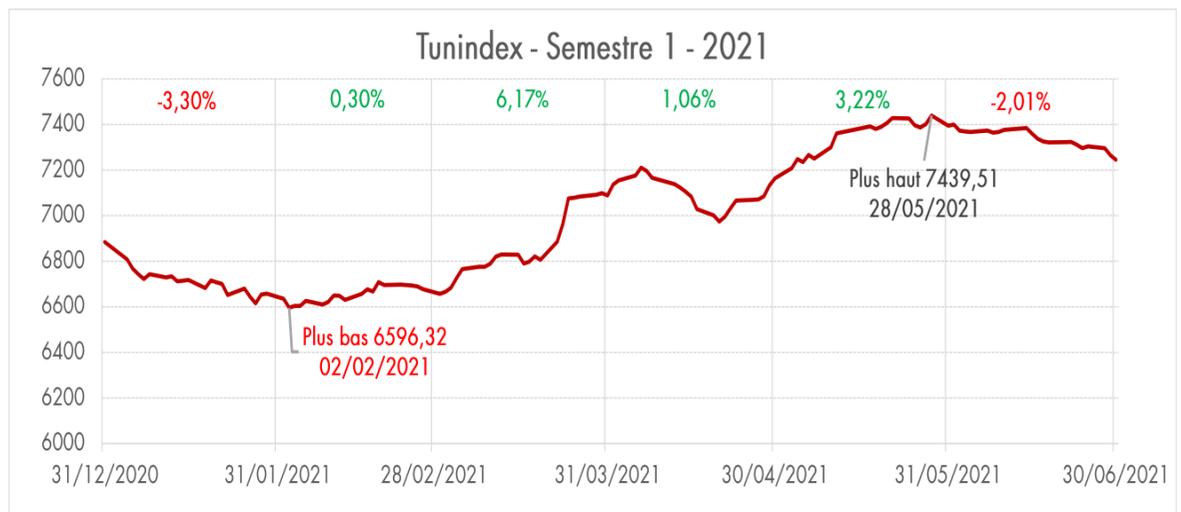
## Bilan boursier

### Evolution du TUNINDEX depuis 2016 à fin Juin 2021

Dans un contexte politico-économique très difficile et malgré les ampleurs de la pandémie en Tunisie, l'indice boursier tunisien réalise une performance de 5,24% contre une baisse de 6,94% pour le premier semestre de l'année 2020. En effet, après une baisse de 3,3% en Janvier 2021, le Tunindex a enchaîné 4 mois consécutifs de hausses avant de céder 2,01% durant le mois de Juin 2021. L'indice du secteur bancaire a réalisé une hausse de 9,77% sur le premier semestre 2021 grâce notamment aux performances de la BIAT et d'ATTIJARI. Le secteur des Assurances a accusé un repli de 3,69%. Le secteur agro-alimentaire et boissons gagne 4,17% alors que le secteur de l'Industrie baisse de 5,80%.



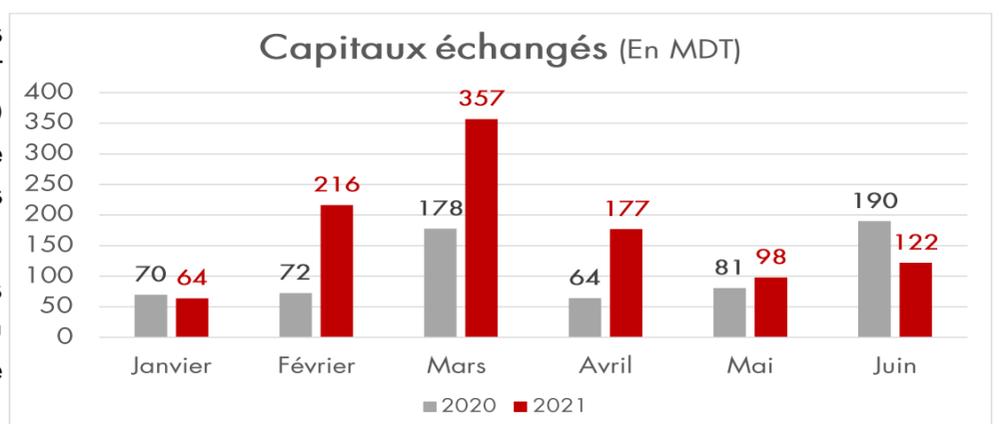
La Bourse a entamé l'année sur une tendance négative en essayant une perte de 3,3% en janvier. Ainsi, le Tunindex atteignait son plus bas le 2 février 2021 à 6 596,32 points. L'indice réalisait jusqu'alors une performance de -4,19% depuis début 2021. L'indice a ensuite gagné 12,78% pour atteindre son plus haut le 28 mai passé à 7 439,51 points. L'évolution inquiétante de la pandémie n'a pas été favorable pour le mois de juin durant lequel le Tunindex cèdera 2,01%.



### Evolution des capitaux échangés

S'agissant des transactions, la Bourse a enregistré durant les six premiers mois de 2021 un volume global de 1 338,7 MDT en progression de 16,1% par rapport au 1er semestre 2020 (1 153 MDT) mais toujours inférieur au premier semestre de l'année 2019 qui a accumulé un volume global d'échanges de 1 647,9 MDT.

Pour ce qui concerne le marché de la cote de la Bourse, les actions et obligations échangées ont atteint 1 089,1 MDT au 30/06/2021 contre 701,9 MDT au 30/06/2020 soit une hausse de 55,2%.



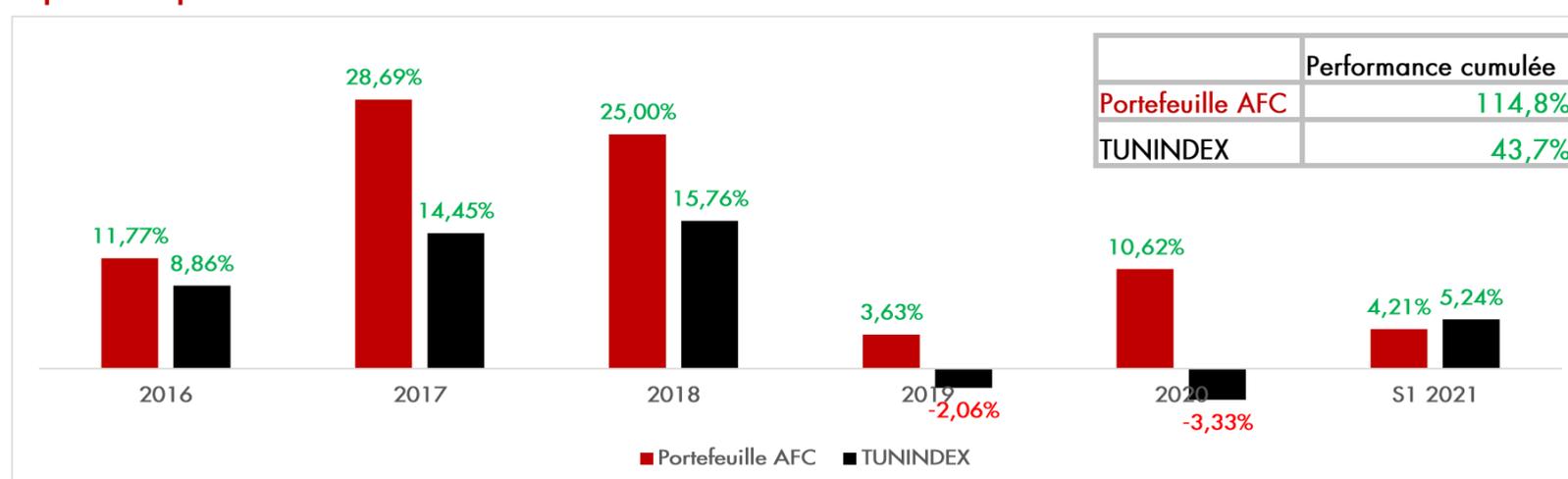
En termes de répartition, les obligations ont représenté 5,1% du total des échanges sur la cote contre 6,7% à fin Juin 2020 et 18,3% à fin Juin 2019. Du côté des actions, le total des capitaux échangés sur le premier semestre 2021 s'élève à 1 033,6 MDT contre 654,7 MDT au terme du premier semestre 2020 soit une progression de 57,9% incluant l'acquisition par le Groupe CARTE de 39% du capital de l'UBCI détenus par BNP PARIBAS pour un montant global de 183,3 MDT.

## Bilan boursier et historique des portefeuilles

## Palmarès des valeurs durant le 1er semestre 2021

Plus fortes hausses du 1er semestre 2021			Plus fortes baisses du 1er semestre 2021			Plus gros volumes du 1er semestre 2021		
Valeur	Performance S1 2021	Cours de clôture (DT)	Valeur	Performance S1 2021	Cours de clôture (DT)	Valeur	Volume S1 2021 (mDT)	Performance S1 2021
AIR LIQUIDE TSIE	46,43%	114,00	UADH	-80,14%	0,61	UBCI	185 980	11,88%
BIAT	43,16%	62,50	GIF-FILTER	-59,12%	0,94	SFBT	99 517	-0,08%
CITY CARS	37,81%	11,37	AMS	-26,66%	2,54	SAH	92 275	0,65%
STIP	35,86%	1,25	UNIMED	-20,83%	1,75	ARTES	86 817	30,00%
LAND OR	31,82%	9,32	AETECH	-19,67%	0,64	ATTIJARI BANK	83 400	21,76%
ARTES	30,00%	5,33	SOTETEL	-19,26%	1,19	BH ASSURANCE	47 157	2,11%
CIL	21,90%	17,88	STB	-15,82%	4,54	CARTHAGE CEMENT	40 661	-9,47%
ATTIJARI BANK	21,76%	31,15	OFFICEPLAST	-15,23%	0,61	BIAT	36 937	43,16%
POULINA GP HOLDING	20,88%	12,30	BNA	-13,80%	8,40	ONE TECH HOLDING	35 970	2,08%
SIPHAT	20,31%	4,62	ELECTROSTAR	-11,76%	1,70	EURO-CYCLES	32 569	18,03%

## Historique des portefeuilles de l'AFC



Durant le 1er semestre 2021 notre portefeuille recommandé a réalisé une performance de 4,21% contre 5,24% pour le marché. La performance cumulée de nos portefeuilles recommandés depuis 2016 affiche un gain de 114,8% contre 43,7% pour l'indice de référence du marché.

Durant ces cinq dernières années, les performances que nous réalisons témoignent de l'efficacité et de la précision de nos choix de valeurs que nous sélectionnons sur des bases solides.

## Evolution prévisionnelle des bénéfices sectoriels

(En MDT)	Bénéfices 2019	Bénéfices 2020	VAR 20/19	Bénéfices 2021 p	VAR 21/20	Bénéfices 2022 p	VAR 22/21
Secteur							
Bancaire	1438,0	979,6	-32%	1191,0	22%	1327,5	11%
Agro-alimentaire	265,4	279,0	5,1%	298,8	7%	310,6	4%
Biens de consommation	169,0	127,2	-24,7%	165,9	30%	207,2	25%
Distribution automobile	69,4	74,9	8%	78,4	5%	83,0	6%
Leasing	36,3	36,8	2%	47,6	29%	54,2	14%
Assurances	110,6	87,0	-21%	111,9	29%	121,0	8%
Industrie	91,4	47,6	-48%	74,1	56%	100,9	36%
Sociétés d'investissements	25,0	24,2	-3%	21,6	-11%	22,2	3%
Matériaux de construction	30,0	43,0	43%	95,8	123%	151,6	58%
Pharmaceutique	19,2	8,6	-55%	11,0	28%	14,5	32%
Distribution générale	0,1	0,0		0,0		18,5	100%
Immobilier	1,1	8,0	622%	7,4	-8%	10,6	44%
Divers	16,6	20,0	21%	23,1	15%	25,9	12%
Infrastructures et travaux publics	0,0	3,9		0,0	-100%	0,0	0%
Total	2272,1	1739,7	-23%	2126,5	22%	2447,6	15%

Après une année 2020 très morose qui s'est traduite par une baisse de l'ensemble des bénéfices des sociétés cotées de plus de 20% et malgré une situation politique, économique et sanitaire qui demeure très instable, les bénéfices réalisés en 2021 devraient connaître une croissance suite à la révision à la baisse de l'impôt sur les sociétés (de 25% à 15% pour les sociétés qui étaient soumises au régime de 25%) qui a été adoptée en décembre 2020 à travers l'article 3 du projet de la Loi de finances 2021.

En attendant de voir l'impact de l'IFRS sur le secteur bancaire, nous nous attendons à un gain des bénéfices des banques de 22% contre une baisse de 32% en 2020. Le secteur des biens de consommation a perdu près de 25% de ses bénéfices en 2020 en conséquence de la chute des bénéfices de POULINA. Il devrait se rattraper durant 2021 en augmentant ses bénéfices de 30%. Après une chute de 48% en 2020, les bénéfices du secteur de l'industrie devraient croître de plus de 50% en 2021. Le secteur des matériaux de construction, boosté par les résultats de CARTHAGE CEMENT, a fait grimper ses bénéfices de 43% en 2020 et devrait maintenir une tendance haussière grâce notamment aux prévisions positives de CIMENTS DE BIZERTE.

## Notre Stratégie pour la deuxième partie de 2021

Pour notre sélection des valeurs pour le second semestre 2021, nous avons décidé de maintenir la résilience comme ligne de conduite. C'est à dire des sociétés capables de résister à une conjoncture défavorable et dont l'activité et les performances financières seront peu affectées par les difficultés que la Tunisie connaît.

Ainsi, nous sommes restés dans la même optique c'est-à-dire identifier les secteurs qui seraient les plus résilients dans la période actuelle, puis à l'intérieur de ce groupe, identifier les sociétés les plus à même de représenter cette résilience.

Les huit sociétés que nous avons choisies appartiennent aux secteurs les plus défensifs tels que les Assurances, l'Agro-alimentaire, les Biens de consommation et une valeur industrielle dont nous salvons la solidité de ses fondamentaux, l'accroissement de sa capacité de production de consommation écologique (le verre) avec l'utilisation d'énergie alternative (photovoltaïque) à la clé.

### Portefeuille AFC

<b>Assurances</b>
<b>MAGHREBIA</b>
<b>Agro-alimentaire</b>
<b>CÉRÉALIS</b>
<b>DELICE HOLDING</b>
<b>LANDOR</b>
<b>SFBT</b>
<b>Biens de consommation</b>
<b>EUROCYCLES</b>
<b>SAH</b>
<b>Industrie</b>
<b>SOTUVER</b>

### Indicateurs financiers des sociétés recommandées

Sociétés	Capi Juin 2021	CA 2021/CA 2020 P	CA 2022/CA 2021 P	RN 2021/RN 2020 P	RN 2022/RN 2021 P	PER 2021 P	Div yield 2021 P	ROE 2021 P
MAGHREBIA	279,0	7,2%	8,8%	1,6%	10,1%	11,9	3,2%	22,6%
CEREALIS	44,6	8,5%	8,0%	9,3%	8,0%	11,6	2,0%	18,6%
DELICE	807,1	7,0%	7,0%	0,6%	5,8%	13,9	2,7%	20,3%
LAND'OR	104,6	13,0%	10,0%	20,8%	15,6%	12,4	2,7%	11,7%
SFBT	4524,3	2,0%	5,5%	8,1%	2,7%	19,9	4,0%	20,2%
EURO-CYCLES	255,7	22,0%	14,0%	17,1%	15,6%	13,2	5,9%	37,0%
SAH	794,0	8,0%	8,0%	34,7%	26,9%	17,6	2,1%	13,7%
SOTUVER	217,6	15,0%	15,0%	34,1%	20,4%	15,2	5,5%	17,8%

## Notre portefeuille

## ASSURANCES MAGHREBIA

ASSUR MAGHREBIA		Code ISIN TN0007830011	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: <b>Marché principal</b>			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2020	un an glissant	2019	2020	2021p	2022p		
Secteur: <b>ASSURANCES</b>			Variation	-2,3%	7,8%	13,8%	Primes émises (en MDT)	238,5	262,3	281,2	306,0	
Principaux actionnaires			+Haut	63,000DT	65,700DT	65,700DT	Sinistres réglés (en MDT)	131,8	123,3	136,7	147,8	
Union Financière Holding	56,9%	Cours du 30/06/2021 <b>62,000 DT</b>	+Bas	61,510DT	57,500DT	55,500DT	% CA vie	27,7%	29,3%	28,9%	29,5%	
Famille TRABELSI	6,7%		Ratios	2019	2020	2021p	2022p	% CA non vie	72,3%	70,7%	71,1%	70,5%
Part. étrangère	0,7%	Capitalisation boursière 279,0 MDT Vol. des transactions hebdo: 4 875,3 MDT	P/E	17,4x	12,1x	11,9x	10,8x	CA (en MDT)	238,5	262,3	281,2	306,0
Fonds propres	98,7 MDT		Div Yield	1,9%	3,0%	3,2%	3,4%	Résultat technique (en MDT)	23,7	35,8	35,8	38,5
Nombre d'actions	4,5 Mi	Acheter	P/B	2,1x	2,8x	2,7x	2,4x	Résultat net (en MDT)	16,1	23,1	23,5	25,9
Valeur nominale	10,0 DT		BPA (en DT)	3,568	5,133	5,222	5,756	DPA (en DT)	1,180	1,870	1,960	2,100
							Pay out	33,1%	36,4%	37,5%	36,5%	
							ROE	12,3%	23,4%	22,6%	22,7%	

Au 31 décembre 2020, la compagnie affiche un chiffre d'affaires de 187,4 MDT contre 170,8 MDT une année auparavant, soit une progression de 9,76% par rapport à la même période de l'exercice écoulé.

La branche santé enregistre la meilleure performance avec une croissance de 15,3% en passant de 59 MDT à 68,1 MDT suivie par la branche automobile avec un taux de croissance de 8,4% puis la branche IRDS avec un taux de 8,1%.

La compagnie a dégagé un bénéfice de 18,7 MD en 2020, soit une progression de 57,5% par rapport à 2019 et dépassant de 43,8% les projections du prospectus d'introduction.

Au niveau de la branche vie, le groupe affiche une forte progression de 31,5% à 76,9 MDT. Les produits des placements vie se sont accrus de 25,6% à 29,9 MDT.

Au niveau des états financiers consolidés, le résultat net part du groupe a atteint 23,1 MD, contre 16,3 MD en 2020, ce qui représente une croissance de 41,7%.

## CEREALIS

CEREALIS		Code ISIN TN0007640014	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: <b>Marché principal</b>			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2020	un an glissant	2019	2020	2021p	2022p		
Secteur: <b>IND. AGRO-ALIMENTAIRES</b>			Variation	8,9%	1,0%	60,2%	BFR (en MDT)	6,2	3,1	4,1	4,4	
Principaux actionnaires		Cours du 30/06/2021 <b>9,120 DT</b>	+Haut	9,120DT	9,580DT	9,580DT	Dette nette (en MDT)	-2,6	-7,0	-6,5	-6,0	
GAHBICHE Karim	29,4%		Ratios	+Bas	8,860DT	7,880DT	5,380DT	Gearing	-14,2%	-34,1%	-30,5%	-29,1%
Ekuity capital	20,2%	Capitalisation boursière 44,6 MDT Vol. des transactions hebdo: 0,0 MDT	VE/CA	1,3x	1,1x	1,1x	1,0x	CA (en MDT)	31,8	33,0	35,8	38,7
Part. étrangère	0,0%		VE/EBITDA	6,1x	5,0x	4,8x	4,5x	EBITDA (en MDT)	6,9	7,5	8,0	8,6
Fonds propres	19,6 MDT		VE/EBIT	8,0x	6,9x	6,6x	6,1x	EBIT (en MDT)	5,2	5,5	5,8	6,3
Nombre d'actions	4,9 Mi		P/E	13,7x	12,6x	11,6x	10,7x	Résultat net (en MDT)	3,3	3,5	3,9	4,2
Valeur nominale	1,0 DT		Div Yield	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	BPA (en DT)	0,668	0,721	0,788	0,851
			P/B	2,5x	2,3x	2,1x	1,9x	DPA (en DT)	0,160	0,170	0,180	0,200
							Pay out	33,7%	31,0%	30,0%	30,9%	
							ROE	18,3%	17,5%	18,6%	20,6%	

L'année 2020 a été l'année qui a confirmé le statut de résilience pour CEREALIS. En effet, la société a enregistré un taux de croissance de 3,8% de son chiffre d'affaires par rapport à 2019 en atteignant 33 MDT. En améliorant ses avantages compétitifs et son efficacité opérationnelle, la société a augmenté son EBITDA de 8% et son résultat net part du groupe de 8,3% à 3,53 MDT.

Au niveau du mix produits, la croissance a pu être générée à la fois sur la gamme Small et la gamme Large. CEREALIS s'est introduit sur le segment des produits sucré salé avec le Candy pop qui a connu un franc succès. Néanmoins, à cause de la crise sanitaire la société devrait faire face au renchérissement des intrants et des coûts de logistique.

L'objectif de la société est d'être leader à la fois en termes de part de marché, de développement des snacks salés, de maintien d'innovation et des fortes capacités de placement.

## Notre portefeuille

## DELICE HOLDING

DELICE HOLDING		Code ISIN TN0007670011	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2020	un an glissant	2019	2020	2021p	2022p	BFR (en MDT)	2019	2020	2021p	2022p
Variation	0,7%	-1,3%	5,9%					71,3	73,5	67,1	58,0	
+Haut	14,700DT	15,100DT	15,350DT					179,1	152,3	139,5	126,8	
+Bas	14,580DT	14,400DT	13,367DT					84,9%	60,8%	48,6%	38,8%	
Ratios				2019	2020	2021p	2022p	CA (en MDT)	965,4	1 046,7	1 120,0	1 198,4
VE/CA	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x				EBITDA (en MDT)	106,7	134,9	138,3	143,9
VE/EBITDA	9,2x	7,1x	6,8x	6,5x				EBIT (en MDT)	59,9	82,2	82,5	84,7
VE/EBIT	16,5x	11,7x	11,5x	11,0x				Résultat net (en MDT)	46,5	57,8	58,2	61,6
P/E	17,3x	14,0x	13,9x	13,1x				BPA (en DT)	0,847	1,053	1,060	1,121
Div Yield	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%				DPA (en DT)	0,333	0,370	0,400	0,420
P/B	1,4x	1,4x	1,4x	1,3x				Pay out	96,0%	95,2%	95,5%	94,1%
								ROE	22,1%	23,1%	20,3%	18,9%

Le Groupe DELICE est un acteur prépondérant dans la production de produits laitiers, des jus et des boissons. Fort de sa notoriété, le Groupe contrôle actuellement 9 sociétés agissant dans le domaine de l'agro-alimentaire dont la société Délice des Eaux Minérales récemment créée, qui lui a permis de pénétrer le secteur des eaux minérales à travers un circuit de distribution bien ancré.

Malgré la crise sanitaire du COVID 19, l'instabilité régnante dans le pays, une absence de plan de relance économique et un climat peu propice à l'investissement, le Groupe a dépensé plus de 150 MDT ces deux dernières années afin d'augmenter sa capacité de production de jus et de fromages, de démarrer son projet de cogénération et de créer son unité de mise en bouteilles d'eau de source minérale.

Un chiffre d'affaires consolidé qui passe de 978,8 MDT en 2019 à 1 078 MDT en 2020 dépassant ainsi la barre du milliard de dinars en alignant une hausse de plus de 10% malgré la baisse du pouvoir d'achat. Les bénéfices consolidés ont augmenté de 23,4% en passant de 46,5 MDT en 2019 à 57,8 MDT en 2020.

Bénéficiant de fondamentaux solides de perspectives prometteuses, le titre demeure attrayant pour des investisseurs désirant investir dans un acteur principal de l'industrie agro-alimentaire tunisienne.

## LAND'OR

LAND OR		Code ISIN TN0007510019	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2020	un an glissant	2019	2020	2021p	2022p	BFR (en MDT)	2019	2020	2021p	2022p
Variation	-2,8%	31,8%	69,6%					13,6	19,3	17,5	14,5	
+Haut	9,560DT	9,690DT	9,690DT					-20,8	-9,4	-6,5	-6,3	
+Bas	9,320DT	7,070DT	5,570DT					Gearing	-32,4%	-13,7%	-9,0%	-8,2%
Ratios				2019	2020	2021p	2022p	CA (en MDT)	110,9	131,5	148,6	163,4
VE/CA	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x				EBITDA (en MDT)	12,1	14,7	15,6	17,9
VE/EBITDA	6,9x	6,5x	6,3x	5,5x				EBIT (en MDT)	8,1	10,2	11,2	13,6
VE/EBIT	10,3x	9,4x	8,8x	7,2x				Résultat net (en MDT)	4,7	7,0	8,4	9,7
P/E	22,4x	15,0x	12,4x	10,7x				BPA (en DT)	0,415	0,622	0,751	0,868
Div Yield	1,9%	2,1%	2,7%	3,2%				DPA (en DT)	0,180	0,200	0,250	0,300
P/B	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x				Pay out	55,5%	35,9%	36,7%	38,1%
								ROE	7,3%	10,2%	11,7%	12,7%

La société a réalisé au terme de l'année 2020 une croissance de plus de 20% de ses revenus consolidés à 131,5 MDT. Sur le marché local, et malgré l'impact négatif de la crise sanitaire sur l'économie nationale, la société a pu réaliser une croissance de plus de 10%. Sur le marché export, la société a affiché une performance exceptionnelle en clôturant l'année avec une croissance de 38% essentiellement sur les marchés marocain et libyen. Au niveau du résultat, grâce à la bonne tenue des ventes et au redressement de la situation financière et en dépit des hausses des prix des matières premières, le résultat net part du groupe a atteint 7 MDT, soit en croissance de 50% par rapport à l'année 2019.

Au niveau des perspectives, les travaux de l'usine marocaine ont commencé depuis la fin de l'année 2020. Celle-ci devrait être prête pour la fin du mois d'octobre 2021 et devrait réaliser un chiffre d'affaires de plus de 10 millions d'euro en 2022 pour atteindre 20 millions d'euro en 2023.

## Notre portefeuille

### SFBT

SFBT		Code ISIN TN0001100254	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.		semaine	depuis le 31/12/2020	un an glissant	2019	2020	2021p	2022p				
Variation		-1,9%	-0,1%	11,9%								
+Haut		18,390DT	20,285DT	20,285DT								
+Bas		18,280DT	17,055DT	16,235DT								
Ratios		2019	2020	2021p	2022p							
VE/CA		3,6x	3,5x	3,4x	3,3x							
VE/EBITDA		12,6x	10,6x	10,6x	10,3x							
VE/EBIT		16,3x	14,6x	15,4x	15,1x							
P/E		21,5x	21,5x	19,9x	19,4x							
Div Yield		3,6%	3,9%	4,0%	4,2%							
P/B		6,6x	6,2x	5,4x	4,7x							
BFR (en MDT)		359,6	364,9	369,8	370,5							
Dettes nettes (en MDT)		-197,7	-306,3	-309,9	-314,4							
Gearing		-19,7%	-29,3%	-27,5%	-26,2%							
CA (en MDT)		1 202,9	1 202,9	1 226,9	1 294,4							
EBITDA (en MDT)		343,9	396,3	397,5	409,5							
EBIT (en MDT)		265,0	288,7	273,8	279,6							
Résultat net (en MDT)		210,9	210,6	227,6	233,7							
BPA (en DT)		0,852	0,851	0,919	0,944							
DPA (en DT)		0,650	0,715	0,730	0,760							
Pay out		77,2%	88,0%	83,1%	84,3%							
ROE		21,0%	20,2%	20,2%	19,5%							

Blue chip de la Bourse tunisienne, la société a une capitalisation boursière de 4 600 MDT représentant 19,2% de la capitalisation boursière du marché !

Le groupe de fabrication et de commercialisation de boissons ne cesse de consolider sa position de leader sur la plupart des produits qu'il commercialise.

Malgré la hausse de la taxe de consommation sur la bière et une saison touristique qui s'annonce très modeste, nous estimons que la SFBT devrait faire preuve de résilience face à cette situation.

Son secteur, son management, ses dividendes récurrents, sa capitalisation et sa liquidité confèrent à la SFBT le caractère d'une valeur de fond de portefeuille.

### EURO-CYCLES

EURO-CYCLES		Code ISIN TN0007570013	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.		semaine	depuis le 31/12/2020	un an glissant	2019	2020	2021p	2022p				
Variation		-2,7%	18,0%	40,5%								
+Haut		29,400DT	29,700DT	29,700DT								
+Bas		28,700DT	23,505DT	19,395DT								
Ratios		2019	2020	2021p	2022p							
VE/CA		2,9x	2,3x	1,9x	1,6x							
VE/EBITDA		19,8x	13,2x	10,5x	9,0x							
VE/EBIT		23,2x	15,2x	12,1x	10,5x							
P/E		29,3x	15,4x	13,2x	11,4x							
Div Yield		3,8%	5,3%	5,9%	5,9%							
P/B		6,9x	5,8x	5,1x	4,5x							
BFR (en MDT)		26,3	56,1	58,7	61,9							
Dettes nettes (en MDT)		-1,2	22,1	20,6	18,9							
Gearing		-2,9%	47,2%	39,1%	31,8%							
CA (en MDT)		87,6	119,8	146,2	166,7							
EBITDA (en MDT)		12,9	21,0	26,2	30,4							
EBIT (en MDT)		11,0	18,2	22,8	26,0							
Résultat net (en MDT)		8,7	16,6	19,4	22,5							
BPA (en DT)		0,980	1,864	2,182	2,522							
DPA (en DT)		1,090	1,515	1,700	1,700							
Pay out		95,7%	82,7%	77,9%	75,3%							
ROE		21,8%	35,6%	37,0%	37,9%							

Malgré les impacts relatifs à la crise de la COVID-19, la société a réalisé un chiffre d'affaires de près de 120 MDT contre 87,6 MDT en 2019 soit une croissance de 37%. Les bénéfices réalisés en 2020 affichent 16,6 MDT contre 8,7 MDT en 2019. Malgré un très bon cru 2020, la société a réalisé un chiffre d'affaires durant le premier trimestre 2021 de 31 MDT contre 19,3 MDT pour le T1 2020 soit une progression de 61%.

EURO-CYCLES exporte désormais vers 15 pays, la plupart européens, avec comme principal client l'Angleterre qui accapare 73% des produits finis vendus. Le confinement, la distanciation sociale et le label écologique des vélos ont boosté la demande en Europe. De surcroît, les perturbations logistiques en extrême orient favorisent EURO-CYCLES de par son emplacement géographique.

Le vélo électrique offre de nouvelles perspectives de croissance à la société qui le considère comme étant indéniablement son futur produit phare. C'est un marché prometteur, surtout en Europe. Le management s'intéresse à la fabrication des batteries de vélo et ambitionne de monter un partenariat dans ce sens.

Les bénéfices 2020 d'EURO-CYCLES pourraient avoisiner les 20 MDT. Pour son profil de croissance et par rapport à son cours actuel la société est valorisée à 13,2 fois ses bénéfices 2021 avec un div yield de 6%.

## Notre portefeuille

### SAH

SAH		Code ISIN TN0007610017	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.		semaine	depuis le 31/12/2020		un an glissant		2019	2020	2021p	2022p		
Variation		-1,6%	0,7%		13,2%		BFR (en MDT)	342,1	353,2	373,9	396,0	
+Haut		12,200DT	12,920DT		13,360DT		Dettes nettes (en MDT)	294,9	333,5	349,2	376,4	
+Bas		12,150DT	11,750DT		10,630DT		Gearing	78,1%	83,9%	81,1%	80,7%	
Ratios		2019	2020	2021p	2022p	CA (en MDT)	560,1	628,1	678,4	732,7		
VE/CA		1,9x	1,8x	1,7x	1,6x	EBITDA (en MDT)	81,3	115,5	126,0	137,9		
VE/EBITDA		13,4x	9,8x	9,1x	8,5x	EBIT (en MDT)	54,7	76,3	86,1	97,2		
VE/EBIT		19,9x	14,8x	13,3x	12,0x	Résultat net (en MDT)	23,0	33,4	45,0	57,1		
P/E		34,6x	23,8x	17,6x	13,9x	BPA (en DT)	0,351	0,511	0,688	0,873		
Div Yield		1,2%	1,9%	2,6%	3,3%	DPA (en DT)	0,150	0,230	0,320	0,400		
P/B		3,3x	3,0x	2,8x	2,5x	Pay out	55,1%	48,6%	50,2%	49,5%		
						ROE	7,9%	10,6%	13,7%	16,5%		

Créée en 1994, la Société d'Articles Hygiéniques est une fierté de l'économie tunisienne. Initialement spécialisé dans les articles hygiéniques et nouvellement introduit sur le segment des produits détergents, le Groupe compte aujourd'hui 8 filiales implantées en Algérie, au Maroc, en Libye, en Côte d'Ivoire et au Sénégal et commercialise ses produits à travers plus de 40 000 points de vente.

Malgré une année 2020 des plus difficiles marquée par l'impact de l'épidémie COVID-19, le leader national des produits hygiéniques a réalisé une progression de ses revenus de 12% et une marge brute qui passe de 37% en 2019 à 42% en 2020. Les bénéfices de 2020 ont plus que doublé par rapport à 2019 à 33,4 MDT (si l'on retire les effets du périmètre de consolidation en 2019).

SAH a su appliquer sa stratégie basée sur la diversification et l'élargissement du portefeuille produits et sur une expansion régionale avec une présence commerciale dans plusieurs pays africains.

Le lancement dans les produits détergents à travers sa filiale Azur détergent a été très rentable pour le Groupe. Durant le premier semestre 2021, les revenus des détergents ont représenté plus de 20% du CA du Groupe contre 10% en 2020 dépassant ainsi les prévisions du management.

Les retombées de leur vaste programme d'investissement commencent à donner leurs fruits.

La valeur conjugue un profil de croissance solide tout en appartenant à un secteur très défensif.

### SOTUVER

SOTUVER		Code ISIN TN0006560015	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.		semaine	depuis le 31/12/2020		un an glissant		2019	2020	2021p	2022p		
Variation		-1,5%	-6,2%		3,9%		BFR (en MDT)	63,4	92,1	98,8	108,0	
+Haut		6,690DT	7,080DT		7,100DT		Dettes nettes (en MDT)	42,5	34,3	34,8	35,1	
+Bas		6,550DT	6,360DT		5,391DT		Gearing	80,8%	29,9%	29,1%	27,4%	
Ratios		2019	2020	2021p	2022p	CA (en MDT)	97,3	91,1	104,8	120,5		
VE/CA		2,7x	2,8x	2,4x	2,1x	EBITDA (en MDT)	26,3	27,7	33,8	37,9		
VE/EBITDA		9,9x	8,1x	7,5x	6,7x	EBIT (en MDT)	16,8	16,4	21,6	25,0		
VE/EBIT		15,5x	15,3x	11,7x	10,1x	Résultat net (en MDT)	11,7	10,7	14,3	17,2		
P/E		18,7x	20,4x	15,2x	12,6x	BPA (en DT)	0,351	0,321	0,430	0,518		
Div Yield		2,3%	5,2%	4,6%	4,9%	DPA (en DT)	0,150	0,340	0,300	0,320		
P/B		3,2x	2,7x	2,4x	2,2x	Pay out	33,9%	69,3%	74,4%	57,9%		
						ROE	16,9%	14,2%	17,8%	18,6%		

Au cours de l'année 2020, SOTUVER a fait face à une conjoncture difficile qui a provoqué l'arrêt partiel de la production et a limité la circulation des marchandises. Ainsi, le chiffre d'affaires a accusé un recul de 6% par rapport à 2019 à 91,1 MDT. Cette baisse provient exclusivement de la régression des ventes à l'export de 19% par rapport à la réalisation de l'année précédente.

Le résultat net individuel a progressé de 4,2 MDT en 2020, soit 16,2 MDT contre 12 MDT au titre de l'exercice 2019. Cette performance provient d'une plus value exceptionnelle de la cession d'un terrain à sa nouvelle filiale Sotuver Glass Industries. A contrario le résultat net part du groupe a accusé une légère baisse de 8,7% en 2020 à 10,65 MDT.

Au volet des perspectives, la nouvelle usine est en cours de construction et les travaux avancent convenablement pour un démarrage prévisionnel au cours du premier semestre 2022. La carrière de sable mis en développement depuis des années a fait ressortir des résultats qualitatifs encourageants.

Concernant le projet photovoltaïque, la société a lancé une étude de production d'énergie à travers des panneaux photovoltaïques sur les toitures de l'usine.

Leader dans la production du verre d'emballage pour le conditionnement des produits agro-alimentaires, le Groupe offre des perspectives très prometteuses.

# AFC

المستشارون الماليون العرب  
ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

**GROUPE ATB**

Férid Ben Brahim Directeur Général  
Mehdi Dhifallah Chef du département des études et de la recherche  
Jihen Ellouze Khlif Analyste financier  
Boubaker Rekik Analyste financier

AFC- Arab Financial Consultants - Groupe ATB

Siège social : « Carré de L'Or, » Les jardins du Lac II. 1053 Tunis.

Tél : (+216) 70 020 260 - Fax : (+216) 70 020 299

[afc@afc.fin.tn](mailto:afc@afc.fin.tn)

[www.afc.com.tn](http://www.afc.com.tn)

*Important : Les informations et les données contenues dans le présent document sont la propriété de l'AFC. Ce document ne peut pas être copié ou distribué sans son autorisation expresse. Les données ne sont pas garanties comme étant exactes, complètes ou à jour. AFC n'est pas responsable de tout dommage ou perte découlant de l'utilisation de ce document et des renseignements qui y sont contenues.*