

Opportunités d'investissement en bourse

- Conjoncture économique internationale et nationale
- Rétrospective boursière 2019 et perspectives 2020
- Portefeuille type de Tunisie Valeurs
- Valeurs adaptées aux petits tickets et au profil CEA
- Valeurs sous surveillance positive

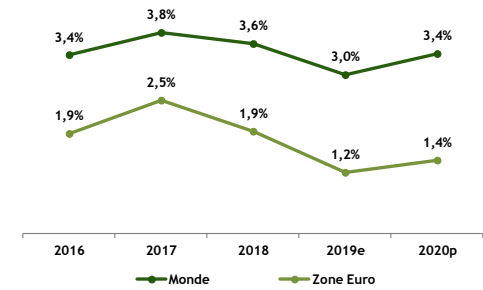
Tunisie Valeurs
BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

membre d'**INTEGRA**
PARTNERS

Conjoncture économique internationale: un ralentissement synchronisé

- Le ralentissement de l'activité économique mondiale, observé depuis l'année 2018, s'est poursuivi en 2019, dans un contexte caractérisé par l'aggravation des conflits commerciaux entre les Etats-Unis, la Chine et l'Union Européenne, l'incertitude accrue qui entoure les échanges commerciaux, l'affaiblissement de l'industrie manufacturière mondiale et l'accroissement des tensions géopolitiques.
- D'ailleurs, les chiffres de la croissance économique mondiale de l'année 2019 ont été, encore une fois, révisés à la baisse par le FMI, en octobre 2019, pour s'établir à 3,0% après 3,6% en 2018 et 3,8% en 2017, soit leur plus bas niveau depuis la crise financière internationale. Cette révision a touché la majorité des économies avancées à l'instar de la Zone Euro (1,2% après 1,9% en 2018), le premier partenaire commercial de la Tunisie, les Etats-Unis (2,4% après 2,9%) et le Royaume-Uni (1,2% après +1,4%). Pour sa part, la croissance chinoise s'inscrirait à la baisse en 2019, en évoluant de 6,1% après 6,6% estimée en 2018 et ce, sous l'effet des mesures prises afin de maîtriser la dette.
- En 2020, la croissance mondiale devrait s'améliorer légèrement pour atteindre 3,4%, selon le FMI. La croissance des pays avancés devrait ralentir pour s'établir à 1,7% en 2019 et 2020, tandis que celle des pays émergents et des pays en développement devrait s'accélérer, passant de 3,9% en 2019 à 4,6% en 2020.

Croissance économique dans le monde et dans la Zone Euro



Source: FMI

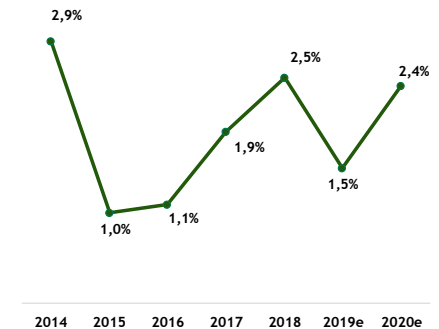
Conjoncture économique nationale: une situation mitigée

- Malgré le ralentissement des perspectives de croissance en 2019, les indicateurs économiques de la Tunisie affichent un certain redressement en 2019 avec la décélération de l'inflation, le repli du déficit budgétaire, la reprise graduelle du tourisme et l'amélioration relative des équilibres extérieurs reflétée dans la consolidation des réserves en devises et dans le retracement du dinar.
- Sur le front des finances publiques, la situation reste délicate malgré le trend baissier du déficit budgétaire. L'affaiblissement de la croissance économique rend l'objectif de convergence vers un déficit de -3% en 2020 difficile à atteindre.

1) Un ralentissement de la croissance économique

- L'activité économique s'est ralentie au T3-2019. Le taux de croissance du PIB, s'est établi à 0,2% en variation trimestrielle et 0,9% en glissement annuel contre respectivement 0,6% et 1,2%. Compte tenu de ces réalisations, le PIB a cumulé sur les neuf premiers mois de 2019, une hausse de 1,1%, contre 2,5% en 2018.
- Cette évolution a profité de la bonne tenue des services marchands (soutenue par la valeur ajoutée des services financiers et de la branche hôtellerie et restauration) mais elle a été pénalisée par les industries manufacturières (repli de 0,8% au T3-2019), les industries non manufacturières (un recul de 0,2% en variation trimestrielle en raison de la contraction du secteur de l'extraction du pétrole et du gaz naturel), le secteur de l'agriculture et de la pêche (une baisse de 1,2 en variation trimestrielle).
- A la lumière du bilan du T3 2019 et en cas de poursuite du ralentissement de l'activité économique au dernier trimestre 2019, l'atterrissage de l'année en terme de croissance du PIB pourrait être inférieur aux projections du gouvernement (+1,4%) et du FMI (+1,5%).
- En 2020, le Gouvernement espère réaliser une croissance de 2,7% (contre des projections de 2,4% pour le FMI) grâce à une amélioration prévue de l'activité agricole (une bonne récolte d'huile d'olive en vue) et à la reprise des industries non manufacturières (augmentation de la production du phosphate et entrée en exploitation du champ Nawara et Halk El Menzel).

Croissance du PIB de la Tunisie



Source: FMI

« En 2020, le Gouvernement espère réaliser une croissance de 2,7% grâce à une amélioration prévue de l'activité agricole et à la reprise des industries non manufacturières »

2) Une poursuite de la désinflation

- Le taux d'inflation moyenne s'est établi à 6,7% sur toute l'année 2019, contre une moyenne de 7,3% en 2018. L'inflation a connu une tendance résolument baissière, en dépit d'une évolution en dents de scie, passant de 7,5% en décembre 2018 à 6,1% en décembre 2019.
- En dépit de la décélération des prix, la BCT considère que l'inflation reste à des niveaux élevés, dénotant de son caractère persistant. L'institut d'émission resterait regardant quant à l'évolution de l'inflation au cours de la période à venir, et ne ménagerait aucun effort pour assurer sa convergence vers des niveaux soutenables, en usant de tous les instruments à sa disposition.

3) Une situation extérieure contrastée

- Les échanges extérieurs de la Tunisie ont dégagé, à fin novembre 2019, un déficit commercial de 17,8 milliards de dinars, en hausse de 2,7% par rapport aux réalisations d'un an auparavant. Hors énergie, le déficit commercial s'est, toutefois, rétréci de 7,7% à 10,8 milliards de dinars par rapport à la même période de 2018. C'est donc l'élargissement du déficit de la balance de l'énergie qui a alimenté le déficit commercial. Ce dernier s'est accentué de 25% entre novembre 2018 et novembre 2019, atteignant un niveau record de 7 milliards de dinars, soit 40% du déficit global. La BCT estime que cette situation de déficit énergétique endémique est non soutenable au regard d'une croissance anémique de 1%.

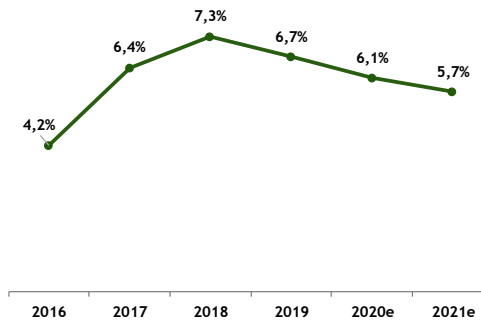
- L'analyse de l'évolution des exportations et des importations soulève deux constats inquiétants selon l'autorité monétaire.

a) L'essoufflement des exportations : Les recettes d'exportation se sont élevées, à fin novembre 2019, à 40,4 milliards de dinars, soit une reprise de 9% par rapport à la même période de 2018. Hors effet prix, les exportations en volume se sont contractées de 4,5%, contre une hausse de 4,5% à fin novembre 2018, dénotant de l'essoufflement des activités orientées vers l'extérieur. D'ailleurs, la ventilation sectorielle des échanges en volume montre une baisse quasi généralisée du rythme d'exportation, sur les onze premiers mois de 2019. **Compte tenu de ces contreperformances, la montée dans les chaînes de valeurs s'érige comme une nécessité absolue pour l'économie Tunisienne.**

b) La baisse des importations des matières premières et des intrants : La facture des importations s'est élevée, à fin novembre 2019, à 58,2 milliards de dinars, en hausse de 6,8% par rapport aux réalisations d'un an auparavant. En volume, les importations ont enregistré une baisse marquante de 8,1% contre une hausse de 1% à fin novembre 2018. Mis à part le secteur de l'énergie (+2,6% à fin Novembre 2019), les importations en volume des différents secteurs d'activité ont affiché des baisses sensibles. En particulier, les importations des industries IME* ont chuté de 11,8% contre une hausse de 0,4% un an auparavant. Également, les importations des secteurs de THC** et des autres industries manufacturières ont accusé des baisses respectives de 7,9% et 8,5%, contre des hausses de 0,3% et 3,6% un an auparavant. **La BCT signale que la baisse des importations de matières premières et d'intrants pour le secteur productif est inquiétante et ne présage pas d'une reprise rapide de l'activité.** Un constat corroboré par l'indice de la production industrielle publié par l'INS. Selon l'institut, la production industrielle en Tunisie a enregistré une baisse de 3,5%, sur les onze premiers mois de 2019, par rapport à la même période de l'année 2018.

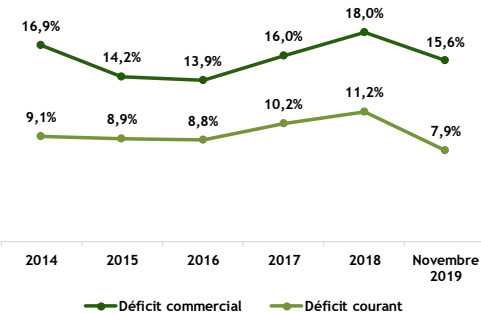
- Du côté de la balance courante, l'amélioration des recettes du tourisme (1,6 milliard d'euros, sur les 11 premiers mois de 2019 soit le montant le plus élevé depuis 2010 et la hausse des revenus du travail (+15% à 1,3 milliard d'euros) ont compensé, partiellement, l'impact du creusement du déficit commercial sur le solde des opérations courantes et sur les réserves de change.

Evolution de l'inflation moyenne



Source: BCT

Evolution des principaux soldes extérieurs



Source: BCT

« La baisse des importations de matières premières et d'intrants pour le secteur productif est inquiétante et ne présage pas d'une reprise rapide de l'activité »

* Secteur des Industries Mécaniques et Electriques

** Secteur Textile, Habillement et Cuir

Le déficit courant s'est rétracté de 13% à -9 milliards de dinars (soit 7,9% du PIB) contre -10 milliards de dinars (soit 9,9% du PIB) une année plutôt. A fin décembre 2019, les réserves de change se sont établies à 19,5 milliards de dinars (ou 111 jours d'importations), en hausse de plus de 39% par rapport à fin décembre 2018.

Depuis mars 2019, le marché des changes a fonctionné dans des conditions relativement apaisées qui ont permis au dinar de gagner en résilience, s'appréciant de 8% face à l'euro et de 7% par rapport à la devise américaine, sur toute l'année 2019.

4) Une détente des pressions sur la liquidité bancaire

Les crédits à l'économie ont poursuivi leur tendance baissière en octobre 2019 (4,6% en glissement annuel après 5,1% en septembre et 10,2% en octobre 2019). Cette décélération est imputable au ralentissement du rythme de progression des crédits aux professionnels (6,4% en glissement annuel après 7,0% en septembre et contre 13,5% en octobre 2019), qui s'est conjuguée à une légère hausse des crédits aux particuliers (1,0% en glissement annuel après 0,5% en septembre 2019 et 6,3% en octobre 2018), tirée par la hausse les crédits à la consommation.

Après avoir atteint un record historique de 16,5 milliards de dinars, en moyenne, en avril 2019, le volume global de refinancement s'est atténué graduellement pour se situer, en novembre 2019, à 12,2 milliards de dinars, à la faveur de l'affermissement du taux de change du dinar depuis le printemps dernier.

L'orientation restrictive de la politique monétaire de la BCT, surtout depuis l'année 2018, a contribué significativement à l'atténuation des pressions d'origine demande, ce qui a favorisé la décélération récente du rythme de l'inflation et l'apaisement des tensions sur les marchés monétaire et de change.

5) Des finances publiques encore malmenées

Le budget de l'Etat pour l'année 2020 repose sur des hypothèses macro économiques optimistes: (i) une croissance du PIB aux prix constants de 2,7% en 2020 (1,4 en 2019); (ii) un prix du baril de pétrole s'élevant à 65 \$ pour toute l'année 2020 et (iii) une croissance des importations de 9,0% en 2020 (en ligne avec 2019).

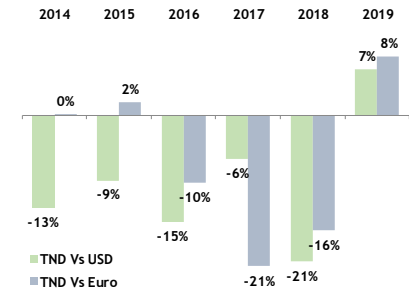
La structure de financement du budget de l'Etat pour l'année 2020 reste inchangée par rapport à 2019 avec une part de 76% sous forme de ressources propres (recettes fiscales et non fiscales), et de 24% sous forme de dette. Le gouvernement compte sur une collecte de recettes fiscales de 32 milliards de dinars (en hausse de 9% par rapport à 2019) et sur une mobilisation d'emprunts de 11,4 milliards de dinars (dont 78% auprès des marchés extérieurs).

Du fait de l'enchaînement des déficits primaires depuis la révolution de 2011 l'accumulation de la dette publique n'a fait qu'exacerber les déséquilibres budgétaires en l'absence d'une croissance ferme et solide. En fait, la Tunisie s'endette pour financer ses dépenses d'exploitation certes, mais aussi pour refinancer sa dette arrivée à maturité, ce qui a aggravé le problème de surendettement structurel d'une année à l'autre. Au moment où l'Etat emprunte 11,4 milliards de dinars, il devrait aussi faire face à un service de la dette de 11,7 milliards de dinars en 2020.

Le ralentissement de perspectives de l'économie nationale et mondiale rend les hypothèses du budget de l'Etat et l'objectif de réduction du déficit budgétaire difficilement réalisables (une réduction du déficit à -3% en 2020 contre -3,5% en 2019).

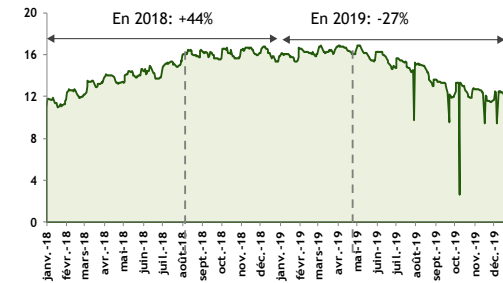
Le désendettement de l'Etat ne pourrait s'amorcer qu'avec des efforts d'assainissement des entreprises publiques et la sortie graduelle de la trappe de faible croissance pour que le Gouvernement puisse substituer le recours à l'endettement par des ressources propres plus soutenues.

Evolution du taux de change du dinar par rapport au dollar américain et à l'Euro



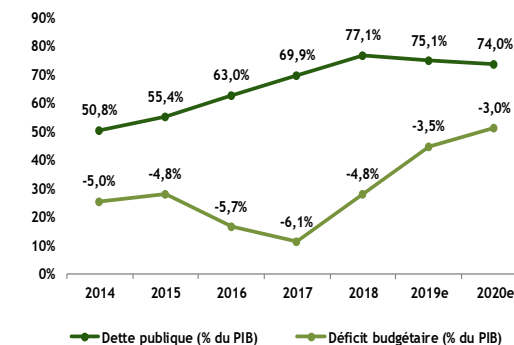
Source: BCT

Evolution du volume global de refinancement



Source: BCT

Evolution des principaux indicateurs d'endettement public

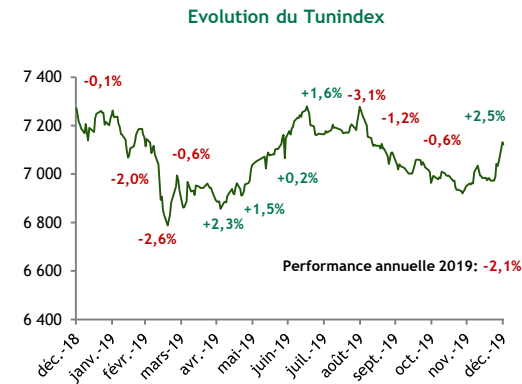


Source: Ministère des Finances

◆ Plongés par la torpeur au début de l'année, puis gagnés par l'optimisme avant d'être stressés par les échéances électorales, les investisseurs ont été animés tout au long de l'année écoulée par une large palette de sentiments. Mais, à l'heure du bilan, c'est la morosité ambiante qui l'a emporté. Le manque de visibilité économique, le contexte politique instable et l'assèchement des liquidités ont eu raison de la performance du marché et des échanges.

◆ Le retour en force des augmentations de capital a atténué l'absence du papier frais sur le marché primaire; une première depuis 2008. L'investissement étranger a renoué avec le vert, grâce à la SFBT.

◆ Dans un climat qui offre peu de visibilité, il est difficile de dresser une tendance pour 2020. Alors que l'environnement de taux élevés et le flou politico-économique nous incitent à la prudence, la résilience dont fait preuve le secteur privé depuis la Révolution et le niveau plancher des valorisations nous poussent à un optimisme « justifié » pour l'investissement en bourse. **Les actions cotées resteront toujours un investissement attrayant même si nous recommandons un horizon de placement plus long. Nous conseillons, également de faire preuve de sélectivité. La qualité du management, la solidité des fondamentaux et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite en 2020.**



2019: Un marché gagné par la morosité ambiante

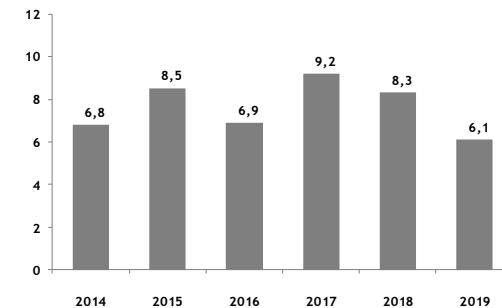
■ L'année 2019 s'est terminée moins bien qu'elle n'avait commencé. Le marché actions a affiché un essoufflement quasi général après avoir enchaîné trois exercices consécutifs dans le vert. Les deux indices phares de la cote, le Tunindex et le Tunindex 20, ont respectivement décroché de 2,1% et de 3,7%. Le parcours du Tunindex n'est nullement surprenant : assèchement des liquidités, ralentissement de la croissance économique, durcissement des conditions de financement, un paysage politique post-élections fragmenté et tractations autour de la formation du nouveau gouvernement, autant de facteurs qui ont pesé sur le moral des investisseurs et déconcerté la communauté boursière l'année écoulée.

■ L'année 2019 a été à l'opposé de 2018 sur le front des échanges. Là encore, ce sont les big cap et les valeurs bancaires qui ont manqué à l'appel. Un flux moyen quotidien de 4,3MDt (hors transactions de bloc) a été échangé sur la cote en 2019, soit une régression de 26% par rapport à l'année 2018. La bonne dynamique du marché des blocs a contribué à atténuer la « morosité » des volumes sur le marché principal. 72 transactions de bloc ont été réalisées sur l'année, drainant des capitaux additionnels de 454MDt. L'allongement des séances de cotation d'une heure depuis septembre 2019 n'a pas produit l'effet attendu sur les échanges.

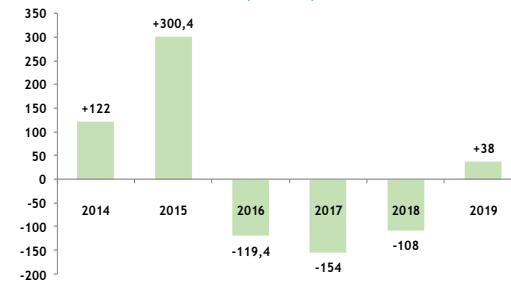
■ Le marché primaire a connu un net ralentissement des levées de fonds malgré le retour en force des augmentations de capital. En effet, cinq injections de fonds propres ont été difficilement clôturées sur le marché, pour un montant de 307MDt, pour financer un programme d'investissement (Land'or), désendetter le bilan (SAH Lilas), pour renflouer la trésorerie et assainir les comptes (BNA) ou pour restaurer la solvabilité (Tunisie Leasing & Factoring et ATL). Signalons également qu'aucune nouvelle mise sur le marché n'a été opérée l'année dernière; une première depuis 2008.

■ L'investissement étranger a renoué avec le vert après trois années consécutives de flux nets vendeurs. Au 31 décembre 2019, les étrangers sont acquéreurs nets de 38MDt. Mais ce chiffre est à relativiser, car les achats des étrangers (une enveloppe de 189,7MDt) intègrent les acquisitions faites par des investisseurs stratégiques notamment chez la SFBT (acquisition du Groupe Castel pour 110MDt). La brasserie a formé aux cotés de Délice Holding et d'UNIMED, le trio des actions les plus convoitées par les étrangers. Les trois valeurs ont monopolisé 82% des échanges des non résidents.

Evolution des volumes moyens (en MDt)



Solde des transactions des investisseurs étrangers (en MDt)



▪ L'activité du compartiment obligataire est symptomatique d'un assèchement des liquidités. Malgré les besoins accrus de trésorerie, les sociétés de leasing et les banques ont déserté le marché. Six émissions par Appel Public à l'Épargne seulement ont été lancées et clôturées sur l'année pour une levée totale de 170MDt contre sept opérations et une mobilisation de 261MDt en 2018. L'année 2019 a été marquée par la réalisation de la première émission de Sukuk sur le marché obligataire. Opérée par Wifack International Bank, la levée a pris la forme d'une émission de Sukuk Ijara. Cette émission a, certes rencontré un succès mitigé (une levée de 15MDt sur un maximum de 20MDt) mais elle a inauguré un nouveau canal de financement Charia compatible sur le marché financier.

2020: Entre nuages et éclaircies

▪ Comme ses prédécesseurs, 2020 s'annonce riche en défis. Le marché actions devrait y être tiraillé entre un contexte politique fragmenté, une situation économique mitigée, les changements annoncés dans la fiscalité et le niveau attractif des valorisations.

1) **Une situation économique mitigée:** Malgré le ralentissement des perspectives de croissance en 2019, les indicateurs économiques de la Tunisie affichent un certain redressement en 2019 avec la décélération de l'inflation, le repli du déficit budgétaire, la reprise graduelle du tourisme et l'amélioration relative des équilibres extérieurs reflétée dans la consolidation des réserves en devises et dans le retracement du dinar.

2) **Les changements annoncés dans la fiscalité:** Les Lois de Finances des dernières années ont prévu une péliade de mesures fiscales qui marquent un réel tournant dans l'environnement fiscal et économique Tunisien. Les derniers développements vont dans le sens d'une convergence des régimes offshore et onshore vers un taux d'imposition unique et de l'élargissement de l'assiette de la TVA sur les ventes d'immeubles des promoteurs immobiliers à usage d'habitation, le relèvement de l'IS sur les concessionnaires automobiles et les grandes surfaces et la mise en place de nouvelles contributions au profit des caisses sociales et du Trésor public. Les mesures prises par le législateur dans les Lois de Finances allant de 2018 à 2020 introduisent des distorsions dans les valorisations et peuvent donner naissance à des mouvements d'arbitrages fiscaux qui profiteront aux secteurs les plus épargnés d'une montée des charges fiscales et sociales.

3) **Le niveau attractif des valorisations:** Les réalisations des sociétés cotées en 2019 illustrent l'étonnante résilience du secteur privé et l'adaptabilité de leur management à la conjoncture. Les sociétés privées de la cote ont globalement réussi à faire progresser leur chiffre d'affaires, à préserver leurs marges, à juguler l'environnement inflationniste et à trouver de nouveaux relais de croissance dans l'export ou en concurrençant les importations. Leurs fondamentaux ont tant bien que mal résisté à une liquidité bancaire tendue et à l'envolée du coût de la dette.

▪ Au début de cette nouvelle année, le marché traite à des multiples de l'ordre de 9,4x les bénéfiques et à 1,4x les fonds propres estimés de 2020. Les poids lourds du marché se négocient à des multiples déconnectés de leur rentabilité latente et le secteur bancaire affiche des multiples inférieurs à leur moyenne historique des cinq dernières années (6,0x les bénéfiques et 0,9x les fonds propres estimés de 2020). Par ailleurs, le retrait de la Tunisie de la liste noire du GAFI** en octobre 2019 et la résistance du dinar peuvent envoyer des signaux positifs aux investisseurs étrangers pour un éventuel *come-back* en 2020 sous l'argument des valorisations bon marché.

Quelle stratégie d'investissement en 2020 ?

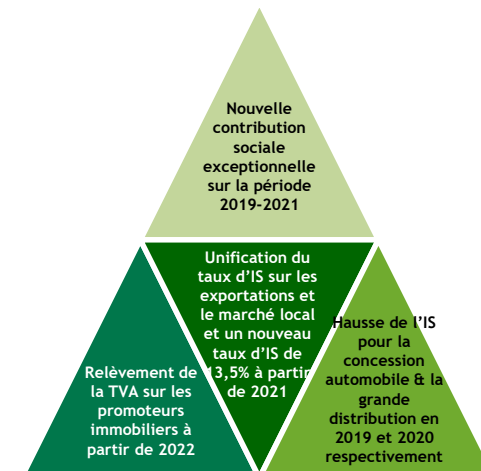
▪ La qualité du management, la solidité des fondamentaux et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite en 2020. Nous prôtons une stratégie sélective qui favorise les sociétés au faible levier financier, celles qui affichent une bonne maîtrise du cœur de métier, une croissance récurrente et des niveaux de marges confortables, à même d'absorber les coûts prohibitifs de la dette et des importations.

Chiffres clés du marché actions	2016	2017	2018	2019
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	19,3	21,9	24,4	23,7
En % du PIB	21%	23%	23%	23%
Nombre de sociétés cotées	79	81	82	81
Participation étrangère	24,5%	23,4%	24,9%	24,7%

Ratios	2016	2017	2018	2019	2020 *
P/E	11,6	13,1	10,1	9,6	9,4
Dividend Yield	3,7%	3,5%	3,8%	3,8%	3,9%
P/B	1,9	2,1	1,9	1,7	1,4

* Chiffres du 10 Février 2020

Les principaux changements de la fiscalité dans les années à venir



▪ L'horizon de placement est également un facteur non négligeable dans notre stratégie d'investissement. Pour déjouer la morosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement long, d'au moins deux ans. Nous mettons également les investisseurs en garde contre les mouvements moutonniers et les vagues vendeuses « injustifiées » sur certaines valeurs.

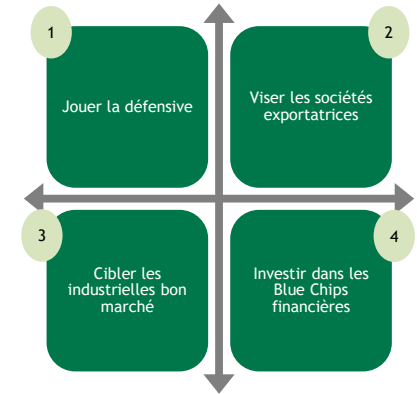
▪ Notre stratégie d'investissement est axée sur les quatre thématiques suivantes :

- Jouer la défensive: **SFBT, SAH Lilas, Délice Holding et UNIMED;**
- Miser sur les sociétés exportatrices: **OTH et Euro-Cycles;**
- Cibler les groupes industriels bon marché: **SOTIPAPIER;**
- Investir dans les Blue Chips bancaires: **BIAT, UIB et BT.**

▪ Nous avons délibérément écarté: (1) les « small cap » de notre sélection de valeurs pour des raisons de liquidités et (2) les valeurs de rendement - contexte de taux élevés oblige- comme **Céréalis, SAM et SOTUMAG**. Mais ces titres demeurent recommandés pour les petits tickets ou les profils CEA.

▪ Nous suivrons de plus près les titres **Star, Assad, TPR, SOTUVER, MPBS, Telnet Holding, Attijari Bank, BH, BNA, UBCI et STB**. Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'un ajustement technique que nous pensons légitime compte tenu de l'amélioration potentielle des fondamentaux ou en attendant la confirmation ou l'inflexion d'un trend de croissance (Tout a un prix !).

Stratégie d'investissement en bourse



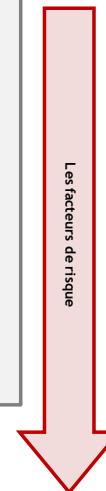
« Certaines valeurs comme **Assad, Euro-Cycles, Telnet Holding, BH et Attijari Bank** restent sous surveillance »

Les opportunités et les facteurs de risque pour le marché actions en 2020



- ♦ Une capacité de résilience avérée des sociétés privées et une poursuite de la croissance bénéficiaire et une valorisation alléchante par rapport aux dernières années et aux marchés *frontier*
- ♦ Un contexte d'appréciation et de stabilisation de la monnaie nationale
- ♦ Une sortie de la Tunisie de la liste noire du GAFI et un rattrapage du retard pris dans la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme
- ♦ Conformité complète du secteur bancaire avec les normes de Bâle III en 2020. Enclenchement du processus de migration vers les normes IFRS à partir 2021 qui ciblera dans un premier temps le secteur financier
- ♦ Des progrès dans l'infrastructure légale de l'investissement et de la gouvernance des sociétés cotées (loi sur l'investissement de 2016 et loi horizontale pour l'amélioration du climat des affaires de 2019)
- ♦ Le désintérêt des investisseurs du secteur immobilier jusqu'à considéré comme alternative au placement à moyen à long terme en bourse

- ♦ Un manque de visibilité politique (paysage politique instable et fragmenté) qui alimente la réticence et l'attentisme des preneurs de décision et des agents économiques
- ♦ Un investissement en berne et une croissance économique fragile, insuffisante pour desserrer rapidement la marge de manœuvre du *policy-mix* et pour relever les défis sociaux
- ♦ Une politique monétaire restrictive qui limite sensiblement l'effet de levier. Une forte concurrence des placements monétaires et un assèchement de la liquidité qui pénalise le parcours boursier des valeurs et décourage les nouveaux entrants en bourse
- ♦ Une augmentation de la pression fiscale avec le rehaussement de la fiscalité des exportations, un relèvement de l'IS pour les concessionnaires automobiles et la grande distribution et une augmentation de la TVA chez les promoteurs immobiliers



Le portefeuille type de Tunisie Valeurs

- SAH Lilas: « LA » valeur de croissance
- SFBT: La force tranquille
- UNIMED: Cap sur l'export
- Délice Holding: Une résilience face à la crise du lait
- One Tech Holding: Le pari réussi de « la mécatronique »
- Euro-Cycles: Vers un nouveau cycle de croissance
- SOTIPAPIER : Récoltant les fruits de ses investissements
- BIAT: Un leader à portée de main
- UIB: Quand croissance rime avec rigueur
- BT: Reculer pour mieux sauter

Actionnariat

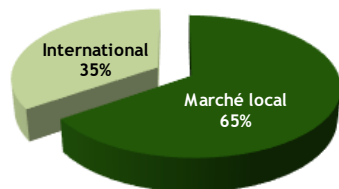
- JM Holding* : 62,7%
- PICTET LUX: 9,8%
- Flottant: 27,5%

* Holding contrôlé par Mme Jalila MEZNI

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	758
PER 2020e	16,2
EV/EBITDA 2019e	13,1
Yield 2019e	0%
Performance 2019	+3,2%

Répartition des revenus du Groupe en 2019



Opinion

La période transitoire fortement capitalistique est bientôt arrivée à son terme. 2020 sera la vraie année du retour sur investissement. Elle sera une année pleine d'exploitation pour : 1) l'activité "détergents", 2) l'extension de la capacité de production d'ouate de cellulose, 3) la filiale au Sénégal. La jonction de ces trois facteurs aura un effet de levier sur les marges. Par ailleurs, avec des fonds propres renforcés par la recapitalisation de l'été dernier et un contexte de change plus clément, SAH Lilas est bien outillée pour atteindre de nouveaux paliers de rentabilité.

Une opportunité d'investissement courte en horizon et à double facette : valeur défensive et de croissance et une cible de choix pour les investisseurs étrangers en raison de sa dimension régionale et de sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

Forces

- Une marque bien positionnée sur ses différents marchés et une large notoriété
- Une présence dans 20 pays africains et leadership confirmé en Tunisie, Mauritanie, Congo et Gabon conférant à SAH Lilas un pouvoir de marque
- Une gamme de produits diversifiés et des produits complémentaires permettant une présence dans le panier des consommateurs
- Une diversification des sites de production : Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire, Sénégal et prochainement au Kenya
- Un département recherche et développement permettant de se positionner sur des marchés à forte valeur ajoutée et d'assurer une veille technologique
- Un réseau de distribution performant et puissant (le nerf de la guerre dans les produits de grande consommation)
- Des stratégies de diversification, d'internationalisation et d'intégration en amont créatrices de valeur ajoutée et l'atteinte d'une taille critique valant au groupe de concurrencer les mastodontes Africains du métier
- Un actionnariat institutionnalisé avec la présence d'investisseurs étrangers dans le tour de table et une gouvernance qui se modernise

Faiblesses

- Un faible taux d'encadrement du personnel (40% en 2017)
- Une exposition aux fluctuations des cours de matières premières
- Quelques filiales n'ont pas encore atteint leur seuil de rentabilité (Algérie et SAH)

Opportunités

- Une pénétration des marchés de l'Afrique Subsaharienne de l'Ouest et de l'Est dont le potentiel de croissance est immense, grâce à la création récente d'unités industrielles en Côte d'Ivoire, au Sénégal et au Kenya
- Une montée en capacité (extension de l'usine d'Ouate de Cellulose) et lancement de l'activité des détergents avec d'importantes synergies logistiques et commerciales
- Un potentiel de croissance inexploité en Tunisie, dans les pays du Maghreb et en Afrique subsaharienne (marché fortement fragmenté avec des taux de natalité élevés, une urbanisation croissante et une occidentalisation du mode de vie)
- Une amorce du processus de désendettement du groupe grâce à la recapitalisation réalisée en 2019 (une levée de 50MDt), à l'atteinte de l'activité « Détergents » de son rythme de croisière et au redressement des cash flow

Menaces

- Un renchérissement des prix des matières premières importées et des fluctuations importantes sur le marché des changes
- Une forte concurrence étrangère
- Une conjoncture économique morne au niveau national

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	339,2	373,4	440,4	576,3	780,8
<i>Progression</i>	-	10%	18%	31%	35%
Marge Brute	137,3	154,2	159,1	202,5	268,0
<i>Progression</i>	-	12%	3%	27%	32%
Taux de marge brute	40%	41%	36%	35%	34%
EBITDA	64,7	72,1	62,1	81,7	112,3
<i>Progression</i>	-	11%	-14%	32%	37%
Marge d'EBITDA	19%	19%	14%	14%	14%
Résultat net part du groupe retraitée	33,2	24,6	22,8	27,0	46,6
<i>Progression</i>	-	-26%	-8%	18%	73%
Marge nette	11%	8%	6%	5%	7%

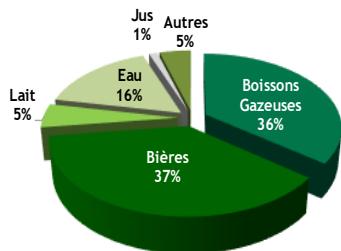
Actionnariat

- Groupe Castel : 58,0%
- Groupe Poulina : 9,8%
- STAR : 5,0%
- Flottant : 27,2%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	3 991
PER 2020e	19,8
EV/EBITDA 2019e	12,2
Yield 2019e	3,5%
Performance 2019	+0,04%

Structure du chiffre d'affaires du Groupe en 2018



Opinion

▪ Le groupe continuera à profiter d'une croissance en ligne avec l'historique de l'activité 'Bière', la force motrice de la SFBT en termes de rentabilité. Les perspectives de cette activité restent positives, avec la confirmation du retour des touristes, grands consommateurs de bière locale, et la poursuite de l'éloignement du mois de Ramadan de la période estivale. Les activités "eau" et "boissons gazeuses" devraient continuer à avoir le vent en poupe grâce au bon positionnement commercial et aux efforts d'investissement constants. Véritable "vedette" pour la SFBT, l'activité "jus" profitera du lancement d'une gamme de jus en plastique et sans conservateur dans les années à venir.

▪ Valeur de fonds de portefeuille par excellence, la SFBT est toujours plébiscitée pour son business model défensif, sa position de dominance et la solidité de son bilan.

Forces

- L'un des plus grands groupes agroalimentaires en Tunisie
- Une position de quasi-monopole sur le marché de la bière et des boissons gazeuses
- Une activité défensive peu sensible aux cycles économiques baissiers et une croissance « linéaire » des ventes
- L'un des plus grands groupes agroalimentaires en Tunisie
- Des fondamentaux solides avec une forte génération de cash flow (un matelas de trésorerie de 280MDt à fin 2018)
- Une activité large et diversifiée (boissons gazeuses, bière, jus, eau, lait) et une gamme de produit complète tout segment confondu
- Un portefeuille de marques à forte notoriété aussi bien sur le niveau national qu'international
- Un actionnaire de référence de renommée internationale (le groupe « Castel » : un des plus grands groupes agroalimentaires français)
- Un appareil productif substantiellement amorti. D'importantes barrières à l'entrée dans le secteur: secteur d'activité fortement capitalistique dissuasif pour la concurrence

Faiblesses

- Des interconnexions inefficaces entre les différents pôles de distribution et de production du groupe
- Une insuffisance de communication sur la structure des coûts et des marges sous pression

Opportunités

- Seul fournisseur de marques Coca-Cola en Libye suite à fermeture des usines de la marque en raison de l'instabilité sécuritaire qui prévaut dans le pays
- Un décalage de la saison estivale en dehors du mois du Ramadan et reprise du tourisme (retour des touristes grands consommateurs de bière locale)
- Une plus grande diversité des marques dans le segment bière et important potentiel pour la bière Tunisienne à l'étranger notamment en Afrique
- Un fort intérêt pour l'eau embouteillée (le groupe dispose d'une gamme de produits assez complète d'eau minérale)
- Une montée en puissance de l'activité jus dans les années à venir grâce aux efforts d'innovation avec le lancement d'une gamme de jus en plastique et sans conservateur
- Une augmentation des prix des produits frais (les fruits et les desserts lactés), orientant le grand public vers les boissons gazeuses en substitution
- Une baisse de du taux d'IS de 25% à 13,5% à partir de 2021. Il est à préciser que le taux d'imposition apparent du groupe est inférieur à 20%, fin 2018

Menaces

- Une concurrence des produits importées et des marques internationales
- Une introduction de nouvelles taxes sur l'alcool et politique de suppression graduelle des subventions alourdissant la structure des coûts du groupe comme la suppression des subventions sur le sucre depuis 2017
- Une détérioration du pouvoir d'achat en Tunisie

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	913,8	996,9	1131,4	1210,6	1295,3
Progression	-	9%	13%	7%	7%
Marge Brute	443,2	477,9	509,3	550,8	589,4
Taux de marge brute	48,5%	47,9%	45,0%	45,5%	45,5%
Progression	-	8%	7%	8%	7%
EBITDA	257,0	288,2	304,5	326,6	344,2
Progression	-	12%	6%	7%	5%
Marge d'EBITDA	28,1%	28,9%	26,9%	27,0%	26,6%
Résultat net part du groupe retraité	136,9	172,1	177,3	193,6	203,3
Progression	-	26%	3%	9%	5%
Marge nette	17,0%	18,0%	16,4%	16,7%	16,4%

Actionnariat

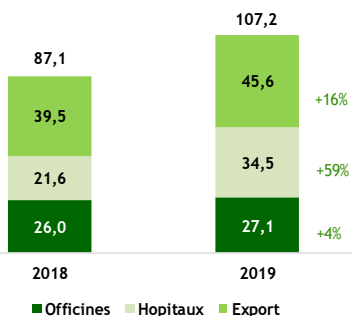
Premium Holding*	34,0%
Ridha CHARFEDDINE	29,4%
Ekuity Capital	12,3%
SQM Frontier Master Fund	7,0%
Flottant	17,3%

* Holding contrôlé par M. Ridha CHARFEDDINE

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	313
PER 2020e	15,0
EV/EBITDA 2019e	9,4
Yield 2019e	3,5%
Performance 2019	+17,1%

Répartition des revenus (MDt)



Forces

- Un acteur de référence sur le segment des 'injectables et collyres' avec une part de marché proche de 30%
- Une business model « générique » réduisant la dépendance vis-à-vis des partenaires étrangers
- Une barrière à l'entrée importante : secteur fortement réglementé, un environnement sanitaire sensible et une industrie capitalistique
- Un laboratoire jouissant de plusieurs certifications et agréments internationaux et appliquant des technologies conformes aux normes européennes: un atout indéniable dans cette industrie
- Une activité R&D dynamique, permettant le développement continu de nouveaux produits
- Un équipement moderne, une maîtrise du processus de production et une bonne réputation sur le marché local et international
- Des produits à forte valeur ajoutée avec des niveaux de rentabilité qui se comparent favorablement aux standards de l'industrie aussi bien au niveau national qu'international: une marge d'EBITDA supérieure à 30%, parmi les plus élevées de la cote
- Une structure financière saine (un gearing de 9% en 2018) avec un matelas de trésorerie confortable permettant d'autofinancer une bonne partie des investissements et de mettre en place une politique généreuse de dividendes

Faiblesses

- Des prix administrés sur le marché local laissant une faible marge de manœuvre en termes d'évolution des prix
- Un processus d'enregistrement des AMM dans les pays étrangers assez long

Opportunités

- Un potentiel de croissance important du secteur pharmaceutique particulièrement à l'export que la société se prépare à accompagner par les investissements de capacité et d'automatisation
- Une diversification des marchés à l'export: des contrats ont été conclus avec de nouveaux clients et sur de nouveaux marchés (l'Irak et le Soudan notamment), dans la région MENA. Une centaine d'AMM en cours d'enregistrement dont la majorité est destinée à l'export
- Une stratégie de diversification des produits en élargissant la gamme aux formes sèches à long terme
- Une amélioration du système de couverture sociale en Tunisie et élargissement du champs de remboursement des soins
- Une baisse du taux d'IS de 25% à 13,5% à partir de 2021

Menaces

- Une exposition au risque de change qui pénalise le coût d'approvisionnement de la société. Une situation qui reste toutefois globalement maîtrisée grâce au maintien des prix de vente à l'export en devises
- Une activité concurrentielle, particulièrement à l'export

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	64,9	70,3	87,1	107,2	115,8
Progression	-	8%	24%	23%	8%
Marge brute	36,1	41,1	53,3	60,0	65,4
Progression	-	14%	30%	13%	9%
Taux de marge brute	56%	58%	61%	56%	57%
EBITDA	19,8	22,0	31,2	35,3	38,1
Progression	-	11%	42%	13%	8%
Marge d'EBITDA	31%	31%	36%	33%	33%
Résultat net retraité	11,0	12,5	18,4	19,5	20,8
Progression	-	13%	46%	6%	7%
Marge nette	17%	18%	21%	23%	23%

Opinion

- Renonçant au projet de croissance externe en Afrique de l'Est à la fin de l'année 2017, le laboratoire pharmaceutique privilégie la consolidation de son positionnement sur le marché local et monte en charge à l'international. La réussite de "l'offensive export" est bien tangible sur les chiffres d'Unimed depuis deux ans et se confirme encore en 2019. Avec un projet d'extension de capacité et d'automatisation des process sur la table et une stratégie claire de diversifier les marchés (de nouveaux contrats en Irak et au Soudan), il est possible de voir Unimed dupliquer une telle performance sur les cinq prochaines années.
- Au vu de ses multiples, les qualités fondamentales du titre demeurent largement sous-estimées par le marché : double exposition export et générique, profil défensif, bonne santé financière et de solides barrières à l'entrée face à la concurrence.

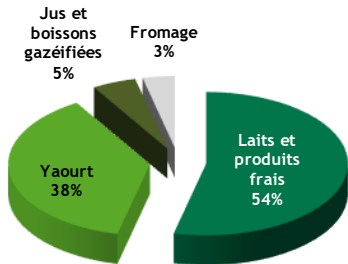
Actionariat

- Société MEDDEB CONSULTING*: 85%
- Flottant: 15%

* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB

Ratios boursiers	
Capitalisation boursière (MDt)	696
PER 2020e	16,3
EV/EBITDA 2019e	8,7
Yield 2019e	3,2%
Performance 2019	-20,5%

Structure du chiffre d'affaires consolidé



Opinion

- Les objectifs stratégiques du groupe devraient se concrétiser dans un futur proche : 1) une montée en volume dans l'activité lait pour rentabiliser davantage l'activité 'produits frais', génératrice de plus fortes marges 2) une poursuite des efforts d'innovation et d'élargissement de la gamme de produits vers l'eau minérale (investissements en 2019) et 3) la poursuite des investissements de productivité.
- Une valorisation intéressante qui offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des jus, en pleine phase de consolidation/diversification et aux fondamentaux solides. La libéralisation très attendue quoique sans visibilité des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour le titre à terme.

Forces

- Une position de leader sur trois segments de marché (lait, yaourt et desserts) et de challenger sur les segments jus et fromage
- Une marque bien positionnée, une large notoriété et une qualité des produits certifiée
- Un groupe intégré et disposant d'un outil de production implanté sur des sites « laitiers » stratégiques
- Une offre de produits bien segmentée et une force de distribution (une large flotte de véhicules de distribution propres) assurant un large maillage géographique (des points de vente desservis 7 jours sur 7)
- Des partenariats avec des géants de l'industrie agroalimentaire en Tunisie et à l'étranger (Danone et Savencia)
- Un climat social serein et une politique de fidélisation du personnel
- Une grande capacité de production et de stockage avec une capacité d'investissement importante. La taille critique du groupe est une barrière à l'entrée de la concurrence
- Un endettement maîtrisé (un gearing de 60% à fin 2018) et une importante manne financière pour financer le cycle d'exploitation et les investissements

Faiblesses

- Une exposition importante à l'activité lait. Une activité qui connaît des difficultés structurelles en raison d'un prix contrôlé et subventionné par les pouvoirs publics à la production et à la consommation
- La consommation du lait en Tunisie reste caractérisée par une saisonnalité importante, qui va à l'encontre de celle de la production. Une capacité de collecte et de transformation limitée pour le secteur pendant la période de haute lactation
- Un tissu de production du lait dominé par les petits éleveurs (à hauteur de 80%) sensibles aux conditions météorologiques et une filière peu productive par rapport aux standards internationaux

Opportunités

- Une meilleure maîtrise de la chaîne de valeur en amont: partenariats avec les éleveurs
- Des perspectives de développement intéressantes des marchés à l'export et essentiellement les pays limitrophes (marchés Libyen et Algérien)
- Des marchés de lait et dérivés et des boissons à base de fruit porteurs avec une consommation par habitant faible comparée à autres pays développés. Un changement dans les habitudes de consommation des Tunisiens avec une augmentation de l'indice de consommation des produits laitiers
- Une stratégie orientée vers la montée en capacité, l'innovation et les produits à plus forte valeur ajoutée: les produits frais, les desserts et des boissons dans de nouvelles formes de packaging (comme les bouteilles en plastique aseptisé)
- Une libéralisation inévitable à long terme du prix du lait mais sans visibilité aujourd'hui
- Une baisse de l'IS de 25% à 13,5% à partir de 2021

Menaces

- Une intensification de la concurrence avec l'entrée de d'un nouvel acteur sur le marché « Natilait » depuis 2015
- Une rentabilité étroitement liée aux prix des matières premières importées et exposition au risque de change en raison de la faible présence à l'export
- Une concurrence informelle du lait en vrac et une législation rigoureuse et contraignante

Chiffres consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	746 901	794 548	844 483	956 475	1 013 864
Progression	-	6%	6%	13%	6%
Marge brute	197 158	203 255	205 909	232 423	248 397
Progression	-	3%	1%	13%	7%
Taux de marge brute	26,4%	25,6%	24,4%	24,3%	24,5%
EBITDA	89 768	91 135	84 526	101 024	106 143
Progression	-	2%	-7%	20%	5%
Marge d'EBITDA	12,0%	11,5%	10,0%	10,6%	10,5%
Résultat net part du groupe	36 916	38 625	30 892	40 581	42 709
Progression	-	5%	-20%	31%	5%
Marge nette	4,8%	4,8%	3,5%	4,1%	4,1%

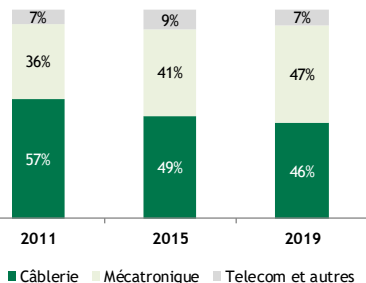
Actionariat

- Famille SELLAMI: 44,0%
- Fonds d'AfricInvest: 17,0%
- Ekuity Capital: 5,4%
- Flottant: 33,6%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	745
PER 2020e	13,9
EV/EBITDA 2019e	9,9
Yield 2019e	2,5%
Performance 2019	-13,2%

Structure du chiffre d'affaires par métier



Opinion

▪ Un groupe d'une dimension internationale qui allie des activités aux différents profils : d'un côté, une activité de câblerie « vache à lait » qui continue à sécuriser la rentabilité et les cash flow du groupe et de l'autre côté une activité « vedette », la mécatronique qui affiche de belles perspectives avec l'électronisation croissante des voitures et l'essor de la digitalisation dans le secteur de l'énergie. Axe de développement stratégique prometteur pour OTH, la mécatronique a concentré les efforts d'investissement du groupe sur les dernières années.

▪ Un business model axé sur l'innovation, avec un chiffre d'affaires réalisé en devises fortes, un actionariat "institutionnalisé" et disposant d'une importante force de frappe financière. Une valorisation intéressante qui intègre une normalisation des bénéfices en 2019 sur fond de pertes de changes. OTH affiche une visibilité appréciable sur les prochaines années. L'achat de l'action reste recommandé pour un horizon plus lointain, en l'occurrence 2021, qui reste un délai de placement raisonnable en bourse.

Forces

- Deuxième plus grand exportateur privé du pays et leader en Afrique des circuits imprimés
- Des partenariats avec des leaders mondiaux dans le domaine de la câblerie et de la mécatronique et un savoir-faire reconnu à l'échelle internationale
- Un carnet de clientèle stable et diversifié et des certifications internationales permettant de cibler de nouveaux marchés exigeants
- Des synergies de coûts et de revenus entre les sociétés du groupe permettant d'offrir au client une solution complète (concept du One Stop Shop)
- Une main d'œuvre qualifiée et compétitive comparativement aux pays européens
- Une industrie capitalistique qui constitue une barrière à l'entrée aux concurrents
- Un business model axé sur l'innovation, avec un chiffre d'affaires réalisé en devises fortes (part des exportations: 80%)
- Une importante force de frappe financière (gearing de 15% en 2018)

Faiblesses

- Une dépendance envers le marché européen qui connaît un ralentissement économique
- Une dépendance envers deux gros fournisseurs de matières premières
- Un système d'homologation produit long (de 6 mois à 2 ans)

Opportunités

- Une proximité géographique de la Tunisie avec ses marchés, permettant des délais de livraison courts
- Une possibilité de diversifier le carnet de clientèle en ciblant des clients asiatiques et un important potentiel de croissance en Afrique
- Une poursuite de la croissance du marché mondial des voitures (TACM de 7% sur le prochain quinquennat, selon le management), grâce à l'urbanisation croissante dans les pays émergents et sous-développés et l'augmentation du revenu par habitant. La mécatronique affiche de belles perspectives de croissance avec l'électronisation croissante des voitures (voiture autonome et voiture connectée) et l'essor de la digitalisation dans le secteur industriel
- La récente prise de contrôle de la société Sofia Technologies s'inscrit dans une optique de montée en compétence technologique. Elle permettra à One Tech d'exploiter d'importantes synergies dans le design mécatronique et le software embarqué. Ceci est autant vrai pour le secteur automobile que pour les secteurs industriel, agricole, médical et de l'Internet des Objets
- Une finalité stratégique: industrialiser les activités du groupe pour passer du statut de sous-traitant pour les secteurs automobiles, industriels et aéronautique au rang de fournisseur direct de modules complets et intelligents, avec des software embarqués pour les grands donneurs d'ordre

Menaces

- Un renforcement de la réglementation environnementale (concernant notamment la détention, le transport, l'élimination et l'émission de matières et déchets dangereux)
- Une concurrence de l'Inde et des pays de l'Europe de l'Est sur les produits de grandes séries
- Une volatilité des prix des matières premières et une exposition au risque de change qui impactent la rentabilité

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires consolidé	573,6	698,7	838,6	898,6	1 033,4
Progression	-	22%	20%	7%	15%
Marge brute	145,2	178,2	210,4	219,3	256,3
Taux de marge brute	25%	26%	25%	24%	25%
Progression	-	23%	18%	4%	17%
EBITDA	59,3	71,4	91,0	82,4	102,3
Marge d'EBITDA	10%	10%	11%	9%	10%
Progression	-	20%	28%	-9%	24%
Résultat net part du groupe retraité	26,9	42,0	57,3	35,3	53,6
Marge nette	5,9%	7,4%	7,8%	4,5%	5,9%

Actionnariat

▪ M. Habib ESSEYAH:	33,6%
▪ M. Mohamed REKIK:	10,5%
▪ M. Mourad GHAZI :	8,1%
▪ M. Michèle Beraudo:	6,8%
▪ Société MG Invest:	5,5%
▪ Flottant:	35,5%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	186
PER 2020e	14,0
EV/EBITDA 2019e	11,9
Yield 2019e	5,8%
Performance 2019	+16,9%

Forces

- Unique producteur de vélos en Tunisie et sixième exportateur mondial de vélos vers l'Europe: une exposition à un marché vaste (en franchise de droits de douane et taxes) et des ventes totalement réalisées en devises fortes
- D'importants avantages comparatifs par rapport à la concurrence asiatique: conformité aux normes européennes, proximité géographique de l'Europe et discipline logistique
- Une gamme assez complète de produits allant des vélos ville et des vélos tout terrains aux vélos jouets et aux vélos électriques
- Des stratégies gagnantes (diversification, montée en capacité et en gamme et intégration en amont) qui ont permis de s'adapter à une demande évolutive, d'augmenter le degré d'intégration industrielle et de monter en valeur ajoutée
- Un bilan sain et un niveau d'endettement maîtrisé qui permettent de poursuivre la croissance organique et de saisir les opportunités capitalistiques
- Des partenariats solides et un management de qualité

Opportunités

- Le lancement du vélo électrique à partir de septembre 2019: un levier de croissance sur un marché à fort potentiel de croissance
- Une intensification de efforts de prospection dans de nouveaux marchés en Europe et aux Etats-Unis
- Une signature d'un contrat avec Décathlon (acteur de premier plan dans la distribution des articles de sport) pour la production de 35 000 vélos en 2020. Cette alliance permettrait à Euro-Cycles, de se déployer sur les marchés de l'Afrique du Nord avant de pénétrer le marché Français
- Une percée du marché américain (contrat avec JB Imports décroché en 2019) qui ouvre de nouveaux horizons de croissance (marché vaste avec possibilité de prolonger l'exemption aux droits de douane)
- Une baisse des capacités de production des vélos classiques en Europe qui crée un déficit d'offre à exploiter par Euro-Cycles
- Une création d'une marque propre (Colorado Cycles) et dépôt de la marque Euro-Cycles à l'INNORPI

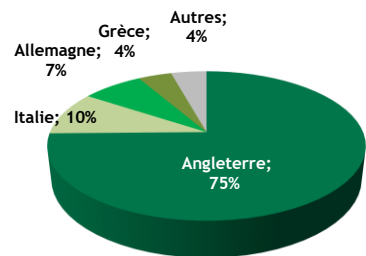
Faiblesses

- Une dépendance envers les marchés européens et plus particulièrement le marché anglais (75% des ventes)
- Un marché des vélos cyclique qui dépend des conditions météorologiques et des saisons
- Le vélo est un bien de loisir sensible aux évolutions de la conjoncture économique et du pouvoir d'achat dans les marchés cibles
- Actionnariat éclaté

Menaces

- Une concurrence croissante des vélos en libre-service et des producteurs asiatiques (menace omniprésente des producteurs Chinois à bas prix)
- Une légère augmentation du taux d'imposition (passant à 13,5% contre 10% actuellement) à partir de 2021

Répartition géographique des ventes (2018)



Opinion

▪ L'année 2019 s'est inscrite sous le signe du rattrapage pour Euro-Cycles. Les ventes ont repris du poil de la bête, après une année 2018 éprouvante (+30% à 88MDt), et la rentabilité a retrouvé le chemin de la croissance, malgré un contexte de change pénalisant. Les prochaines années s'annoncent sous de meilleurs auspices pour le fabricant des vélos. L'activité devra profiter de la montée en puissance du vélo électrique et des efforts de prospection. Les investissements lourds sont désormais derrière le groupe. Euro-Cycles devrait entrer dans une phase de retour sur investissement, de génération de cash flow et d'une croissance à deux chiffres sur la période 2020-2021.

▪ Certes, les déceptions des dernières promesses ont altéré la relation d'Euro-Cycles avec le marché. Cependant, nous pensons le nouveau cycle de croissance auquel le groupe s'apprête à accéder devra trouver le moyen de restaurer la confiance des investisseurs.

Chiffres en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires consolidé	80 310	83 786	67 662	87 524	96 276
Progression	-	4%	-19%	29%	10%
Marge brute	27 937	28 709	20 318	26 720	29 364
Progression	-	3%	-29%	32%	10%
Taux de marge brute	35%	34%	30%	31%	31%
EBITDA	16 132	16 856	10 154	15 861	17 589
Progression	-	4%	-40%	56%	11%
Marge d'EBITDA	20%	20%	15%	18%	18%
Résultat net part du groupe retraité	15 221	15 548	8 485	12 045	13 308
Progression	-	2%	-45%	42%	10%
Marge nette	18%	19%	12%	14%	14%

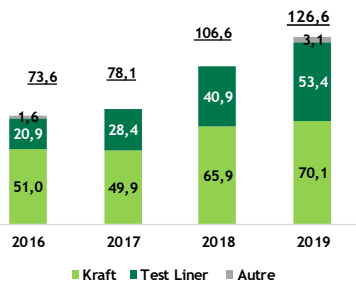
Actionnariat

- RECALL HOLDING: 34,11%
- Value Consulting : 28,75%
- Flottant: 19,7%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	203
PER 2019e	12,0
EV/EBIRDA 2019e	6,3
Yield 2019e	4,8%
Performance 2019	+56%

Structure du chiffre d'affaires



Opinion de Tunisie Valeurs

- L'achèvement avec succès du vaste plan d'investissement a permis au groupe de consolider sa position de leader sur le segment du papier Kraft et de monter en volume dans l'activité Test Liner. Une montée en volume qui a permis à la société de franchir un nouveau palier de revenus, de mieux répondre aux besoins du marché local et de prendre des parts de marché aux produits importés. Le challenge de la société est d'accompagner cette croissance par l'innovation et l'élargissement du portefeuille clients.
- Après l'embellie qu'a connu le titre en 2019, les niveaux de valorisation actuels (PER 2019 de 12x; EV/EBITDA 2019 de 6,3x) se rapprochent des standards de l'industrie. Le potentiel d'évolution du cours est donc plus réduit. Les fondamentaux du titre demeurent, toutefois, solides.

Forces

- Position quasi-monopolistique sur le marché du papier kraft (80% de part de marché)
- Position confortable sur le marché du TESTLINER (30% de part de marché)
- Structure bilancielle solide (Gearing 59% en 2018) et d'une activité structurellement génératrice de cash

Faiblesses

- Le renchérissement des matières premières importées
- L'exacerbation de la facture énergétique (augmentation de 34% des prix de gaz en 2018 et de 12% en 2019)
- Un portefeuille de clients concentré qui ne permet pas une aisance dans la révision des prix de vente

Opportunités

- L'achèvement avec succès d'un vaste plan de développement ayant permis de mettre à niveau l'outil de production, d'améliorer la qualité des produits finis et de doubler la capacité et monter en valeur dans la ligne de Test Liner (de 25 000 tonnes à 50 000 tonnes)
- Le renchérissement du prix de vente des produits concurrents importés a permis à Sotipapier d'être plus compétitive sur le marché

Menaces

- Le marché du Test Liner est plus concurrentiel avec une forte présence étrangère (plus de la moitié du marché est servi par les importations) et une concurrence locale (le groupe Poulina, depuis 2011).
- Corrélation avec le secteur immobilier en difficulté et notamment avec le secteur cimentier, le débouché principal du papier Kraft

Chiffres consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020 P
Chiffre d'affaires	73 579	78 065	106 558	126 598	134 193
Progression	9%	6%	36%	19%	6%
Marge Brute	21 717	25 217	37 038	47 801	50 669
Taux de marge brute	29,5%	32,3%	34,8%	37,8%	37,8%
EBITDA	13 791	15 761	25 047	33 929	35 892
Progression	11%	14%	59%	35%	6%
Marge d'EBITDA	18,7%	20,2%	23,5%	26,8%	26,7%
Résultat net part du groupe retraité	6 624	9 368	13 228	18 871	19 695
Progression	-7%	41%	41%	43%	4%
Marge nette	9,0%	12,0%	12,4%	14,9%	14,7%

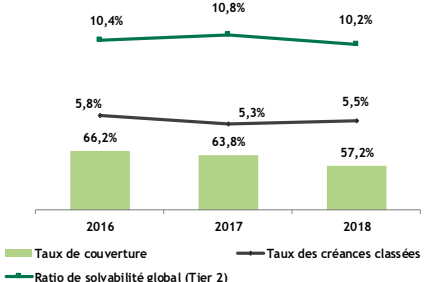
Actionnariat

- Groupe MABROUK: 38,5%
- Groupe Aziz MILAD: 13,0%
- Groupe TAMARZISTE: 9,3%
- Groupe HORCHANI: 6,7%
- Flottant: 2,6%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	1 938
PER 2020e	5,9
P/B 2019e	1,4
Yield 2019e	4,4%
Performance 2019	-0,4%

Evolution de la qualité du portefeuille



Opinion

- Troisième plus grande capitalisation de la cote, la BIAT continue d'afficher une capacité à dégager une croissance structurellement supérieure à la concurrence. 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 sont les armes de la BIAT face aux contraintes conjoncturelles et aux défis de la transition réglementaire vers Bâle III.
- Prisée par les investisseurs institutionnels pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa place incontournable dans le paysage bancaire, la BIAT est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté. Une valorisation qui demeure alléchante même en tenant compte de la dégradation du taux de couverture des créances classées sur les dernières années.

Forces

- Une capacité inégalée à collecter les ressources "bon marché" qui vaut à la banque d'afficher le meilleur coût des ressources et le spread d'intérêt le plus élevé du secteur. Une bonne marge de manœuvre au niveau du ratio de transformation (un ratio de transformation global des plus faibles du secteur coté: 79% en 2019)
- Une position dominante (1^{er} collecteur d'épargne, 2^{ème} pourvoyeur de fonds du secteur, 1^{er} PNB et 1^{ère} capitalisation boursière qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes
- Une productivité en ligne avec la moyenne sectorielle
- Une bonne diversification du portefeuille de crédit: une forte exposition aux crédits aux particuliers et une faible présence sur le secteur du tourisme (une exposition ≈ 5%)
- Le portefeuille de créances le plus sain du secteur avec un taux de créances classées nettement inférieur à la concurrence
- Adossement à un groupe solide et diversifié (le groupe Mabrouk) et présence dans tous les métiers de la finance
- Une gouvernance institutionnalisée et un management de qualité

Opportunités

- Une augmentation de capital en numéraire en vue qui permettrait à la banque de regagner en solvabilité et de redoubler en agressivité commerciale
- Une potentiel de développement de synergies à exploiter entre les métiers et les filiales: bancassurance, conseil en ingénierie financière et gestion d'actifs
- Un important gisement de PNB et de réduction des charges avec la digitalisation

Faiblesses

- Une détérioration du taux de couverture sur les dernières années. La BIAT sacrifier ses bénéfices, dans les prochaines années, pour renouer avec le seuil recommandé par la BCT (de 70%)
- Des ratios de solvabilité tendus (Tier 2 et ratio du risque encouru sur les parties liées)

Menaces

- Une réglementation prudentielle plus contraignante, une politique monétaire restrictive et des tensions accrues sur la liquidité bancaire alimentant une surenchère tarifaire sur les dépôts.
- Une dégradation de la conjoncture économique et du climat des affaires avec une raréfaction des bonnes signatures

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Créances sur la clientèle	7 678	9 394	10 677	10 384	11 214
<i>Progression</i>	-	22%	14%	-3%	8%
Dépôts clientèle	9 078	10 585	11 513	12 997	13 907
<i>Progression</i>	-	17%	9%	13%	7%
PNB	594	701	835	957	1 071
<i>Progression</i>	-	18%	19%	15%	12%
Dotations aux provisions sur les créances	27	83	103	150	175
<i>Coefficient d'exploitation</i>	50%	47%	46%	42%	41%
Résultat net retraité	208,7	224,0	264,5	288,9	321,2
<i>Progression</i>	-	7%	18%	9%	11%
Résultat net part du groupe retraité	211,4	219,6	270,8	295,6	328,3
<i>Progression</i>	-	4%	23%	9%	11%

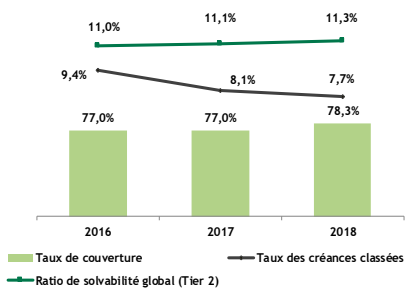
Actionnariat

▪ Société Générale:	55,1%
▪ Groupe MZABI:	12,4%
▪ Groupe BOUCHAMAOU:	7,4%
▪ M. Habib BOUAZIZ:	5,0%
▪ Flottant:	20,1%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	705
PER 2020e	5,4
P/B 2019e	1,1
Yield 2019e	3,2%
Performance 2019	-0,04%

Evolution de la qualité du portefeuille



Opinion

▪ Une banque qui confirme sa capacité de résilience et la solidité de son business model à chaque nouvelle publication. La trajectoire ascendante des résultats de l'UIB, son dépassement récurrent des objectifs, sa discipline prudentielle et sa politique dynamique de dividende sont aujourd'hui des qualités non entièrement reflétées au niveau du cours boursier.

▪ L'adossement de la banque à un actionnaire d'envergure internationale est une assurance supplémentaire pour réussir la transition réglementaire vers Bâle III.

Forces

- Un positionnement fort sur le segment des particuliers (une part de marché supérieure à 13%) qui permet de maîtriser le coût des ressources et une dynamique commerciale confirmée
- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un actionnariat stable
- Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt (59% en 2019) et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur: meilleure posture pour profiter du contexte de taux élevés
- Une forte capacité génératrice de commissions avec la 2^{ème} plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (30% en 2019)
- Une diversification saine du portefeuille de crédits: le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours des crédits (< 3% du portefeuille total en 2018)
- Une bonne qualité des actifs et une culture du risque prudente
- Une rentabilité des fonds propres qui se compare favorablement à ses pairs privées

Faiblesses

- Une banque de taille moyenne (8^{ème} rang en termes de dépôts avec une part de marché de 7,5% et 7^{ème} rang en terme de crédits avec une part de marché de 8,1% en 2019)
- Une activité de placement en bons du Trésor timide (un encours de 127MDt, soit 2% du total actifs au S1 2019)
- Un ratio de transformation global à améliorer (102% en 2019 contre une moyenne sectorielle de 95%)
- Un réseau d'agences moins dense que les majors du secteur (144 agences en 2018 contre plus de 200 agences pour Attijari Bank et BIAT)

Opportunités

- Un potentiel de collecte au niveau des dépôts à vue dont la proportion reste peu élevée comparativement aux principaux concurrents (Attijari Bank et BIAT)
- Un potentiel de diversification du PNB (un manque à gagner au niveau de l'activité de placement en bons d'Etat) et une poursuite de l'amélioration de la productivité
- Un rééquilibrage du modèle d'affaires vers le segment des entreprises
- Une amélioration de l'efficacité opérationnelle avec l'automatisation des processus du parcours client et la poursuite de la modernisation de l'infrastructure informatique
- Un potentiel de développement de nouvelles activités comme la bancassurance, la LLD, le leasing, l'affacturage et les métiers de la banque d'investissement (gestion du patrimoine, OPCVM...)

Menaces

- Une réglementation prudentielle plus contraignante, une politique monétaire restrictive et des tensions accrues sur la liquidité bancaire alimentant une surenchère tarifaire sur les dépôts
- Un marché très concurrentiel et de faible taille
- Une dégradation de la conjoncture économique et du climat des affaires avec une raréfaction des bonnes signatures

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Créances sur la clientèle	4 131	4 938	5 334	5 506	5 782
<i>Progression</i>	-	20%	8%	3%	5%
Dépôts clientèle	3 661	4 122	4 689	4 972	5 270
<i>Progression</i>	-	13%	14%	6%	6%
PNB	248	290	363	419	482
<i>Progression</i>	-	17%	25%	16%	15%
Dotations aux provisions sur les créances	13	16	24	40	42
<i>Coefficient d'exploitation</i>	49%	47%	47%	44%	43%
Résultat net retraité	83,7	96,2	117,6	124,4	148,7
<i>Progression</i>	-	15%	22%	6%	20%
Résultat net part du groupe retraité	79,6	92,8	115,1	122,1	146,6
<i>Progression</i>	-	17%	24%	6%	20%

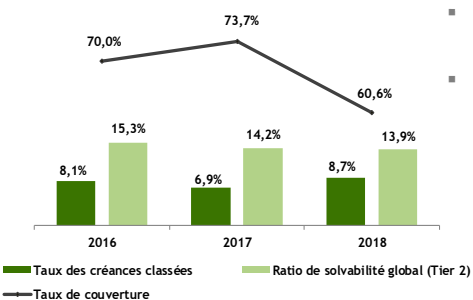
Actionnariat

- Groupe Crédit Mutuel: 34,0%
- Groupe EL FEKIH: 10,0%
- Groupe KAMMOUN: 6,2%
- Flottant: 49,8%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	1 730
PER 2020e	13,6
P/B 2019e	2,0
Yield 2019e	3,3%
Performance 2019	+0,8%

Evolution de la qualité du portefeuille



Opinion

La doyenne du secteur a tant bien que mal résisté au courant vendeur qui a pénalisé les valeurs bancaires depuis août dernier. La baisse des résultats et des dividendes au titre de l'exercice 2018 est un accident de parcours pour la BT. Les perspectives sur le court et le moyen terme demeurent favorables au vu d'une structure équilibrée de la collecte, d'une productivité et d'une solvabilité à la pointe du secteur. Le programme de restructuration de Carthage Cement en vue est un catalyseur potentiel pour le titre en bourse, la banque étant la plus exposée à la cimenterie publique. La bonne culture du risque de la BT et ses ratios prudentiels justifient une prime par rapport au marché.

Forces

- Une structure équilibrée de la collecte et du PNB (1/3 pour chaque source de revenus) et une stratégie de croissance historiquement prudente et sélective
- Malgré une politique de rémunération des salariés parmi les plus attractives du marché, la BT demeure une véritable référence en terme de productivité
- Une faible exposition au secteur du tourisme (5,2% en 2018)
- Une bonne présence sur le segment des particuliers qui concentre le 1/4 de ses engagements
- Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité global de 13,9%)
- Un management de qualité et un adossement à une groupe bancaire international

Faiblesses

- Une dégradation des ratios prudentiels (solvabilité et qualité du portefeuille) sur les dernières années en raison d'une conjoncture difficile et de la dégradation de la situation financière de Carthage Cement, la BT étant la banque la plus exposée à la cimenterie publique (120MDt soit 20% des dettes bancaires de la cimenterie à fin juin 2019)
- Un ratio de transformation plus élevé que la concurrence cotée (98% pour la BT contre 95% pour la concurrence en 2019)
- Un réseau d'agences nettement moins développé, comparativement aux concurrents de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 144 pour l'UIB et 164 pour Amen Bank à fin 2019).

Opportunités

- Un tournant vers une politique de croissance plus dynamique entamé en 2015
- Un plan de restructuration financière en vue de Carthage Cement qui permettrait d'alléger l'exposition de la banque à la cimenterie et d'opérer à moyen terme des reprises sur provisions (une provision de 34MDt constatée en 2018)
- Une importante marge d'amélioration du coût des ressources et de diversification de l'activité (montée en force des dépôts à vue et des commissions)
- Un important gisement de PNB et de réduction des charges avec la digitalisation
- Une amélioration du climat des affaires sur le long terme et une stabilisation de la réglementation prudentielle

Menaces

- Une réglementation prudentielle plus contraignante
- Une politique monétaire restrictive et des tensions accrues sur la liquidité bancaire alimentant une surenchère tarifaire sur les dépôts
- Une dégradation de la conjoncture économique et du climat des affaires avec une raréfaction des bonnes signatures

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Créances sur la clientèle	3 412	3 652	4 158	4 465	4 457
<i>Progression</i>	-	7%	14%	7%	0%
Dépôts clientèle	2 847	3 153	3 450	3 745	4 026
<i>Progression</i>	-	11%	9%	9%	7%
PNB	213	236	269	328	358
<i>Progression</i>	-	11%	14%	22%	9%
Dotations aux provisions sur les créances	28	22	11	62	70
<i>Coefficient d'exploitation</i>	34%	33%	34%	32%	0%
Résultat net retraité	90	110	139	115	114
<i>Progression</i>	-	22%	26%	-17%	-1%
Résultat net part du groupe retraité	84,2	109,0	137,1	120,6	119,9
<i>Progression</i>	-	29%	26%	-12%	-1%

Les valeurs adaptées aux petits tickets et au profil CEA

- CEREALIS: Le bon goût des investissements
- SAM : Développer l'export, un défi à relever
- ARTES : Solide mais délaissé
- SOTUMAG: Un faible profil de risque
- City cars : La roue tourne dans le bon sens

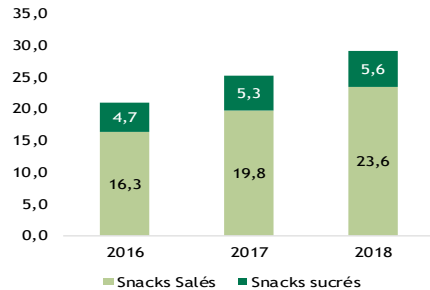
Actionnariat

Famille GAHBICHE :	58,8 %
CTKD :	20,2%
Flottant :	21%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	29
PER 2019e	8,8
EV/EBITDA 2019e	3,5
Yield 2019e	3%
Performance 2019	+31%

Structure des ventes consolidées en 2018



Forces

- CEREALIS est leader sur le marché local avec une part de marché de 65% et une trentaine de variétés à son actif
- Propose un produit local diversifié (snacks salés, snacks sucrés), innovant, largement distribué auprès du petit commerce avec un positionnement prix très compétitif
- Equipements de production de cakes dotés des dernières technologies
- Le redressement de la filiale "Bolério", l'extension des capacités de production et la réalisation d'économies d'échelle découlant des synergies liées à la distribution ont permis à la société d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité
- La gestion optimisée des approvisionnements et l'augmentation des prix de ventes ont permis à CEREALIS d'améliorer ses marges
- Une structure financière saine avec une dette nette négative de -2MDt

Opportunités

- Le marché des « Chips » reste relativement jeune et propice à une croissance organique
- Un marché en plein essor, mal structuré et dominé par des produits importés
- CEREALIS devrait profiter de la reprise du secteur du tourisme et de l'intensification des efforts de commercialisation et de marketing

Faiblesses

- L'Activité snacks sucrés nécessite des efforts marketing est resté dominée par un acteur de taille (Moulin d'Or) qui accapare 60% du marché
- Des produits finis qui s'exportent mal

Menaces

- Un contexte local difficile caractérisé par une inflation galopante et un pouvoir d'achat érodé
- L'entrée d'un géant de l'agroalimentaire (Saida) pourrait impacter les produits cibles de la société et le redressement récent de Bolério

Opinion de Tunisie Valeurs

Après le mauvais parcours de 2017, le titre Céréalis a connu deux années successives de redressement boursier. Le leader des "Chips" a atteint depuis 2018 de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité. Le redressement de la filiale "Bolério", l'extension des capacités de production et la réalisation d'importantes synergies de distribution ont, en effet, porté leurs fruits. Certes, les produits de CEREALIS ne sont pas de première nécessité, mais l'activité du groupe revêt un caractère défensif. CEREALIS jouit d'un bon positionnement sur le marché local (leader avec une part de marché de 65%) et de marques bien établies. Les bons fondamentaux et surtout la valorisation bon marché du groupe justifient un notre avis favorable. Nous restons, toutefois, vigilants quant à l'entrée d'un géant de l'agroalimentaire (Saida) et l'impact que cela pourrait avoir sur les produits cibles de la société et le redressement récent de Bolério.

Chiffes consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Revenus consolidés	21 044	25 171	29 161	34 410	37 851
<i>Progression</i>	12%	20%	16%	18%	10%
Marge brute	9 099	10 922	13 589	15 312	16 844
<i>Progression</i>	14%	20%	24%	13%	10%
Taux de marge brute	43,2%	43,4%	46,6%	44,5%	44,5%
EBITDA	4 331	5 313	6 811	7 447	8 255
<i>Progression</i>	30%	23%	28%	9%	11%
Marge d'EBITDA	20,6%	21,1%	23,4%	21,6%	21,8%
Résultat net part du groupe retraité	1 392	2 084	2 767	3 334	4 033
<i>Progression</i>	50%	50%	33%	20%	21%
Marge nette	6,6%	8,3%	9,5%	9,7%	10,7%

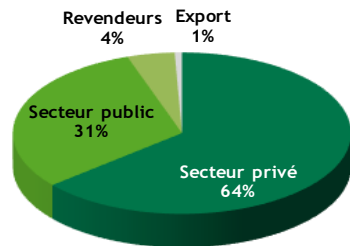
Actionnariat

- Famille Ben Slimane : 58,3%
- Flottant : 41,7%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	18
PER 2019e	6,3
EV/EBITDA 2019e	3,6
Yield 2019e	10,3%
Performance 2019	+2,87%

Structure du chiffre d'affaires



Forces

- Leader en Tunisie du mobilier de bureau (moyen et haut de gamme) avec une part de marché estimée à 24%
- Politique commerciale dynamique en matière de lancement de nouveaux produits
- Une forte notoriété, un savoir-faire et des prix compétitifs
- Un Réseau de distribution sur l'ensemble du territoire Tunisien : Six points de vente en Tunisie (Tunis, Sousse, Sfax et Béjà) et trois points de vente à l'étranger (Tripoli, Alger et Abidjan)
- La situation financière du groupe est saine: Un BFR bien maîtrisé (85 jours de CA en 2018), Une exploitation excédentaire qui permet de financer substantiellement les investissements et une dette nette faible de près de 2MDt soit un gearing de 16% à fin 2018
- Un rendement en dividende alléchant (Yield de 10,3x en 2019)

Opportunités

- Un marché local demandeur compte tenu de l'évolution démographique et économique de la Tunisie
- Un marché encore protégé par des droits de douane sur les importations de produits finis
- Développement de l'activité du meuble sur mesure et des kits à assembler
- L'export constitue un axe de développement prioritaire pour SAM. Le groupe compte renforcer son positionnement sur le marché ivoirien et conquérir le marché algérien par l'ouverture d'un showroom à Alger, avec un partenaire local

Faiblesses

- Sensibilité des coûts d'achat par rapport à la fluctuation du dinar face à la monnaie étrangère
- Système d'information limité

Menaces

- Faibles Barrières à l'entrée dans ce secteur
- Intensification de la concurrence suite à l'arrivée des enseignes internationales
- Variation à la hausse du cours de l'Euro

Opinion de Tunisie Valeurs

▪ Jouissant d'un bon positionnement sur le marché local, SAM envisage d'optimiser davantage ses performances grâce aux efforts déployés de maîtrise des coûts. Par ailleurs, c'est dans ce cadre que s'inscrit le projet de cession de l'usine de Béjà dont les installations ont été transférées à l'usine de Sidi Daoued. A cet effet, le management a annoncé que l'entrée de cash de la cession sera constatée courant l'année 2019 avec une plus value de 0,5MDt. Elle sera distribuée aux actionnaires sous la forme d'un dividende exceptionnel en 2020. L'export constitue également un axe de développement prioritaire pour SAM. Le groupe compte renforcer son positionnement sur le marché ivoirien et conquérir le marché algérien par l'ouverture d'un showroom à Alger, avec un partenaire local. Certes, les perspectives de croissance du secteur sont limitées et tributaires des dépenses d'investissement des sociétés, mais les fondamentaux du groupe sont globalement satisfaisants (marges, cash flow, endettement...). Avec un bon rendement en dividendes, l'action Meuble Intérieur est appropriée pour un compte CEA (investissement à moyen terme).

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	15 917	16 424	21 320	23 879	25 073
Progression	13%	3%	30%	12%	5%
Marge brute	8 423	7 750	9 914	11 104	11 659
Progression	25%	-8%	28%	12%	5%
Taux de marge brute	52,9%	47,2%	46,5%	46,5%	46,5%
EBITDA	3 897	2 718	3 991	4 945	5 192
Progression	67%	-30%	47%	24%	5%
Marge d'EBITDA	24,5%	16,6%	18,7%	20,7%	20,7%
Résultat net part du groupe retraité	2 198	1 331	2 536	2 391	2 519
Progression	94%	-39%	91%	-6%	5%
Marge nette	13,8%	8,1%	11,9%	10,0%	10,0%

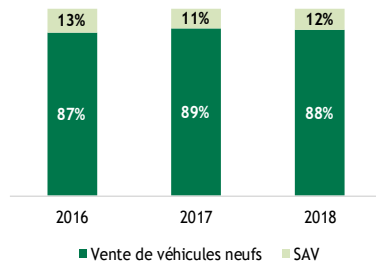
Actionnariat

- Famille MZABI: 73,2%
- Abu Dhabi Fund: 9,3%
- Flottant: 16,5%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	197
PER 2019e	6,0
EV/EBITDA 2019e	1,9
Yield 2019e	11%
Performance 2019	-13,7%

Structure du chiffre d'affaires du groupe



Opinion de Tunisie Valeurs

Le représentant de la marque au losange s'est retrouvé en 2019 sur la deuxième marche du podium sur le segment des véhicules particuliers, talonnant de près la marque coréenne Kia. Le concessionnaire affiche les meilleurs fondamentaux du secteur et la meilleure rentabilité, jouissant d'un matelas de trésorerie confortable, d'un BFR négatif et d'une trésorerie excédentaire, lui permettant de palier à la volatilité de l'exploitation. Cette assise financière solide soutient, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes qui fait toute l'attractivité du titre. Le titre traite à une forte décote pénalisant sa valorisation actuelle (EV/EBITDA 2019 de 1,9x vs. 7x pour le secteur de la concession et un PE 2019 de 6x contre un PE de 10,5x pour le secteur). Ce niveau de valorisation constitue un point d'entrée attrayant. Toutefois, la perception négative du secteur brime la valeur et constitue le seul frein à l'investissement. On recommande de conserver le titre.

Forces

- Leader de la concession automobile grâce à une offre diversifiée et des marques bien appréciées
- La diversité de l'offre d'ARTES et sa forte présence dans les segments les plus rémunérants, permet au concessionnaire d'impacter, en grande partie, toute appréciation de l'euro, dans ses prix de vente
- La meilleure rentabilité au sein du secteur de la concession automobile (marge d'EBITDA de 31,5% en 2018)
- Une contribution importante du service après vente et des pièces de rechange aux revenus (une moyenne de 11% sur les 6 dernières années). ARTES possède un des parcs automobiles les plus élevés et les plus vieux sur le marché
- Une structure financière saine avec un BFR négatif, une dette quasi-nulle et une position en cash excédentaire
- Une distribution généreuse de dividende (Yield de 11%)

Opportunités

- Faible taux de pénétration du marché automobile recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux.
- Un matelas de trésorerie confortable lui permettant de financer son développement. Le management a entamé des négociations avec NISSAN pour la construction d'une unité d'assemblage des Pickups.
- Le concessionnaire a encore une marge de manœuvre pour diversifier d'avantage son offre et développer la vente des pickups.

Faiblesses

- L'excédent de cash grève la rentabilité des actifs des concessionnaires
- Toute fluctuation défavorable du dinar à l'égard du Yen aurait un impact négatif sur la profitabilité de la filiale ADEV, concessionnaire de la marque NISSAN

Menaces

- La libéralisation du secteur de la concession automobile en Tunisie est indéniablement une mesure éloignée au vu de la persistance des tensions sur la balance commerciale
- Des conditions de plus en plus restrictives adoptées par les banques pour les crédits à la consommation
- Le système de quota continue à pénaliser la croissance des revenus des concessionnaires tunisiens
- Le taux d'imposition est passé de 25% à 35% depuis 2019
- Concurrence accrue notamment avec l'entrée sur le marché de nouvelles marques asiatiques

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	222,6	262,4	235,4	257,1	267,4
Progression		12%	18%	-10%	9%
Marge Brute	43,7	50,2	43,3	46,7	48,5
Taux de marge brute	20%	19%	18%	18%	18%
Progression		3%	15%	-14%	8%
EBITDA	32,4	39,1	31,5	34,7	36,0
Progression		-4%	21%	-19%	10%
Marge d'EBITDA	15%	15%	13%	14%	13%
Résultat net part du groupe retraité	32,5	35,4	31,1	34,2	35,1
Progression		0%	-8%	14%	-9%
Marge Nette	15%	14%	13%	13%	13%

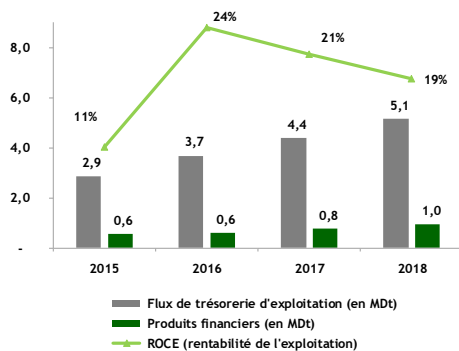
Actionnariat

▪ Etat tunisien:	37,5%
▪ Société Trabelsi & Fils:	18,3%
▪ COOPMAG:	8,0%
▪ Office du Commerce:	7,6%
▪ Flottant:	28,7%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	37
PER 2020e	8,6
EV/EBITDA 2019e	3,8
Yield 2019e	3,9%
Performance 2019	+8,8%

Capacité de génération de cash flow et ROCE



Opinion

- Le titre a profité sur les dernières années des publications rassurantes et de l'engouement du marché pour les placements défensifs. Le parcours de la SOTUMAG a été, par ailleurs, favorisé par un niveau de liquidité plus élevé sur les dernières années (doublement des échanges sur le marché depuis 2015).
- Le profil de risque de la société est certes faible mais les perspectives de croissance sont également limitées. La réduction des charges constitue le principal relais de rentabilité pour la compagnie. Un positionnement sur le titre est préconisé, en particulier pour un profil CEA en raison du profil rentier de la compagnie et du bon rendement en dividendes qu'elle offre.

Forces

- Une situation de monopole, un emplacement stratégique et une capacité de stockage élevée qui permettent de traiter 40% de la production nationale de légumes et fruits et d'assurer l'approvisionnement du district de Tunis
- Une activité défensive à deux manettes (les redevances sur les denrées alimentaires et les loyers) qui résiste en période de cycles économiques baissiers
- Une situation financière solide avec une dette nette structurellement négative et un matelas de trésorerie confortable qui bonifie régulièrement la rentabilité de la firme

Opportunités

- Un mégaprojet d'un marché intégré prometteur (annoncé en 2016 pour un coût global proche de 30MDt) mais non encore confirmé
- Un important potentiel de croissance si des efforts de « désinformatisation » de l'économie et des circuits de distribution des produits alimentaires frais sont déployés par les pouvoirs publics
- Une politique de rationalisation des charges, une informatisation des process et une intensification des efforts de surveillance et de contrôle devraient permettre d'améliorer les revenus et la productivité
- Une hausse des prix des produits alimentaires bénéfique pour la société

Faiblesses

- Une société étatique avec une instabilité du management et une lenteur dans le processus décisionnel
- Une situation de sureffectif et une faible productivité (les frais généraux absorbent 61% du chiffre d'affaires en 2019)

Menaces

- Une floraison du marché informel et des perturbations dans les circuits de distribution
- Une volatilité des performances du secteur agricole et dépendance par rapport aux saisons agricoles et aux conditions climatiques

Chiffres en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	10 967	12 041	12 274	14 073	14 988
<i>Progression</i>	-	10%	2%	15%	6%
Marge brute	10 221	11 392	11 525	13 309	14 261
<i>Progression</i>	-	11%	1%	15%	7%
Taux de marge brute	93%	95%	94%	95%	95%
EBITDA	4 144	4 463	4 161	5 818	6 250
<i>Progression</i>	-	8%	-7%	40%	7%
Marge d'EBITDA	38%	37%	34%	41%	42%
Résultat net retraité	2 800	3 070	3 186	3 968	4 345
<i>Progression</i>	-	10%	4%	25%	9%
Marge nette retraitée	26%	25%	26%	28%	29%

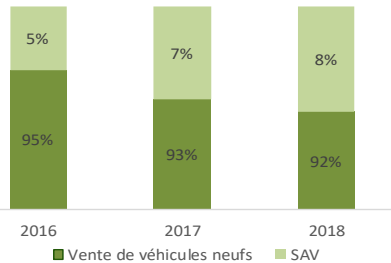
Actionnariat

- Automobile Investment Company: 56,5%
- Tunisian Investment cars: 10%
- Flottant: 33,5%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	137
PER 2019e	9,5
EV/EBITDA 2019e	5,4
Yield 2019e	12,5%
Performance 2019	-5,4%

Structure du chiffre d'affaires du groupe



Opinion de Tunisie Valeurs

▪ Malgré les difficultés que connaît le secteur : la dépréciation continue du dinar, les restrictions quantitatives à l'importation et la hausse de la pression fiscale, la roue continue à tourner dans le bon sens pour le concessionnaire de la marque Kia. La marque coréenne s'est adjugé le haut du podium sur le segment des véhicules particuliers tunisien. A l'image de l'ensemble des distributeurs auto, la trésorerie du concessionnaire continue de baisser mais elle reste largement excédentaire. City cars affiche le meilleur rendement en dividende du secteur de la concession. Une valeur de rendement par excellence (Yield de 12,5%) mais bute à un contexte sectoriel de plus en plus difficile.

Forces

- Adossé à une marque de renommé internationale, le concessionnaire automobile de la marque KIA est leader sur le marché des véhicules particuliers
- Une gamme de véhicules diversifiée
- Présence dans les grandes villes du pays à travers un réseau de 17 agences
- Une situation financière saine avec une trésorerie excédentaire et une dette nette négative
- Le meilleur rendement en dividende du secteur (Yield de 12,5%)
- Le meilleur ROE 2019 du secteur (44% pour CITY CARS contre 21% pour le secteur coté)

Opportunités

- Faible taux de pénétration du marché automobile Tunisien recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux
- Innovation permanente du constructeur KIA qui dispose d'une importante structure de recherche et développement. Montée en gamme des véhicules KIA
- Révision du système FCR et interdiction aux tunisiens résidents à l'étranger de revendre leur véhicule avant d'avoir complété un an depuis sa mise en circulation en Tunisie

Faiblesses

- Qualité du service après vente à améliorer en raison d'un parc de voitures jeune
- Absence de couverture contre les variation de change

Menaces

- La libéralisation du secteur de la concession automobile en Tunisie est indéniablement une mesure éloignée au vu de la persistance des tensions sur la balance commerciale
- Des conditions de plus en plus restrictives adoptée par les banques pour les crédits à la consommation
- Ouverture du marché Tunisien aux constructeurs chinois et indiens
- Dépréciation du dinar qui aura une incidence sur les prix de vente (c'est le cas de tous les importateurs)
- Un taux d'imposition qui est passé de 25% à 35% depuis 2019

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	162,7	167,2	152,5	205,9	210,0
Progression	11%	3%	-9%	35%	2%
Marge Brute	24,7	25,6	24,8	32,9	33,6
Taux de marge brute	15%	15%	16%	16%	16%
Progression	11%	4%	-3%	33%	2%
EBITDA	18,9	19,2	18,0	24,6	25,1
Progression	5%	1%	-6%	37%	2%
Marge d'EBITDA	12%	11%	12%	12%	12%
Résultat net part du groupe retraité	15,9	14,8	14,3	17,4	17,7
Progression	-2%	-7%	-3%	22%	2%
Marge Nette	10%	9%	9%	8%	8%

Les valeurs sous surveillance positive

- STAR : En attendant un vrai changement
- ASSAD: Devenir un leader régional
- TPR: L'export, la force motrice
- SOTUVER: N'a pas fini d'investir
- MPBS: Un titre de bon père de famille
- TELNET Holding: Dans l'attente de réalisations concrètes
- Attijari Bank: Un bilan positif malgré l'affaire de la douane
- BH: Une valorisation bradée
- BNA: Des ambitions et des défis de taille
- UBCI: Vers une recomposition du tour de table
- STB: Des réalisations à saluer malgré tout

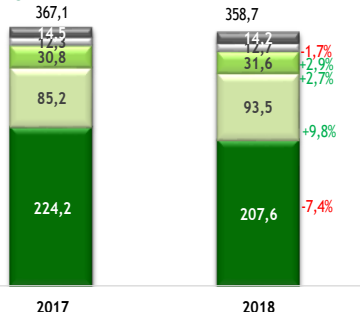
Actionnariat

- Etat Tunisien : 38,6%
- Groupama: 35%
- CTKD: 5,5%
- Flottant: 20,8%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	259
PER 2019e	13,2
P/B 2019e	0,7
Yield 2019e	2,7%
Performance 2019	+3,33%

Structure du chiffre d'affaires



■ Auto ■ Maladie ■ Incendie et risques divers ■ Vie ■ Autres

Opinion de Tunisie Valeurs

Le management a dévoilé son plan stratégique à horizon 2022 et a mis l'accent sur les principaux chantiers sur lesquels la compagnie devrait s'atteler dans l'avenir: 1) un renforcement de son positionnement commercial, 2) une orientation de la production sur les segments les plus rentables comme l'assurance multirisques, habitation et l'assurance vie, 3) une meilleure sélection des risques et un pilotage technique renforcé, 4) une approche proactive en matière de tarification, 5) la maîtrise des frais généraux, la modernisation et l'optimisation des processus.

La STAR traite à des niveaux de valorisation intéressants: un multiple d'Actif Net Réévalué de 0,5x. Ce multiple sous-estime la qualité des fondamentaux de l'assureur et son potentiel de croissance technique. Toutefois, souffrant d'une image ternie en bourse, le titre risque de continuer à être délaissé par le marché à court terme.

Forces

- Incontestable Leader de l'assurance en Tunisie avec une part de marché de 17%
- Premier réseau d'agences en Tunisie permettant de diversifier son portefeuille clientèle
- L'actif financier de la STAR recèle des plus values latentes de l'ordre de 225MDt, portant la valeur réelle des placements financiers à 1 milliard de dinar, et consolidant davantage la capacité de la compagnie à couvrir ses provisions techniques (taux de couverture des provisions techniques par les placements de 108%)
- Un ratio de solvabilité nettement supérieur au minimum réglementaire (4x)

Opportunités

- Profite du contexte de taux élevé pour améliorer sa profitabilité
- Groupama de plus en plus impliqué dans le processus de prise de décision
- Portefeuille solide permettant une croissance plus forte de la société

Faiblesses

- Un portefeuille assurance exposé aux entreprises publiques
- Un modeste Payout (40%) et un faible rendement en dividende (Yield de 2,3%) comparé à ses pairs
- Un faible ROE de 5,2% en 2018

Menaces

- La forte exposition à la branche Automobile obère la rentabilité technique en raison du renchérissement des pièces de rechange

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p	
Résultat technique non vie	3,2	-8,4	-0,7	15,6	13,4	
<i>Progression</i>	-	-93%	-362%	-91%	-2265%	-14%
Résultat technique vie	-0,5	2,8	1,8	1,8	1,8	
<i>Progression</i>	-	-113%	-659%	-35%	0%	1%
Résultat Net de l'exercice	15,5	7,0	17,7	19,6	21,2	
<i>Progression</i>	-	-79%	-55%	152%	11%	8%
Résultat net de l'exercice retraité *	16,7	7,7	18,1	19,6	21,2	
<i>Progression</i>	-	-14%	-54%	133%	9%	8%

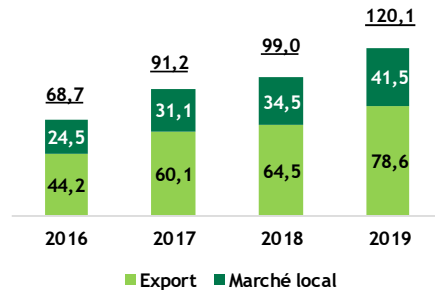
Actionnariat

- Famille KALLAL: 52,2%
- Flottant: 47,8%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	85
PER 2019e	9
EV/EBITDA 2019e	6,3x
Yield 2019e	4,9%
Performance 2019	-3%

Structure du chiffre d'affaires de la société mère



Opinion de Tunisie Valeurs

L'équipementier s'est distingué en 2019 affichant une croissance à deux chiffres aussi bien de ses ventes locales que de celles à l'export. En effet, le plan de développement du groupe d'une enveloppe de 40MDt, visant à augmenter la capacité de production, optimiser les marges et à améliorer la gestion des stocks, semble commencer à porter ses fruits. Le partenariat stratégique avec le fond d'investissement Abraaj nous réconforte d'avantage et devrait favoriser l'ancrage du plan de développement de la société. S'adossant sur l'expérience et le réseau d'Abraaj en Afrique, ASSAD serait plus amène de poursuivre son développement en Algérie, de consolider sa présence au Maroc et de conquérir de nouveaux marchés africains. Toutefois, avec l'avènement de la voiture électrique, la pérennité de l'activité serait probablement tributaire d'un adossement à un partenaire industriel technique. La valorisation du titre et son rendement sont actuellement attrayants.

Forces

- Assad est le leader Tunisien sur le marché des batteries
- Un groupe d'envergure régionale grâce à ses deux filiales algérienne et marocaine et à ses exportations soutenues vers la Libye
- L'orientation du groupe à l'export (2/3 du CA en 2019) lui permet de se prémunir contre la hausse du cours du plomb puisque le groupe répercute systématiquement la variation des prix de l'intrant sur ses prix de vente à l'export
- Un niveau d'endettement soutenable (Gearing estimé de 74% en 2019 et Dette nette /EBITDA de 2,7x)

Opportunités

- L'entrée en vigueur du décret sur la récupération des vieilles batteries
- Toute appréciation de la devise (46% du CA réalisés en Europe) aurait un impact positif sur la rentabilité de l'exportateur
- Pour ancrer son programme de développement, le groupe a consacré une enveloppe de 40MDt d'investissements, destinée à augmenter la capacité de production et à créer de nouvelles filiales

Faiblesses

- La variation du cours du plomb sur le LME alimente la volatilité des marges sur le marché local
- La rentabilité du producteur de batteries serait impactée à court terme par le remboursement des Obligations Convertibles en Actions d'Abraaj à travers une dette bancaire plus coûteuse

Menaces

- L'instabilité du climat des affaires en Algérie
- La révolution technologique que connaît l'industrie automobile avec l'avènement de la voiture électrique présage des doutes quant aux perspectives de croissance de l'équipementier

Chiffres consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	97 459	120 160	124 491	150 538	165 592
Progression	10%	23%	4%	21%	10%
Marge brute	39 945	54 082	48 753	58 954	64 849
Taux de marge brute	41,0%	45,0%	39,2%	39,2%	39,2%
EBITDA	15 406	24 581	15 794	21 448	24 255
Progression	45%	60%	-36%	36%	13%
Marge d'EBITDA	15,8%	20,5%	12,7%	14,2%	14,6%
Résultat net part du groupe retraité	2 781	9 296	8 337	9 411	10 781
Progression	-	234%	-10%	13%	15%
Marge nette	2,9%	7,7%	6,7%	6,3%	6,5%

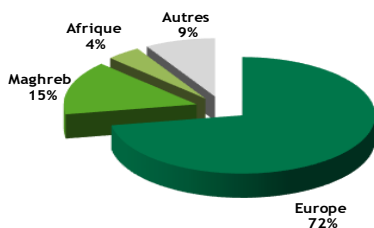
Actionnariat

- Groupe Bayahi: 80,3%
- Flottant: 19,7%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	225
PER 2019e	13,9
EV/EBITDA 2019e	8,1
Yield 2019e	5,3%
Performance 2019	+4,4%

Structure du chiffre d'affaires consolidé à l'export en 2018



Opinion de Tunisie Valeurs

▪ En 2019, l'extrudeur a connu une forte décélération de la croissance de ses ventes aussi bien sur le marché local qu'à l'export. Le chiffre d'affaires de la société mère à l'export (31% du CA en 2019) a progressé de 9% à 49,9MDt contre une progression de 38% et de 27% respectivement en 2018 et 2017. La morosité du contexte local caractérisé par un secteur immobilier en berne et par une concurrence déloyale accrue couplée à l'appréciation du dinar impactant les ventes à l'export semblent prendre le dessus. La hausse des charges financières pèsera sur la rentabilité de l'extrudeur en 2019.

▪ Toutefois, compte tenu du potentiel de croissance latent sur le marché algérien, du bon rendement en dividendes et du niveau de valorisation actuel (13,9x ses bénéfices estimés de 2019), TPR semble être une bonne opportunité d'investissement.

Forces

- TPR est le leader sur le marché local des profilés d'aluminium avec une part de marché de 65% à fin 2018
- Le leadership local aboutit à une résilience des revenus en dépit d'un environnement globalement défavorable
- Les marchés européens à très forte valeur ajoutée permettent d'immuniser les marges de TPR à l'export puisque les prix de ventes sont indexés au prix du LME
- Un bilan solide (Gearing de 44% en 2018) et une génération de cash-flow régulière
- Une rémunération généreuse des actionnaires (Payout de 65% en 2018 et un Yield de 5,3%)

Opportunités

- La filiale Algérienne PROFAL MAGHREB représente un levier de croissance pour le groupe
- L'investissement de 12MDt pour un matériel de traitement de surface permettrait au profileur d'aluminium de réduire ses coûts d'énergie et de servir de nouveaux marchés, notamment le secteur automobile

Faiblesses

- L'appréciation du dinars en 2019 a décéléré les ventes à l'export de la société (31% du chiffre d'affaires de la société en 2019) suite à un effet de change moins favorable
- Le renchérissement du prix international de l'aluminium affecte les marges du profileur d'aluminium sur le marché local

Menaces

- Une concurrence étrangère déloyale, commercialisant un produit contrefait sous le nom de TPR
- La crise immobilière et les difficultés budgétaires de la Tunisie pèsent sur les perspectives de croissance sur le marché local

Chiffres consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	127 497	154 402	188 737	196 286	208 064
<i>Progression</i>	13%	21%	22%	4%	6%
Marge brute	47 815	50 268	58 766	64 971	68 869
Taux de marge brute	37,5%	32,6%	31,1%	33,1%	33,1%
<i>Progression</i>	7%	5%	17%	11%	6%
EBITDA	22 084	27 001	28 579	32 320	34 260
<i>Progression</i>	10%	22%	6%	13%	6%
Marge d'EBITDA	17,3%	17,5%	15,1%	16,5%	16,5%
Résultat net part du groupe retraité	9 413	15 028	19 808	20 475	21 844
<i>Progression</i>	1%	60%	32%	3%	7%
Marge nette	7,4%	9,7%	10,5%	10,4%	10,5%

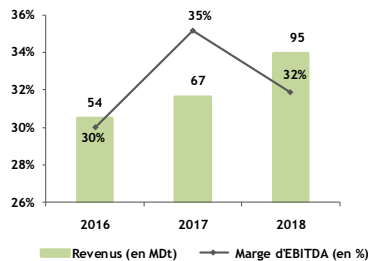
Actionnariat

- Groupe BAYAHI: 83,1%
- Flottant: 16,9%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	214
PER 2019e	15,7
EV/EBITDA 2019e	8,1
Yield 2019e	5,3%
Performance 2019	-0,6%

Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA



Opinion de Tunisie Valeurs

- La SOTUVER n'a pas fini d'investir. La reprise des projets (la construction d'un troisième four (prévu dans 18 mois) et d'une centrale photovoltaïque) lui permettrait d'atteindre de nouveaux paliers de revenus/rendements, de renforcer son positionnement sur le marché local, mieux répondre à la demande internationale grandissante et d'améliorer éventuellement sa capacité bénéficiaire.
- L'industriel traite aujourd'hui à 16x ses bénéfices estimés de 2019, une valorisation correcte. Toutefois, le profil de croissance élevé de l'industriel en phase de capex et d'exportateur vers des marchés à forte demande font toute l'attractivité de la société .

Forces

- SOTUVER est l'embouteilleur de référence sur le marché local (position monopolistique avec une part de marché de 80%)
- Acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée (plus de 200 références) et une expertise reconnue depuis plusieurs années
- Importante capacité de production (120 000 tonnes par an) comparée au pays méditerranéens
- Les efforts de diversification des marchés export (Afrique et Moyen Orient) permettant d'atténuer les incertitudes sur le marché algérien
- Une structure financière saine (Gearing de 42% en 2018)

Opportunités

- L'Obtention des homologations Heineken et Lesieur constitue une niche d'entrée sur les marchés internationaux
- Le lancement de deux projets concernant la substitution du fuel par le Pet-Coke et la production de l'électricité à travers les panneaux photovoltaïques devrait alléger à terme la facture énergétique de l'industriel
- Les augmentations successives des capacités de production et le projet d'installation d'un troisième four permettront au groupe de répondre aux besoins de leurs anciens et nouveaux partenaires
- Forte reprise de la demande internationale sur l'emballage en verre pour des raisons écologiques

Faiblesses

- Saturation de la capacité des deux fours
- En attendant le passage définitif au Pet-Coke, les marges de l'industriel demeureront sous pression en raison du coût élevé de l'énergie

Menaces

- Contexte économique local en berne
- Perturbations sur le marché algérien, principal marché à l'export
- Exposition à la fluctuation des prix de gaz naturel

Chiffres consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p	
Revenus	53 687	67 249	95 367	97 586	107 345	
Progression	·	6%	25%	42%	2%	10%
Marge brute	27 448	36 413	45 984	46 353	51 525	
Progression	·	3%	33%	26%	1%	11%
Taux de marge brute	51%	54%	48%	48%	48%	
EBITDA	16 099	23 656	30 415	29 424	32 903	
Marge d'EBITDA	30%	35%	32%	30%	31%	
Progression	·	3%	47%	29%	-3%	12%
Résultat net part du groupe retraité	6 213	10 356	17 412	15 169	16 677	
Progression	·	3%	67%	68%	-13%	10%
Marge nette retraitée	12%	15%	18%	16%	16%	

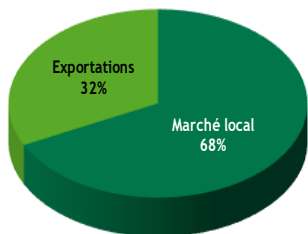
Actionnariat

- Famille Sellami: 69,8%
- Flottant: 30,2%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	39
PER 2019e	12,5
EV/EBITDA 2019e	6,4
Yield 2019e	4%
Performance 2019	+92%

Structure des ventes consolidées en 2018



Opinion de Tunisie Valeurs

En dépit de la conjoncture "challengeante", la société continue d'afficher une croissance à deux chiffres de ses ventes. Le plan d'investissement, axé sur l'activité des panneaux plaqués (un produit à forte marge affichant un potentiel de croissance important sur le marché) a désormais porté ses fruits. Bénéficiant d'une structure financière solide, le groupe MPBS est bien armé pour devancer ses concurrents : il a finalisé ses investissements et s'est organisé pour trouver des niches de rentabilité (nouveaux produits, nouveaux débouchés...). Toutefois, la baisse des marges en 2019 tempère notre optimisme.

Dans le cadre d'une stratégie d'expansion au sein du groupe, MPBS est sur le point d'acquérir trois sociétés opérant dans le secteur du bois. L'acquisition des sociétés se fera par un processus d'échange de titres entre les actionnaires. Attendons de voir l'impact chiffré de cette acquisition pour décider d'un repositionnement sur le titre.

Forces

- Acteur de référence dans le secteur de production de panneaux de bois avec une part de marché de 30%
- Des efforts d'investissement privilégiant les technologies avancées et touchant de nouvelles catégories de produits
- Le recentrage sur les activités à plus fortes valeurs ajoutées comme les panneaux plaqués, les panneaux acryliques et les panneaux synchronisés a été fructueux
- MPBS réduit son exposition à l'industrie du bois à travers des participations majoritaires dans deux filiales : HABITAT (spécialisée dans le commerce de parquets et de portes de sécurité) et SPECTRA (installation de panneaux photovoltaïques). Ces deux filiales contribuent d'une manière non négligeable dans les résultats du groupe (de 25% à 30%)
- Structure financière solide (Gearing de 39% en 2019) et un BFR maîtrisé

Opportunités

- Demande croissante sur le marché, le panneau de bois étant de plus en plus apprécié pour son rapport qualité prix, comparativement au bois
- Potentiel de croissance important sur le segment des panneaux plaqués, sur lequel MPBS est leader
- MPBS a acquis des participations majoritaires dans trois sociétés opérant dans le secteur du bois ce qui peut créer un effet taille et des synergies positives
- Potentiel à l'export sur les marchés limitrophes (Algérie, Libye)

Faiblesses

- Une Activité export qui peine encore à décoller
- Pas de certification selon une norme internationale

Menaces

- Ralentissement du secteur du bâtiment et du pouvoir d'achat des ménages
- Restrictions sur les crédits à la consommation
- Hausse du coût de la matière première suite à la baisse du Dinar

Chiffres consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	46 418	57 665	69 035	74 494	81 198
Progression	9%	24%	20%	8%	9%
Marge Brute	11 987	14 947	17 996	17 655	19 244
Taux de marge brute	25,8%	25,9%	26,1%	23,7%	23,7%
Progression	-5%	25%	20%	-2%	9%
EBITDA	4 360	6 617	8 747	7 192	9 035
Marge d'EBITDA	9,4%	11,5%	12,7%	9,7%	11,1%
Progression	-23%	52%	32%	-18%	26%
Résultat net part du groupe retraité	1 602	2 793	3 498	2 236	2 377
Progression	-46%	74%	25%	-36%	6%
Marge nette	3,5%	4,8%	5,1%	3,0%	2,9%

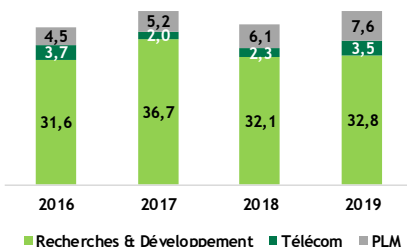
Actionnariat

- Hikma Participations: 32,6%
- TITAN ENGINEERING: 7,0%
- M. Brahim KHOUAJA: 5,4%
- Flottant: 55,0%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	103
PER 2020e	23,9
EV/EBITDA 2019e	10,6
Yield 2019e	2,4%
Performance 2019	+15,0%

Structure du chiffre d'affaires consolidé en MDt



Opinion

- Au vu des résultats du premier semestre, l'exercice 2019 devrait s'inscrire sous le signe de la normalisation des bénéfices après plusieurs années bonifiées par les gains de change. La feuille de route tracée par l'équipe de direction prévoit une poursuite de l'internationalisation et de la montée en compétence technologique pour se positionner sur les satellites et les drones.
- Malgré les intentions exprimées par le management, nous préférons attendre de voir des réalisations concrètes pour recommander à nouveau un positionnement à l'achat sur le titre. Sur le papier la valorisation est correcte pour une valeur « high tech » et aux fondamentaux solides mais le manque d'éléments factuels nous appelle à garder "les pieds sur terre" .

Forces

- Un groupe totalement exportateur qui réalise la majorité de ses revenus en devises fortes (substantiellement en euros)
- Un positionnement forte valeur ajoutée (forte exposition à l'activité recherche et développement, à hauteur de 80%) et un savoir faire reconnu dans les technologies de pointe
- Un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût
- Un carnet de clientèle stable et de renommée internationale (SAFRAN, SAGEM, VALEO et DASSAULT)
- Des partenariats et des relations privilégiés avec les laboratoires de recherches en Tunisie et à l'étranger
- Des fondamentaux robustes, une bonne rentabilité et une structure financière saine

Opportunités

- Un secteur d'activité (NTIC) en pleine effervescence et suscitant un vif intérêt de la part des autorités tunisiennes
- Une stratégie axée sur une poursuite de l'internationalisation et la montée en compétence technologique pour se positionner sur les satellites et les drones: le démarrage de « l'activité Satellites » (le lancement du premier nano-satellite de Telnet en juillet 2020) et la concrétisation du projet drone avec le partenaire japonais FUJII IMVAC (fabrication du premier prototype de drones en décembre 2019)
- La consolidation des projets actuels avec les partenaires historiques en France comme INGENICO et SAFRAN

Faiblesses

- Une relative concentration des clients (une exposition élevée au groupe SAFRAN) et une présence faible sur les marchés autres que le marché Français

Menaces

- Une forte concurrence de l'Inde, de l'Egypte, du Maroc et des pays de l'Europe de l'Est dans les nouvelles technologies
- Une forte concurrence des SSII dans le métier qui jouissent d'une structure de charges plus légère

Chiffres consolidés en KDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Chiffre d'affaires	39 286	43 527	39 682	43 847	46 917
Progression	-	11%	-9%	10%	7%
Marge Brute	31 517	34 429	38 550	33 626	37 585
Taux de marge brute	80,2%	79,1%	97,1%	76,7%	80,1%
EBITDA	4 848	7 371	7 564	8 197	8 805
Progression	-	52%	3%	8%	7%
Marge d'EBITDA	12,3%	16,9%	19,1%	18,7%	18,8%
Résultat net part du groupe retraité	2 799	5 375	9 333	4 052	4 307
Progression	-	92%	74%	-57%	6%
Marge nette	7,9%	39,9%	24,2%	9,4%	9,3%

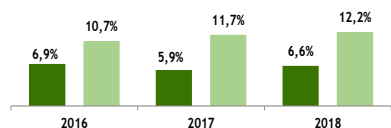
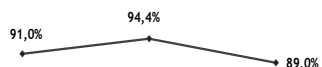
Actionnariat

▪ Groupe ATTIJARIWAFABANK	59,0%
▪ Groupe DRISS:	9,7%
▪ Groupe MZABI:	9,4%
▪ Flottant:	21,9%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	1 262
PER 2020e	7,0
P/B 2019e	1,7
Yield 2019e	7,1%
Performance 2019	-14,9%

Evolution de la qualité d'actifs



■ Taux des créances classées ■ Ratio de solvabilité global (Tier 2)
— Taux de couverture

Opinion

▪ 2019 a "dérogé" à la croissance en Bourse après une longue ascension boursière amorcée en 2013. La décre bancarie post-Septembre et l'affaire de la douane, qui a ponctué le premier trimestre de l'année, ont pénalisé le parcours du titre. Fondamentalement parlant, la filiale du groupe Attijariwafa Bank reste parmi les top-tier bancaires : un profil de croissance supérieur à la concurrence adossé à un bilan sain et disposant d'une bonne marge d'avance pour juguler les tensions monétaires et le durcissement de la réglementation prudentielle. Par ailleurs, la politique généreuse de dividendes a toujours fait le bonheur des actionnaires d'Attijari Bank. Cependant, au jour d'aujourd'hui, il est difficile d'estimer le coût financier exact des éventuelles pénalités qui seraient prononcées à l'encontre de la banque dans le cadre de l'affaire de la douane. Cette affaire pourrait durer des années avec des possibles recours à la justice avant de se dénouer. Un effort de communication est nécessaire pour apaiser les appréhensions des investisseurs, surmonter leur attentisme et redorer l'image du titre en bourse.

Forces

- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité Attijariwafa Bank
- Une référence en matière de réactivité commerciale: un réseau d'agences développé (le plus dense avec 207 agences en 2018), une offre de produits bien segmentée, une base de clientèle diversifiée, une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place
- Une présence dans tous les métiers de la finance grâce à des filiales spécialisées (Assurance, leasing, gestion d'actifs et intermédiation boursière)
- Une capacité de résilience prouvée: la banque la plus rentable (ROE estimé en 2019 le plus élevé, de 30% contre une moyenne sectorielle de 16%) avec une liquidité qui se compare favorablement par rapport à la concurrence (un ratio de transformation le plus faible du secteur coté 78% en 2019 contre une moyenne sectorielle de 95%)
- Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur: Attijari affiche incontestablement le portefeuille de crédits le mieux provisionné de la place (un taux de couverture de 89%)
- Une politique de dividendes historiquement attrayante, qui répond à la volonté de son actionnaire de référence, le groupe Attijariwafa Bank

Opportunités

- Un potentiel important pour les entreprises et les institutionnels en Tunisie et dans les pays où le groupe Attijariwafa Bank est présent (en Afrique notamment)
- Un potentiel important pour le segment des Tunisiens Résidant à l'Etranger et la bancassurance
- Des gains de productivité à réaliser avec le développement de la digitalisation

Faiblesses

- Une dégradation de la solvabilité sur les dernières années

Menaces

- Une conjoncture économique et monétaire difficile et un durcissement de la réglementation prudentielle
- Incertitude sur le coût financier exact de l'affaire de la douane (infractions présumée de la réglementation du commerce extérieur découvertes en mars 2019) et sur son dénouement (affaire pouvant prendre des années avec de possibles recours à la justice avant de se dénouer)

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Créances sur la clientèle	4 477	5 207	5 440	5 712	5 884
<i>Progression</i>	-	16%	4%	5%	3%
Dépôts clientèle	5 460	6 002	6 761	7 161	7 519
<i>Progression</i>	-	10%	13%	6%	5%
PNB	317	362	436	484	528
<i>Progression</i>	-	14%	21%	11%	9%
Dotations aux provisions sur les créances	0	13	35	38	40
<i>Coefficient d'exploitation</i>	50%	47%	47%	46%	46%
Résultat net retraité	119,6	136,5	151,1	156,7	172,0
<i>Progression</i>	-	14%	11%	4%	10%
Résultat net part du groupe retraité	118,3	140,4	158,6	164,7	180,4
<i>Progression</i>	-	19%	13%	4%	10%

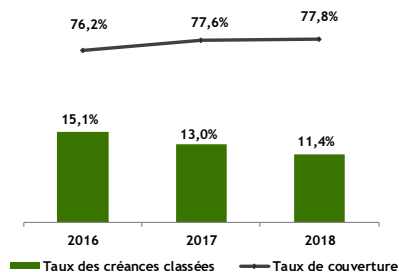
Actionnariat

- Etat et entreprises publiques: 50,0%
- Groupe HORCHANI: 20,9%
- Flottant: 29,1%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	533
PER 2020e	3,3
P/B 2019e	0,5
Yield 2019e	5,4%
Performance 2019	-2,0%

Evolution de la qualité d'actifs



Forces

- Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines)
- Une productivité meilleure que le secteur
- Un leadership sur le segment des crédits logement et un savoir faire reconnu dans le financement du secteur immobilier
- Une bonne capacité de mobilisation des lignes de financement extérieures (parmi les encours les plus élevés du secteur bancaire: 516MDt au S1 2019), permettant de palier au tarissement de la liquidité sur le marché local

Opportunités

- Une stratégie axée sur: 1) la concentration de l'activité du financement des promoteurs immobiliers sur l'accompagnement des clients existants, 2) la continuation des efforts de relance du segment des particuliers sur les crédits et sur les dépôts et 3) la poursuite de l'assainissement du bilan à travers le traitement dynamique du portefeuille via les négociations transactionnelles
- Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits
- Une amélioration de la productivité grâce à: 1) l'implémentation du nouveau ERP global bancaire sur une période de 3 ans jusqu'à 2021 et à la refonte du système d'information et 2) le plan de recrutement ciblé qui accompagne le plan volontaire des départs (rajeunissement et montée en compétence des RH)

Faiblesses

- Une vocation historique de banque immobilière et une politique de quête des parts de marchés qui a pénalisé le coût des ressources de la banque sur les dernières années
- Des ratios de solvabilité proches des seuils réglementaires et un ratio de transformation global tendu (le plus élevé à l'échelle du secteur: 112% en 2019 contre une moyenne sectorielle de 95%)
- Une exposition élevée au secteur immobilier (15% en 2018); un secteur mal en point ces dernières années
- Une qualité du portefeuille qui demeure encore fragile (un taux de créances classées supérieur à 10%)

Menaces

- Une conjoncture économique difficile, un assèchement des liquidités et un durcissement de la réglementation prudentielle
- Une dégradation possible de la qualité du portefeuille avec la poursuite des difficultés du secteur immobilier
- Une banque qui fait face à un dilemme stratégique entre: 1) continuer à croître au prix d'une collecte de plus en plus onéreuse, préjudiciable à la rentabilité ou 2) décélérer la croissance et mettre en place une stratégie de rééquilibrage du bilan avec un retrait des dépôts onéreux et un nettoyage du portefeuille des crédits; une stratégie également couteuse sur le court terme

Opinion

- La réduction de la voilure au niveau du PNB en 2019 et la baisse subséquente, pressentie des bénéfices ont jeté un froid sur le titre depuis 2019.
- Le succès commercial de la BH, son rapprochement des standards du secteur privé, le redressement de ses fondamentaux sont des acquis indéniables du programme de restructuration lancé en 2015. Le nouveau management qui a pris les rênes de la BH en août dernier devrait s'atteler à poursuivre et à consolider les efforts entrepris par la banque jusque-là. La valorisation est bradée mais nous restons attentifs à l'évolution du coût des ressources, du ratio de transformation et à l'exposition au secteur immobilier. Valeur à surveiller de près dans l'expectative d'un sursaut "technique".

En MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Créances sur la clientèle	6 273	7 704	9 119	9 456	10 070
<i>Progression</i>	-	23%	18%	4%	6%
Dépôts clientèle	5 194	5 941	6 551	6 865	7 346
<i>Progression</i>	-	14%	10%	5%	7%
PNB	308	387	456	489	533
<i>Progression</i>	-	26%	18%	7%	9%
Dotations aux provisions sur les créances	56	46	71	80	90
<i>Coefficient d'exploitation</i>	46%	43%	41%	42%	43%
Résultat net retraité	98,6	122,9	144,5	150,1	155,1
<i>Progression</i>	-	25%	18%	4%	3%
Résultat net part du groupe retraité	90,0	117,1	153,2	158,2	162,8
<i>Progression</i>	-	30%	31%	3%	3%

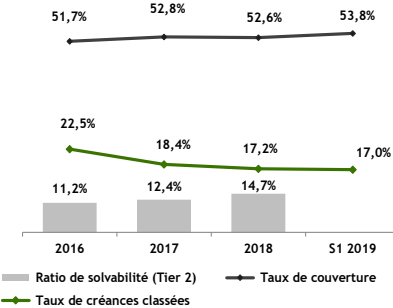
Actionnariat

- Etat et entreprises publiques: 42,4%
- Flottant: 57,6%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	728
PER 2020e	3,2
P/B 2019e	0,6
Yield 2019e	4,4%
Performance 2019	-12,1%

Evolution des ratios prudentiels



Forces

- Une banque incontournable du paysage bancaire Tunisien: 1^{ère} banque sur le marché en termes de crédits et 2^{ème} en termes de dépôts (à fin 2019) et la plus importante banque du secteur public
- Une banque bien avancée dans son programme de restructuration opérationnelle (mise à niveau commerciale, sociale et organisationnelle) et financière (programme de cession d'actifs générant des plus values de 319MDt sur la période 2014-2018 et recapitalisation de 167MDt l'été dernier): un retour à la croissance profitable et une assise financière consolidée (une solvabilité la pointe du secteur: un ratio Tier 2 de 14,7% à fin 2018)
- Une productivité en ligne avec le secteur
- Un savoir faire reconnu dans le financement du secteur agricole et une forte présence dans les régions sous bancarisées

Opportunités

- La banque compte poursuivre son plan de restructuration impliquant des efforts d'investissement conséquents dans les moyens matériels et humains. Les investissements concerneront essentiellement l'extension du réseau (5 ouvertures par an), le *relooking* des anciennes agences (une enveloppe de 74MDt) et la mise en place d'un niveau ERP Global Banking sur une période de cinq ans (pour un coût global de 52MDt).
- Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits, rajeunissement des effectifs, automatisation et digitalisation des *process*, poursuite de l'extension du réseau et développement des synergies avec les sociétés du groupe BNA
- Une solvabilité confortable permettant de mettre en place une stratégie de croissance plus dynamique et de mieux résister au durcissement de la réglementation prudentielle
- Un décollage commercial et une consolidation de la rentabilité permettant de poursuivre les efforts d'assainissement du bilan. Le démarrage du traitement transactionnel des créances classées devrait faciliter l'atteinte de cet objectif à long terme

Faiblesses

- Un portefeuille de crédits parmi les plus vulnérables du secteur un coût du risque élevé et un long chemin à parcourir pour assainir la qualité d'actif.
- Un coût des ressources élevé par rapport à la concurrence et un ratio de transformation tendu (un ratio de 110% en 2019 contre une moyenne de 95%)
- Une faible diversité des crédits et des dépôts et une forte sensibilité aux fluctuations du taux d'intérêt (exposition élevée à la marge d'intérêt de 62% à fin 2019). Certaines relations commerciales improductives avec notamment des sociétés étatiques en difficulté sont à revoir et des participations « éparpillées » et peu rentables sont à restructurer

Menaces

- Une conjoncture économique difficile, un assèchement des liquidités et un durcissement de la réglementation prudentielle
- Une migration vers les normes IFRS (en 2021) qui pourrait être difficile et coûteuse en raison des retards accumulés au fil des années dans le système d'information

Opinion

- Dotée de fonds propres plus solides suite à la dernière recapitalisation et aux plus-values générées par le programme de cession d'actifs, la banque avance à grands pas dans son programme de restructuration se voulant plus dynamique et plus compétitive. Les retombées d'une telle stratégie sont d'ores et déjà perceptibles : une croissance plus vigoureuse sur les dernières années et de nouveaux paliers de rentabilité ont été atteints. Un bémol mérite cependant, d'être souligné. Il reste du chemin à parcourir et des bénéfices à sacrifier pour la banque pour assainir son portefeuille de crédits. Le retour tant attendu aux dividendes en 2020 (au titre de l'exercice 2019) devrait, en toute logique, être salué en bourse. Une valorisation facialement attractive justifiée par une qualité du portefeuille insuffisante.

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Créances sur la clientèle	7 372	8 748	9 259	10 407	11 032
<i>Progression</i>	-	19%	6%	12%	6%
Dépôts clientèle	7 026	7 634	7 800	8 861	9 481
<i>Progression</i>	-	9%	2%	14%	7%
PNB	379	444	554	656	729
<i>Progression</i>	-	17%	25%	19%	11%
Dotations aux provisions sur les créances	110	81	83	90	90
<i>Coefficient d'exploitation</i>	53%	50%	48%	44%	46%
<i>Plus value sur cession des titres SFBT</i>	94,8	95,9	33,3	17,4	-
<i>Autres éléments exceptionnels</i>	3,8	4,4	4,0	80,5	13,8
Résultat net retraité	47,6	107,2	153,4	209,5	234,8
<i>Progression</i>	-	125%	43%	37%	12%
Résultat net part du groupe retraité	56,7	103,7	143,9	200,7	226,4
<i>Progression</i>	-	83%	39%	39%	13%

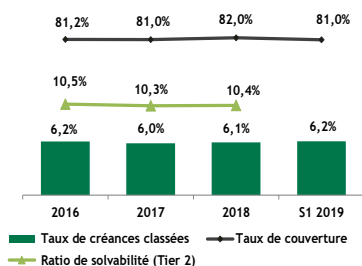
Actionnariat

▪ Groupe BNP Paribas:	50,1%
▪ Groupe TAMARZISTE:	12,0%
▪ Groupe SELLAMI:	8,6%
▪ Groupe BEN SEDRINE:	5,4%
▪ Groupe RIAHI:	5,1%
▪ Flottant:	18,9%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	636
PER 2020e	10,4
P/B 2019e	1,6
Yield 2019e	3,8%
Performance 2019	+35,7%

Evolution des ratios prudentiels



Opinion

▪ L'annonce de cession de la participation du groupe BNP Paribas a donné un coup d'accélérateur au titre en bourse. En « réflexion stratégique » depuis janvier 2019, le groupe bancaire français est parvenu à la fin du mois d'août dernier à un accord visant à céder 39% du capital de sa filiale tunisienne au Groupe Carte, un important acteur du secteur de l'assurance dans le pays.

▪ Le rapprochement entre l'UBCI et le Groupe Carte qui attend encore les autorisations de la BCT, est un partenariat Win-Win qui permettrait de développer d'importantes synergies autour de la bancassurance. Le marché attend impatiemment une communication financière pour éclairer les investisseurs sur la nouvelle stratégie de l'UBCI et sur le gisement de synergies à exploiter avec le futur repreneur. La valorisation du titre est correcte et sa liquidité reste réduite (cotation en mode fixing).

Forces

- Une offre de produits et de services compétitive qui continuera à profiter du partenariat avec le groupe BNP Paribas dans les métiers de la banque et des nouvelles technologies (partenariat UBCI-BNP Paribas continuant après le désengagement du groupe Français)
- Une banque qui a réussi à imposer sa rigueur comme exemple avec une base de clientèle saine et diversifiée (une qualité du portefeuille dans les standards les plus élevés du secteur, une politique de provisionnement stricte et « zéro » exposition au secteur du tourisme)
- Une structure de dépôts dominée par les dépôts à vue (la plus forte à l'échelle du secteur: 57% en 2019 contre une moyenne sectorielle de 35%) qui permet de préserver le coût des ressources (un coût des ressources facial de 3,7% contre une moyenne sectorielle de 4,8%, en 2018) et de maintenir un bon niveau de ratio de transformation (un ratio de transformation global de 95% en 2019, en ligne avec la moyenne sectorielle)

Faiblesses

- Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est restée timide au niveau de sa croissance: un réseau commercial stable à 111 agences depuis 2009 et des parts de marché qui stagnent (10^{ème} rang dans le palmarès des dépôts avec une part de marché de 3,7% à fin 2019)
- L'UBCI reste de loin la banque la moins productive du secteur privé
- Une solvabilité proche du seuil réglementaire

Opportunités

- Le Groupe Carte (en cas d'une suite favorable de la transaction de cession de 39% du capital) disposera d'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'assoir une politique commerciale plus dynamique et 4) développement des synergies autour de la bancassurance
- Un potentiel de croissance dans les services financiers connexes (leasing et banque d'investissement)

Menaces

- Une conjoncture économique difficile, un assèchement des liquidités et un durcissement de la réglementation prudentielle
- Une concurrence intense pour une banque de petite taille et dotée d'une force de frappe commerciale limitée

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Créances sur la clientèle	2 562	2 753	2 754	2 567	2 619
Progression	-	7%	0%	-7%	2%
Dépôts clientèle	2 249	2 449	2 626	2 444	2 541
Progression	-	9%	7%	-7%	4%
PNB	169	200	228	255	280
Progression	-	18%	14%	12%	10%
Dotations aux provisions sur les créances	7	14	7	15	16
Coefficient d'exploitation	69%	63%	63%	62%	0%
Résultat net retraité	35,0	43,5	49,7	51,6	57,1
Progression	-	24%	14%	4%	10%
Résultat net part du groupe retraité	34,9	42,8	53,2	55,3	61,0
Progression	-	23%	24%	4%	10%

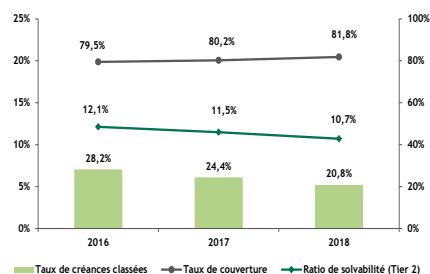
Actionnariat

- Etat et entreprises publiques: 77,2%
- Flottant: 22,8%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	668
PER 2020e	5,1
P/B 2019e	0,7
Yield 2019e	0%
Performance 2019	+27,2%

Evolution des ratios prudentiels



Forces

- Une position solide dans le secteur (3^{ème} en termes de dépôts avec une part de marché de 11% à fin 2019 et 4^{ème} en termes de crédits avec une part de marché de 12%)
- Une assise financière consolidée par l'injection de fonds propres de 760MDt en 2015 et une dynamique commerciale retrouvée avec une trajectoire ascendantes des résultats (parmi les croissances les plus élevées de PNB et de résultat net sur les dernières années)
- Une bonne capacité à drainer les dépôts d'épargne (la proportion la plus élevée de dépôts d'épargne à l'échelle du secteur, de 41% contre 30% en moyenne pour le secteur en 2019) qui permet de garder un coût des ressources en ligne avec la moyenne sectorielle et d'autofinancer la croissance des crédits
- Une amélioration significative de la productivité grâce au plan de restructuration des ressources humaines (rajeunissement des effectifs et départs à la retraite) et à la croissance vigoureuse des revenus. Le plan RH a permis de réduire les effectifs de 18% entre 2016 et le S1 2019

Opportunités

- Un plan de restructuration organisationnelle, commerciale et sociale qui va bon train et dont les retombées se confirment année après année dans les comptes de la banque.
- Une importante marge: d'amélioration au niveau des produits, de diversification des expositions, d'automatisation et de digitalisation des *process*, de restructuration du réseau, des filiales et des participations.
- Un gisement de recouvrement de 2 milliards de dinars (dont la moitié est détenu sur le secteur touristique). Il permettrait de renflouer la rentabilité de la banque d'assainir son portefeuille de créances si les conditions suivantes sont réunies: 1) amélioration de la conjoncture économique relance du tourisme qui donneront une bouffée d'air aux comptes de la banque, 2) une application du « Livre Blanc » sur le financement du secteur touristique qui propose un mécanisme de restructuration de la dette des hôteliers en difficulté et 3) une accélération du traitement transactionnel des créances classées (autorisé depuis 2018)

Faiblesses

- Le lourd héritage du passé (la gestion « publique » peu rigoureuse avec des relations commerciales improductives et l'orientation vers le secteur touristique); une qualité du portefeuille fragile et une surexposition au secteur du tourisme (une exposition de 17% en 2018)
- D'importantes insuffisances relevées à plusieurs reprises par les commissaires aux comptes au niveau du système d'information
- Une liquidité et une solvabilité à améliorer dans le futur: une incapacité à distribuer des dividendes sur le moyen terme

Menaces

- Une conjoncture économique difficile, un assèchement des liquidités et un durcissement de la réglementation prudentielle
- Une migration vers les normes IFRS (en 2021) qui pourrait être difficile et coûteuse en raison des retards accumulés au fil des années dans le système d'information

Opinion

- La banque étatique s'est bien comportée cette année après le parcours timide de 2018. L'affaire de la saisie conservatoire sur les actifs de la Tunisian Foreign Bank intervenue fin 2019 n'a pas entravé l'élan du titre en bourse. Le redressement de l'activité d'exploitation et les avancées réalisées dans la relance commerciale ne se démentent pas. La STB est sur la bonne voie mais il lui reste encore du chemin à parcourir et des bénéfices à sacrifier pour assainir son portefeuille. Une valeur sous surveillance.

En MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p
Créances sur la clientèle	5 530	6 115	7 133	7 885	8 753
<i>Progression</i>	-	11%	17%	11%	11%
Dépôts clientèle	5 443	5 964	6 357	7 372	8 109
<i>Progression</i>	-	10%	7%	16%	10%
PNB	310	383	473	599	665
<i>Progression</i>	-	24%	24%	26%	11%
Dotations aux provisions sur les créances	105	145	181	200	200
<i>Coefficient d'exploitation</i>	50%	50%	46%	39%	41%
Résultat net retraité	40,5	64,7	83,8	104,1	121,7
<i>Progression</i>	-	60%	30%	24%	17%
Résultat net part du groupe retraité	8,7	37,9	90,8	111,5	129,4
<i>Progression</i>	-	-	140%	23%	16%

Contact

Département Etudes & Recherches

recherche@tunisievaleurs.com



Intermédiaire en Bourse - Gestionnaire d'actifs - Spécialiste en Valeurs du Trésor - Listing Sponsor

Disclaimer:

Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être de confiance. Il n'est néanmoins donné aucune garantie quant à l'exactitude de ces informations. Les estimations et projections exprimées dans ce document ont été élaborées par Tunisie Valeurs. Aucune garantie, expresse ou implicite, n'est faite en ce qui concerne l'exactitude, la précision et la réalisation des projections contenues.