

Département Études et Recherches

REVUE DE RECHERCHES

www.tunisievaleurs.com
recherche@tunisievaleurs.com

Tunisie Valeurs
BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

membre d' **INTEGRA**
PARTNERS

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

DÉPARTEMENT ETUDES & RECHERCHE
(216) 71 18 96 00

Lilia Kamoun Turki - klilia@tunisievaleurs.com
Rym Gargouri Ben Hamadou - grym@tunisievaleurs.com
Hamza BEN TAARIT - bhamza@tunisievaleurs.com
Asma BEN SALAH - basma@tunisievaleurs.com



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

Sommaire

■ Rétrospective de l'économie post Révolution	2
■ Flash bourse: 1 ^{er} semestre 2018	6
■ Analyse sectorielle : Secteur bancaire	9
■ Focus valeur : STAR	30
■ Focus valeur : Euro-Cycles	32
■ Focus valeur : SAH Lilas	34
■ Focus valeur : UNIMED	36
■ Stock Guide	38



Rédigé le 18/05/2018

Rétrospective de l'économie post Révolution

Bilan & Voies d'avenir

Principaux indicateurs macro-économiques

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB (en Milliards de DT)	70,5	75,2	80,8	84,7	90,4	97,4
Taux de croissance du PIB (%)	4,0%	3,0%	2,9%	1,0%	1,1%	1,9%
Taux d'investissement (% du PIB)	22,5%	21,9%	20,3%	19,9%	19,6%	n.d
Taux d'inflation (%)	5,1%	5,8%	4,9%	4,9%	3,7%	5,3%
Budget de l'Etat (en Milliards de DT)	23,3	26,4	27,3	26,9	29,3	34,5
Déficit budgétaire (% du PIB)	-5,5%	-6,9%	-5,0%	-4,8%	-6,1%	-6,1%
Dette publique (en Milliards de DT)	31,4	35,0	41,1	46,9	55,9	67,9
Dette publique (% du PIB)	45%	47%	51%	55%	62%	70%
Déficit commercial (% du PIB)	-16,5%	-15,7%	-16,9%	-14,2%	-13,9%	-16,0%
Déficit courant (% du PIB)	-8,3%	-8,4%	-9,1%	-8,9%	-8,8%	-10,3%

« A court terme, le gouvernement doit obligatoirement régler les contraintes qui pèsent sur les équilibres macroéconomiques et relancer la machine de l'Investissement »

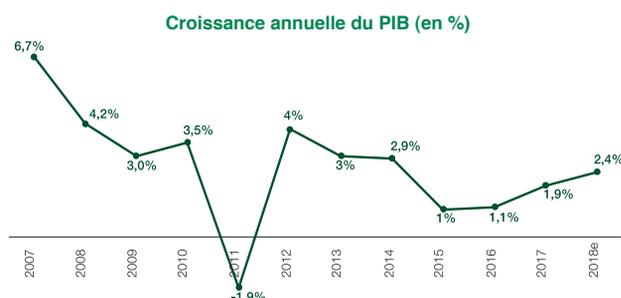
Sommaire

- La transition tunisienne ne se fait pas sans difficultés du fait de la persistance de l'instabilité politique, des résistances sociales et corporatistes et des difficultés économiques marquées par un effondrement de la croissance en 2011 et une très grande fragilité depuis.
- Le choc économique dévoilé post janvier 2011 n'a fait que mettre en avant les véritables défaillances structurelles du système tunisien liées au modèle même de l'économie et amplifiées par un environnement local et international difficile.
- La Tunisie souffre aujourd'hui d'une dérive dans la gestion de ses finances publiques et de sa situation extérieure à travers la dégradation du déficit courant. Ces déficits jumeaux - conjugués au rythme lent d'exécution des réformes - sont parmi les risques qui peuvent compromettre les perspectives à moyen terme de la Tunisie. A court terme, le Gouvernement doit obligatoirement résoudre les contraintes qui pèsent sur ces équilibres macroéconomiques et relancer la machine de l'investissement.
- En dépit de ces risques, il est évident que la Tunisie a franchi une étape essentielle dans sa transition politique vers un régime démocratique et transparent et de ce point de vue, elle est devenue la seule réussite des Printemps arabes et une véritable démocratie en émergence.

I- Une croissance économique encore fragile

Même si la croissance économique comporte une composante conjoncturelle liée à la Révolution, son essoufflement s'est amorcé avant 2011 et s'est accentué au lendemain de la crise financière

internationale de 2008. Ceci révèle les limites du modèle économique tunisien, en place depuis les années 70, et axé sur une industrie à faibles coûts et intensive en main d'oeuvre peu qualifiée.



« Le modèle économique tunisien est en perte de vitesse depuis le milieu des années 2000 »

Structure du PIB	2010	2016	Var
Agriculture	8%	10%	▲▲
Industries manufacturières	18%	16%	▼▼
<i>Dont Textile</i>	4%	3%	
<i>Dont Ind. Electriques et Mécaniques</i>	5%	5%	
Industries non manufacturières	14%	10%	▼▼▼▼
<i>Dont Pétrole et Gaz</i>	7%	3%	
Services Marchands	43%	42%	▼
<i>Dont Tourisme</i>	5%	4%	
<i>Dont Transport</i>	9%	7%	
<i>Dont Commerce</i>	8%	10%	
<i>Dont Finance</i>	4%	4%	
Services Non marchands	17%	21%	▲▲▲▲
TOTAL	100%	100%	



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

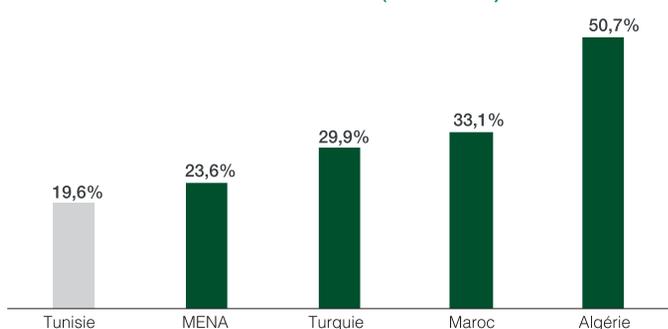
II- L'investissement : entre frilosité et attentisme

■ L'investissement a connu une décélération à partir de 2008 passant d'une croissance moyenne de 10% par an avant révolution, à 2% après. Ce ralentissement - qui a touché l'ensemble des secteurs - est révélateur du climat d'insécurité et d'instabilité politique et sociale - mais également des

fluctuations fiscales apportées par les différentes lois de finances et ayant plongé les investisseurs dans un attentisme.

■ Rapporté au PIB, le taux d'investissement a perdu 5 points de taux pour s'élever à moins de 20%. C'est l'un des niveaux les plus faibles dans la région MENA.

Taux d'investissement (en % du PIB)



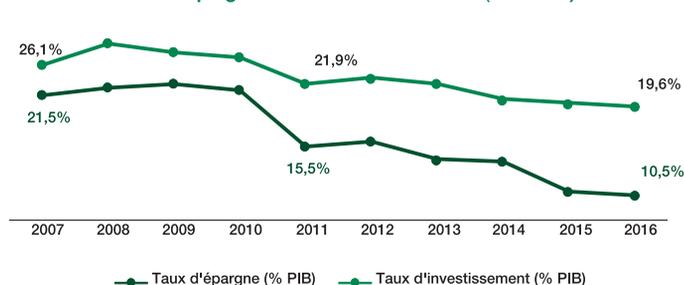
« Le niveau d'investissement de la Tunisie (en % du PIB) est l'un des plus faibles dans la région MENA »

■ Les investisseurs étrangers ont épousé la même frilosité que les investisseurs locaux. De 2010 à 2016, les IDE ont reculé de 2% en moyenne annuelle. Exprimée en devises, cette baisse est bien plus prononcée.

■ Sur un autre front, le taux d'épargne a quasiment été divisé

par deux par rapport à 2010 pour se situer à 10,5% en 2016 contre 21% en 2010. Ce creusement inquiétant est expliqué par la dégradation du pouvoir d'achat des ménages et leur propension à consommer plutôt qu'à épargner, mettant à jour un réel problème de financement et d'accès à la liquidité sur le marché.

Taux d'épargne et taux d'investissement (en % PIB)

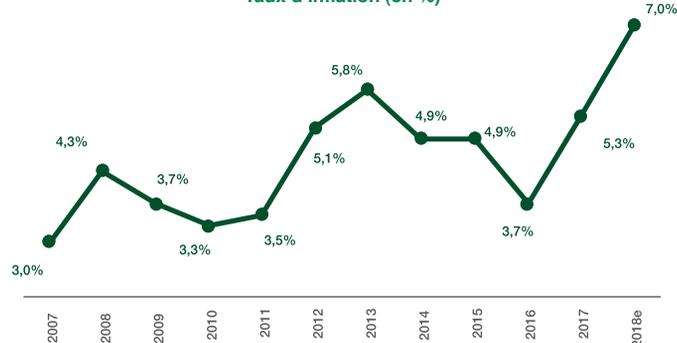


III- Inflation : un pouvoir d'achat fortement entaché

■ Depuis la Révolution, le taux d'inflation n'est quasiment pas descendu en dessous de la barre

des 4% avec des pics de 6% (juin 2013 et novembre 2017) voire de plus de 7,5% (aujourd'hui) ; le taux le plus élevé depuis 25 ans.

Taux d'inflation (en %)



■ Cette inflation persistante s'explique par plusieurs facteurs :

- (1) La relance budgétaire - soutenue par les augmentations salariales - qui s'est traduite par une demande forte par rapport à l'offre sur le marché,
- (2) La non maîtrise des circuits de distribution et la prolifération des marchés informels ayant déséquilibré l'offre et la demande sur le marché,

(3) La dépréciation du Dinar entraînant une inflation importée, surtout dans ce contexte « consumériste ».

■ Face à cette menace inflationniste, la BCT a relevé en 2018 son taux directeur à deux reprises pour l'augmenter de 175 points de base (deux fois plus que la hausse opérée sur toute l'année 2017).

« Le taux d'inflation n'est pas descendu en dessous de la barre des 4% depuis la Révolution »

IV- Une situation extérieure inquiétante

■ Nous assistons depuis quelques années à une dérive du déficit courant du fait d'une progression des importations beaucoup plus rapide que celle des exportations et d'une baisse des opérations en capital et financières à partir de 2014 (après une évolution en dents de scie entre 2011 et 2014).

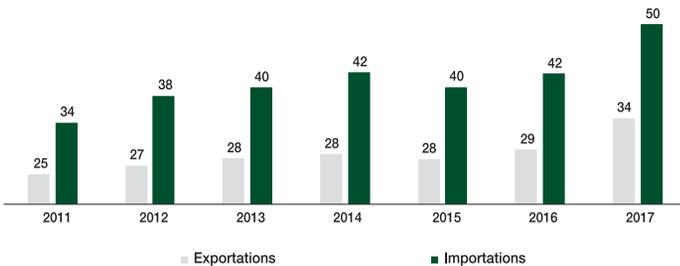
■ En effet, le déficit commercial est passé d'environ 8 milliards de dinars en 2010 à 15,5 milliards en 2017 aggravé par la dépréciation du Dinar. Le taux de couverture est passé de 74% à 69% dans le même intervalle.

■ Le déficit commercial a mécaniquement amputé le solde de la balance courante qui a plus que doublé entre 2010 et 2017 (passant de 5% à 10,3%).

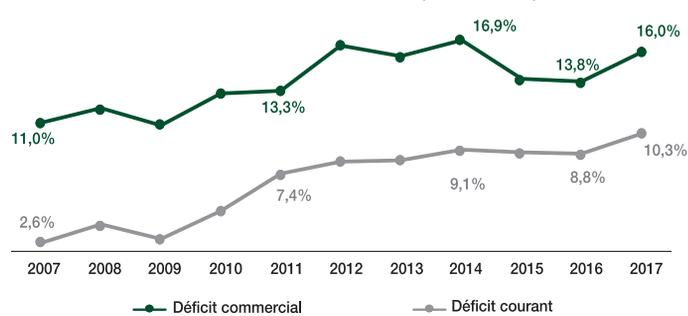


■ Traditionnellement, les revenus du tourisme permettaient de compenser - dans une certaine mesure - le déficit commercial. Mais, la dégradation de l'environnement sécuritaire a mis un terme à cette manne de devises et a entraîné un assèchement des recettes touristiques.

Exportations et Importations (en Milliards de DT)

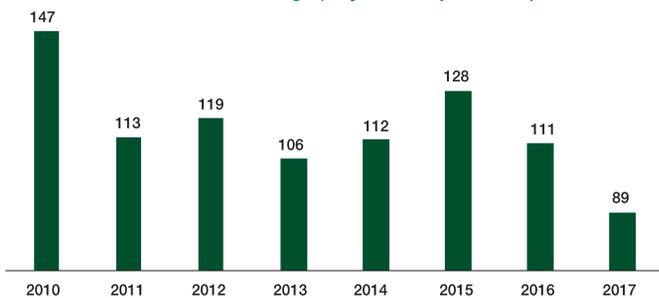


Déficit commercial et courant (en % du PIB)



■ Cette situation a clairement pesé sur les réserves en devises de la Banque Centrale qui sont passées sous le seuil fatidique de 90 jours d'importations posant le problème du nécessaire recours à des sources extérieures de financement, et donc, de l'augmentation de l'endettement..

Réserves de change (en jours d'importations)



« Les réserves de change atteignent leur plus bas niveau depuis 15 ans »

V- Des finances publiques en souffrance

■ La résilience relative de l'économie tunisienne avant la Révolution s'est en grande partie adossée à la bonne santé des finances publiques jusque là. La situation des finances publiques se caractérisait à cette époque par un excédent budgétaire (si l'on considère le produit de la privatisation de 35% de Tunisie Telecom, réalisée en 2006 pour une

valeur de 3 milliards de DT et qui n'a pas été comptabilisé dans le budget de l'Etat).

■ Après la Révolution et le quasi arrêt des principaux moteurs de l'économie, les gouvernements qui se sont succédés ont opté pour une relance keynésienne (*Stop and Go*). Cette politique a eu un triple effet pervers : elle a creusé le déficit budgétaire, aggravé le déficit courant et alimenté les pressions inflationnistes.

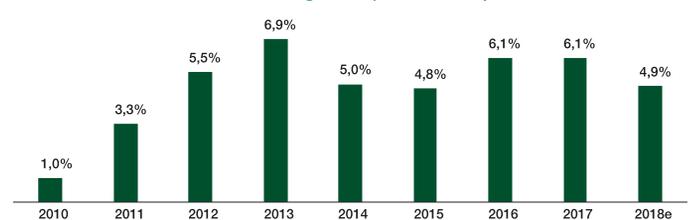
« La politique de relance par la consommation entamée depuis 2011 a eu un triple effet pervers »

■ Plus précisément, l'augmentation des dépenses publiques s'est faite dans un contexte de tassement des recettes propres de l'Etat - et plus précisément les recettes fiscales. Celles-ci ne représentent aujourd'hui que 2/3 du Budget de l'Etat, contre 3/4 avant la Révolution, ce qui a nécessité un recours massif

à l'endettement afin de combler le manque de ressources.

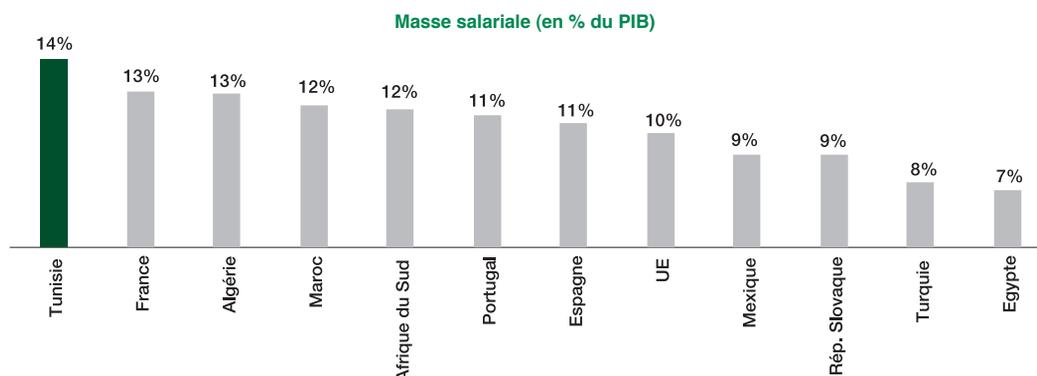
■ Du côté des dépenses, l'élément le plus frappant a été l'explosion de la masse salariale. Celle-ci a plus que doublé par rapport à 2010, passant de 6,8 milliards de DT à près de 14,3 milliards de DT en 2017.

Déficit budgétaire (en % du PIB)



■ Cette progression spectaculaire est expliquée par les augmentations salariales suite aux négociations avec les organisations syndicales qui se sont multipliées. Elle est également justifiée par le fait que de nombreuses conventions salariales préalablement convenues entre ministères et syndicats, ont été activées ces dernières années. Elle est enfin justifiée par les recrutements massifs opérés dans la fonction publique.

■ Plus de 160 000 fonctionnaires ont été recrutés entre 2011 et 2015 portant le nombre total d'agents de la fonction publique de 445 000 en 2011 à plus de 604 000 en 2015. Cela représente 5,3% de la population tunisienne. (A titre de comparaison, le Maroc comptait, en 2014, 577 277 fonctionnaires, soit environ 1,7% de la population marocaine totale).



■ Afin de financer un budget en progression continue, l'Etat a recouru de manière accrue aux ressources d'emprunt. L'encours de la dette publique a plus que triplé; il devrait s'élever à plus de 76 milliards de DT d'ici la fin de l'année 2018.

■ La Tunisie est aujourd'hui confrontée à un risque de soutenabilité de sa dette publique

d'une part parce qu'il est prévu que celle-ci dépasse le seuil psychologique des 70% du PIB en 2018, et d'autre part parce que les perspectives de création de richesses ne sont pas particulièrement optimistes sur le court et moyen terme, avec des prévisions de croissance qui dépassent à peine les 3% à l'horizon 2019.

VI- Les perspectives à moyen terme et les principaux défis

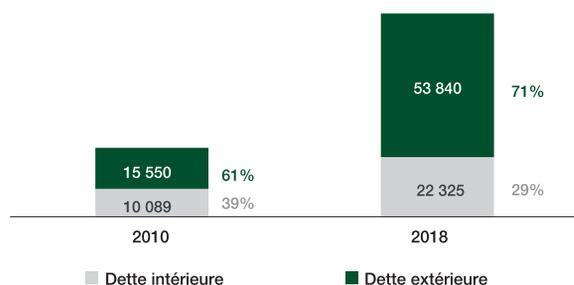
■ Les indicateurs de l'année 2018 attestent d'une reprise de la croissance mais celle-ci reste timide et fragile car dépendante de facteurs endogènes liés à l'avancement des réformes, à la stabilité politique, à la paix sociale... et de facteurs exogènes relatifs aux augmentations des prix internationaux des matières premières.

■ Néanmoins, les perspectives à moyen terme semblent s'orienter vers une reprise de la croissance (supérieure à 3,5% à partir de 2020

selon le FMI). La consolidation des aspects sécuritaires et la normalisation du climat des affaires en raison du nouveau cadre d'investissement, expliqueraient ces projections optimistes.

■ Mais pour cela, l'Etat doit améliorer l'infrastructure de base sur l'ensemble du territoire de manière à améliorer l'environnement de l'investissement pour le secteur privé. Cela devra passer par un plus grand espace budgétaire, et donc par une rationalisation des dépenses publiques et un renforcement des recettes fiscales.

Dettes publique locale vs étrangère (MDT)



■ L'augmentation de la dette extérieure expose l'Etat à un double risque de change et de refinancement. 75% de la dette extérieure est libellée en Euro (46%) et en Dollar (29%). La dépréciation

de ces deux devises introduit un stress sur le besoin de financement et sur la soutenabilité de la dette souveraine.

« L'assainissement des finances publiques constitue une condition sine qua none à la reprise de la croissance économique »

■ La maîtrise des dépenses publiques impliquent de revoir le système de compensation, de maîtriser la masse salariale, d'accélérer les réformes de la fonction publique et des caisses sociales, d'éradiquer la corruption et le marché informel, de restructurer dans un premier temps les entreprises publiques puis d'organiser le désengagement de l'Etat des secteurs concurrentiels, et de concevoir enfin, une nouvelle philosophie de l'investissement public en encourageant le financement des grands projets d'infrastructure par des partenariats public-privé.

■ Enfin, l'adhésion aux réformes structurelles et leur rythme d'exécution constituent la condition essentielle pour placer la Tunisie sur un sentier de croissance forte et durable tirée par des secteurs à forte valeur ajoutée. Des retards dans l'implémentation de ces réformes, sont susceptibles d'entraver le développement du secteur privé, la création de richesses et d'emplois et donc de compromettre les perspectives d'une croissance économique plus forte à moyen et long terme.

« La Tunisie est aujourd'hui confrontée à un risque de soutenabilité de sa dette publique »



Rédigé le 30/06/2018

Flash bourse

Bilan du premier semestre & Perspectives

1^{er} semestre 2018 : un cru boursier qui dépasse toutes les attentes

Plus qu'honorable, ainsi peut-on qualifier la performance du marché sur la première moitié de l'année! Malgré une conjoncture économique difficile, l'indice de référence a cumulé une envolée remarquable de 28% ; une première depuis 2009.

Cette embellie a permis à la Bourse de Tunis d'occuper un rang avancé parmi les places financières les plus performantes à l'échelle régionale : 1^{re} dans la région MENA et 2^{ème} en Afrique*.

À y regarder de plus près, la hausse du Tunindex a été propulsée par le secteur bancaire (+36%) un poids lourd qui pèse 50% dans l'indice. Le mot « record » n'aura jamais été autant répété sur les valeurs bancaires : record des résultats (sept banques ont affiché des bénéfices proches ou supérieurs à 100 MDt) et records de capitalisations (trois banques dépassant la taille de 1,5 milliard de dinars).

Malgré le coup de froid sur le marché primaire (aucune introduction en bourse ni augmentation de capital n'ont été constatées depuis le début de l'année), la capitalisation de la place a continué son trend haussier, atteignant un pic historique de 26,7 milliards de dinars. Là encore le phénomène

« bancaire » a été déterminant; le secteur ayant contribué à lui seul à près de 3 milliards de dinars. Un autre mastodonte de la cote a, également, tiré la capitalisation du marché vers le haut: la SFBT. Avec un bond de 41%, la brasserie a vu sa capitalisation gagner 1 milliard de dinars en l'espace de six mois.

« Malgré l'absence de nouveau papier, la capitalisation de la place a battu des records cette année »

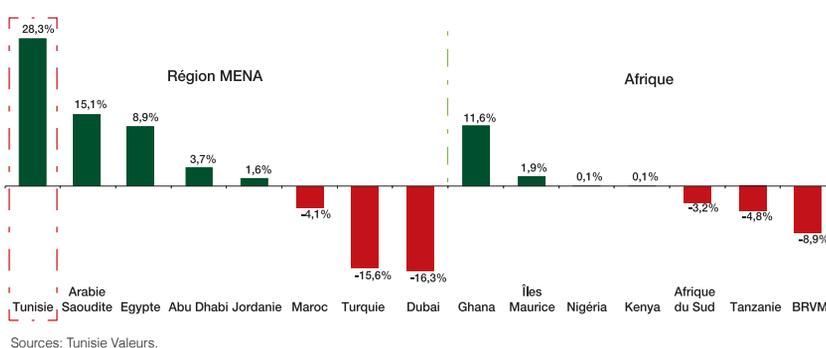
Le premier semestre de l'année a été marqué par une amélioration prononcée de la liquidité du marché. Les capitaux transigés ont augmenté de 34% à 1 milliard de dinars, soit une moyenne quotidienne de 7,7MDt (contre un flux moyen de 5,7MDt à fin juin 2017).

Dans la continuité des dernières années, le marché des blocs a été très actif (une enveloppe de 220MDt sur le S1 2018 contre 216 MDt sur la même période de l'année précédente). Cette dynamique témoigne de l'intérêt soutenu des investisseurs privés, en général, et des « Family Offices », en particulier, à prendre des positions

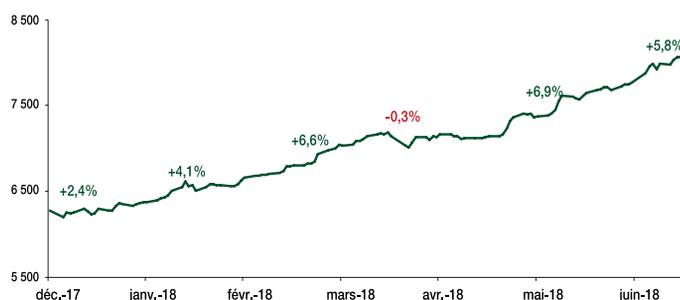
stables et moyen-termistes dans le capital des sociétés cotées. Cette classe d'investisseurs avisés est aujourd'hui assimilée à des investisseurs institutionnels; catégorie qui a longtemps fait défaut à notre marché.

Les investisseurs étrangers étaient des vendeurs nets (un flux net négatif de 48 MDt). Cette pression vendeuse est due à: (1) la dégradation de la situation économique et la baisse importante du dinar; et (2) les prises de bénéfices des investisseurs institutionnels pour faire face aux mouvements de rachats des fonds africains et « Frontier ».

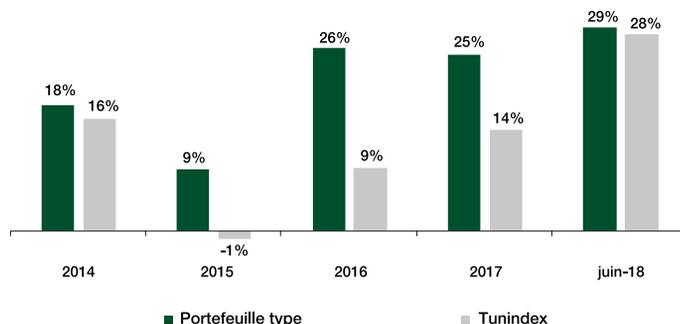
Performance du Tunindex Vs principales places boursières régionales



Evolution du Tunindex depuis le début de l'année



Performance du portefeuille type de Tunisie Valeurs Vs Tunindex



« L'intérêt croissant manifesté par les Family Offices dans la bourse leur a permis de prendre le relais des investisseurs étrangers ces dernières années »

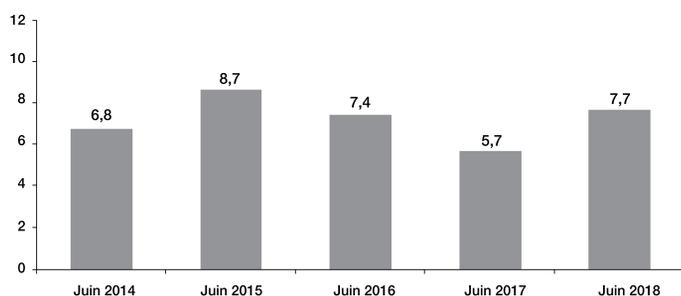
*Après la bourse du Malawi dont l'indice de référence a cru de 42% sur le premier semestre 2018.



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

Evolution des volumes moyens par séance (en MDt)



Source: Tunisie Valeurs

A quoi s'attendre d'ici la fin de l'année?

■ Pour la quatrième année consécutive, le portefeuille type du bureau d'études a surperformé le marché. Notre sélection de valeurs proposée depuis le début de l'année a enregistré une performance appréciable de 29%.

La question qui se pose aujourd'hui est de savoir si le marché pourrait poursuivre sur cette lancée ?

■ Nous pensons que l'évolution boursière du premier semestre pourrait être difficilement reproduite sur le reste de l'année. La décélération attendue de la croissance des bénéfices du secteur bancaire (+8% en 2018 contre +18% en 2017)* - poids lourd de la cote - laisse entrevoir un deuxième semestre de consolidation pour le marché.

■ Dans un climat économique pour le moins morose, (croissance molle, inflation persistante, dépréciation du dinar et assèchement des

liquidités pour les banques), l'attitude des investisseurs devrait se traduire par un « *flight to quality* ». Ils devraient continuer à privilégier les valeurs de fonds de portefeuille qui affichent les fondamentaux les plus solides. **Le stock picking reste donc le mot d'ordre.**

■ Etant donné sa position dominante sur la bourse et sa valorisation encore attractive (un P/E 2018e de 10,1x et un P/B 2018e de 1,6x), **le secteur bancaire resterait une thématique d'investissement attrayante.** Notre choix porte sur les banques dont la marge d'intérêt est la plus favorable à la hausse des taux et qui affichent une bonne discipline prudentielle. **BIAT, Attijari Bank, UIB et BT** demeurent, à ce titre, nos actions favorites.

■ Vu le contexte économique contraignant et la montée du coût de la dette, les investisseurs devraient se tourner vers les valeurs défensives, capables de résister à des conditions de

marché difficiles. Opérant dans les secteurs de grande consommation ou pharmaceutique, les titres **SFBT, SAH Lilas, Délice Holding, UNIMED ou Céréalis** offrent des spécificités intéressantes dans le contexte actuel d'incertitude: Leadership du marché, croissance récurrente et assise financière solide.

« Dans le contexte actuel, l'attitude des investisseurs devrait se traduire par un *flight to quality* : une préférence pour les valeurs de fonds de portefeuille »

■ Les valeurs exposées à l'Europe occupent, également, une place de choix dans notre sélection de titres. Avec leur profil exportateur et leur forte capacité génératrice de cash flow, **One Tech Holding et Telnet Holding** constituent de bons véhicules pour déjouer le

glissement du dinar et "capter" la reprise en Europe.

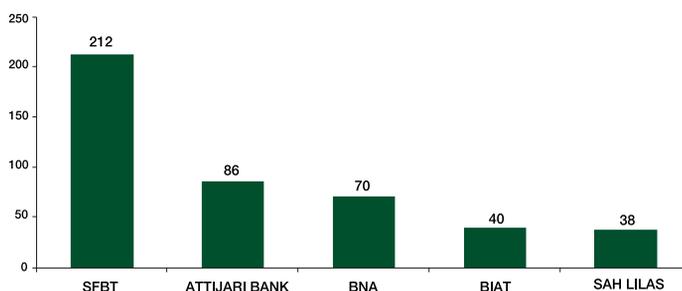
■ Les valeurs industrielles jouissant d'un positionnement solide sur le marché local resteraient « *sous surveillance* ». Les majors industriels de la cote (**SOTUVER, SOTIPAPIER, TPR et MPBS**) pourraient profiter: 1) d'une meilleure compétitivité face aux produits importés en raison d'un dinar plus faible et 2) d'une « demande de substitution » qui pourrait naître des restrictions croissantes aux importations imposées par l'Etat.

« Nous recommandons une stratégie de *stock picking* axée sur les *Blue Chips* bancaires, les valeurs défensives et les valeurs tournées vers l'export »

	2014	2015	2016	2017	Juin 2018
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	17,3	17,8	19,3	21,9	26,7
Nombre de sociétés cotées	77	78	79	81	81
Participation étrangère	24,1%	25,6%	24,5%	23,4%	23,2%

Source: BVMT.

Les plus forts volumes du premier semestre 2018 (en MDt)



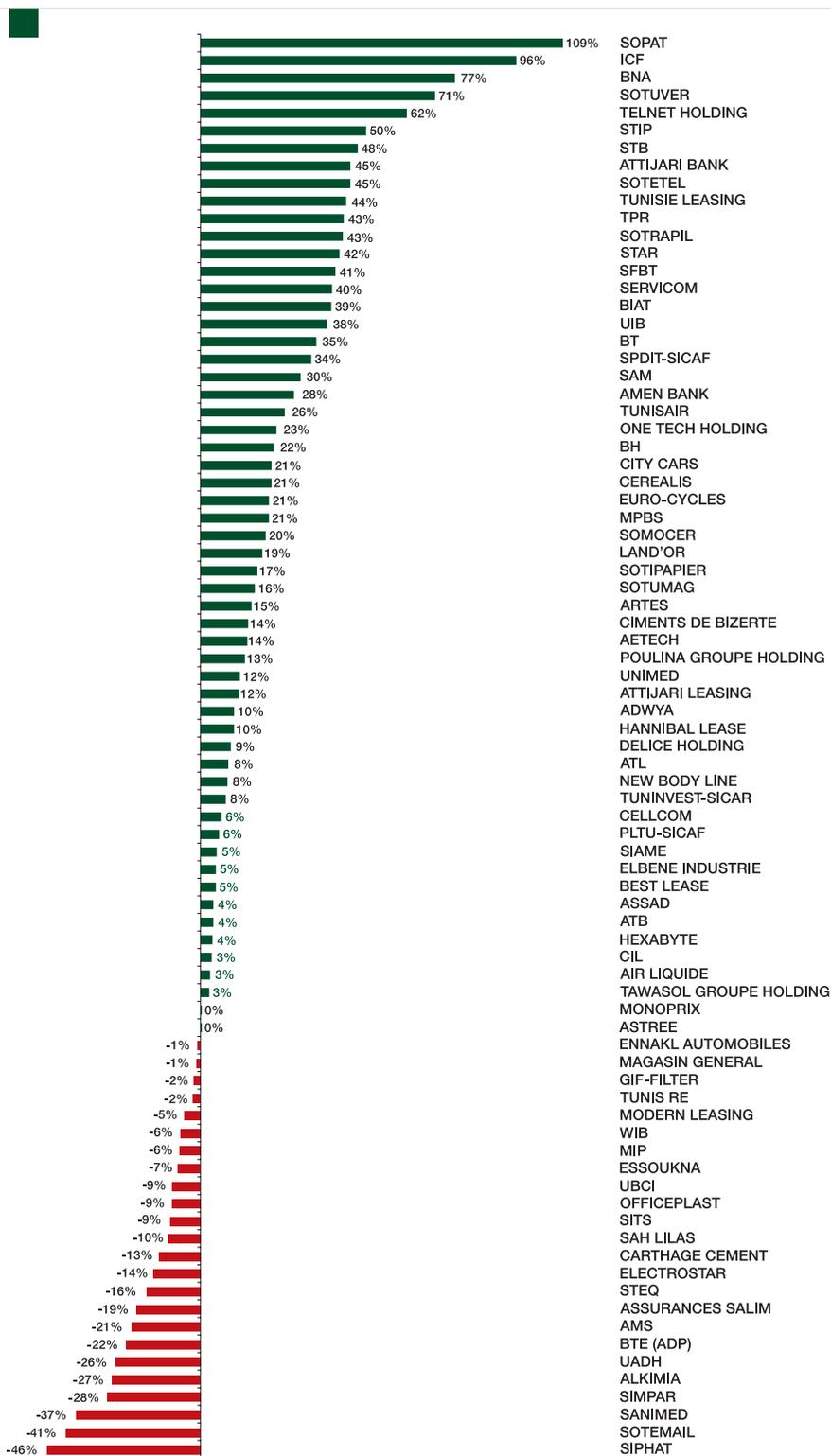
Source: BVMT.

* Les bénéfices des banques subissent l'impact de la dotation au fonds de garantie des dépôts bancaires. Cette charge égale à 0,3% de l'encours des dépôts générerait un manque à gagner de 10% à 12% dans la masse bénéficiaire du secteur.



Rédigé le 30/06/2018

Palmarès de la cote au 30 juin 2018



Source: BVMT.

Rédigé le 29/06/2018

Secteur bancaire

L'investissement incontournable en bourse

POINTS CLES

- Une résistance salutaire dans un contexte économique et monétaire tendu.
- Une courbe ascendante des résultats portée par la hausse des taux et par une meilleure diversification des revenus.
- Un redressement continu des fondamentaux avec une gestion plus rigoureuse et une meilleure discipline prudentielle.
- Des efforts notables d'assainissement des portefeuilles et une restructuration en cours des banques publiques qui devraient se faire sentir sur les résultats.
- Une valorisation intéressante, une position dominante sur le marché actions et une liquidité élevée des titres: un investissement incontournable en bourse.
- Un ralentissement probable de la croissance, sur les deux prochaines années, mais un potentiel de rebond, à long terme, avec le rétablissement du climat des affaires.

Introduction

■ Les réalisations du secteur bancaire continuent à défier les appréhensions. A contre-courant de la morosité économique et de l'atmosphère générale ressentie dans le pays, les banques tunisiennes affichent une dynamique de croissance remarquable.

■ Dans une conjoncture contraignante marquée par l'assèchement des liquidités et la rareté des bonnes signatures, les banques tunisiennes ont fait preuve de résistance. L'activité intrinsèque a tiré profit de:

1) Un contexte haussier des taux:

Le relèvement à deux reprises du taux directeur, en 2017, a stimulé la croissance de la marge d'intérêt. Les banques qui en ont le plus profité sont celles qui jouissent des ressources les moins onéreuses.

2) Une diversification des revenus:

Les banques ont joué la carte de la diversification en activant les leviers des produits de placement et des commissions et en développant l'activité de change.

3) Une diversification sectorielle:

Les banques se sont focalisées sur le financement des particuliers et des professionnels; segments au meilleur profil rendement/risque.

4) Une meilleure gestion des coûts et des risques:

Le système bancaire a fait preuve d'une gestion plus rigoureuse et d'une sélectivité accrue en matière de risques.

■ Les retombées d'une telle stratégie sont perceptibles dans les comptes : une croissance plus vigoureuse et une meilleure discipline prudentielle.

■ Poursuivant sa restructuration, le secteur bancaire public affiche des performances positives et disparates. Tandis que la **STB** et la **BNA** montrent des signes de redressement, la **BH** confirme son décollage et se rapproche de plus en plus des standards du secteur privé.

■ Les deux prochaines années s'annoncent sous le signe de la consolidation pour le secteur bancaire. Nos banques devraient évoluer dans un environnement contrasté. Elles devront profiter de la hausse des taux. Cependant, elles seront confrontées à une conjoncture atone, à une liquidité sous pression, à une probable décélération de la demande de crédits et à une réglementation prudentielle plus contraignante.

■ Toutefois, la taille du secteur, ses niveaux de valorisation intéressants et sa liquidité élevée en font un investissement incontournable en bourse.

I- Faits saillants de l'exercice 2017

1) Les dépôts:

■ Malgré un contexte économique morose, l'activité de collecte a fait preuve de résilience. L'encours des dépôts du secteur a enregistré une

croissance notable de 11% à 56,6 milliards de dinars en 2017.

■ Toutes les ressources ont connu une reprise de la collecte mais ce sont les dépôts à vue qui ont affiché l'évolution la plus marquée (+16% à 21 milliards de dinars pour les dépôts à vue contre +6% à 18 milliards de dinars pour les dépôts à terme et +10% à 17 milliards de dinars pour les dépôts d'épargne).

■ La bonne dynamique de la collecte a été soutenue par la stratégie expansionniste des banques (une soixantaine d'ouvertures d'agences en 2017) et par une politique commerciale plus agressive (une progression des dépôts moyens par agence de 6% à 36MDt contre 33MDt en 2016).

Le secteur bancaire coté en chiffres*

- 12 banques cotées
- Une capitalisation boursière de **12,2 milliards de dinars** soit **46%** de la capitalisation du marché**
- **56,6 milliards de dinars** de dépôts
- **60,2 milliards de dinars** d'encours de crédits
- **3,7 milliards de dinars** de PNB
- **1,1 milliards de dinars** de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de **30%**
- **20%** des capitaux échangés

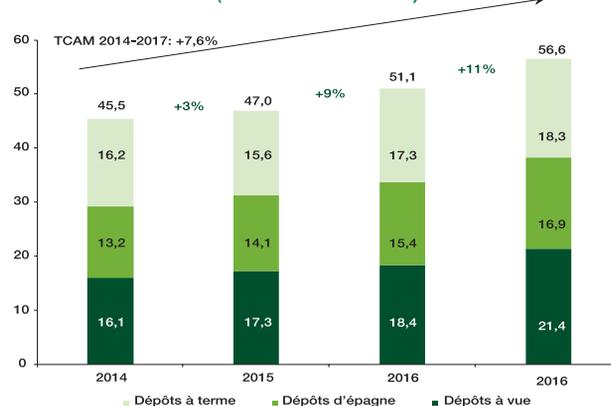
Ratios boursiers**

- PER 2018e: 10x
- P/B 2018e: 1,6x
- Yield 2018e: 2,9%
- ROE 2017: 18%
- Performance 2018: +36%

* chiffres au 31/12/2017 sauf indication contraire.
** Données au 29/06/2018

« Les publications rassurantes du secteur bancaire sur les dernières années nous confortent dans sa capacité de résister aux aléas du marché »

Evolution de l'encours des dépôts du secteur (en milliards de dinars)





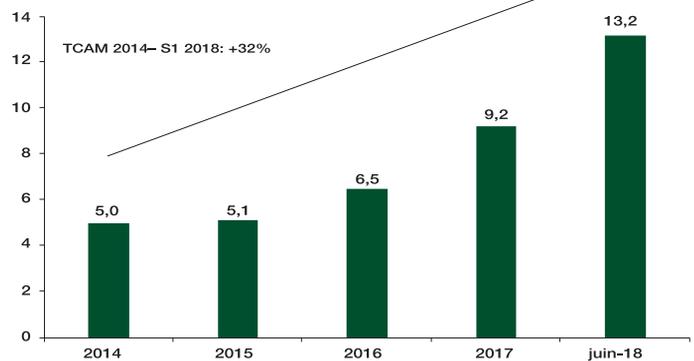
■ Bien qu'appréciable, l'accroissement des dépôts ne doit pas occulter l'aggravation des tensions sur la liquidité à l'échelle du secteur. Ce constat se retrouve dans :

1) L'accroissement des besoins en liquidité des banques : Le volume moyen des interventions de la Banque Centrale a atteint un niveau record de 9,2 milliards de dinars en 2017 contre 6,5 milliards de dinars à fin 2016. Le plafonnement du montant de l'appel d'offres à 7 milliards de dinars, en juillet 2017, n'a pas freiné le rythme du refinancement des banques qui ont basculé sur

la facilité de prêt à 24 heures pour combler leurs besoins de trésorerie (une enveloppe moyenne de 1,3 milliard de dinars sur 2017).

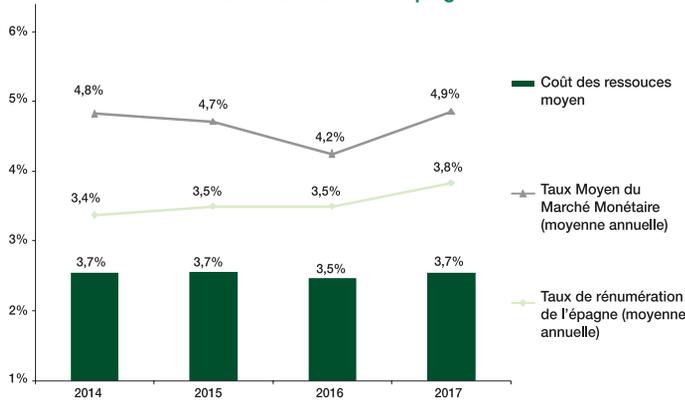
2) Le renchérissement continu du coût des ressources : La montée du TMM, le relèvement du taux de rémunération de l'épargne (+50pb en mai 2017) et la surenchère sur les dépôts induite par le tarissement des liquidités ont exercé une pression à la hausse sur le coût des ressources du secteur. Ce dernier s'est accru de 18 points de base, en moyenne, à 3,7%, selon nos estimations.

Evolution du volume moyen des interventions de la BCT (en milliards de dinars)



Source: BCT.

Coût des ressources du secteur, TMM et Taux minimum de rémunération de l'épargne



Sources: BCT et estimations de Tunisie Valeurs.

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2017 (en MDt)	Var 17-16	Part de marché
1) BIAT	10 585	+16,6%	18,7%
2) BNA	7 633	+8,7%	13,5%
3) Attijari Bank	6 002	+9,9%	10,6%
4) STB	5 964	+9,6%	10,5%
5) BH	5 942	+14,4%	10,5%
6) Amen Bank	5 137	+0,4%	9,1%
7) ATB	4 689	+14,9%	8,3%
8) UIB	4 122	+12,6%	7,3%
9) BT	3 450	+9,4%	6,1%
10) UBCI	2 449	+8,9%	4,3%
11) BTE	538	-9,3%	0,9%
12) WIB	107	-	0,2%
Total	56 618	+10,9%	

Source: Etats financiers des banques cotées.

« L'évolution des besoins de refinancement des banques sur les dernières années reflète l'aggravation des tensions sur la liquidité »

■ La BIAT a enregistré la meilleure performance du secteur au niveau des dépôts (une croissance de 17% à 10,6 milliards de dinars) et conforte son statut de premier collecteur du pays (une part de marché de 19%). Cette position de leader, la banque l'a acquise à travers son réseau d'agences étendu (200 agences) et sa base de clientèle la plus large du secteur (plus de 800 000 clients à fin 2017). Plus de la moitié des ressources de la BIAT (51%) proviennent des dépôts à vue et lui permettent d'afficher le coût des ressources le plus faible de la place (un coût estimé de 2,4% contre une moyenne sectorielle de 3,7%).

■ L'ATB semble démarrer une politique de collecte plus agressive qui lui a valu une croissance des dépôts plus rapide que le secteur (+15% à 4,7 milliards de dinars). Malgré ce rythme de croissance supérieur à ses pairs, la banque s'est maintenue en bas du tableau

avec une part de marché de 8%.

■ La stratégie de relance commerciale continue à payer pour la BH. La banque a affiché une croissance vigoureuse de son encours de dépôts (+14% à 6 milliards de dinars). Cette performance supérieure à la moyenne du secteur s'est accompagnée d'une meilleure diversification des ressources. La part des dépôts à vue a gagné du terrain (+5 points de taux à 35%) mais reste inférieure aux « Blue Chips » du secteur (51% pour la BIAT, 45% pour Attijari Bank). La politique commerciale expansionniste (ouverture d'une quarantaine d'agences sur la période 2018 - 2021) devrait booster la collecte de la BH dans les prochaines années. Le management de la banque vise une croissance moyenne de l'encours des dépôts de 10% sur le même intervalle.

« La force commerciale de la BIAT lui a valu d'afficher le coût des ressources le plus faible du secteur »



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

■ Belle avancée pour l'UIB qui a connu une accélération de sa collecte (+13% à 4 milliards de dinars). Cette performance a été essentiellement alimentée par les dépôts à vue (+16% à 1,3 milliard de dinars). Le poids de cette catégorie des ressources a gagné du terrain sur l'année (+1% à 30%)

mais reste faible, comparativement aux standards du secteur (une proportion moyenne de 38% pour le secteur à fin 2017). Ceci étant, la filiale du Groupe Société Générale conserve une bonne maîtrise de son coût des ressources (un coût des ressources de 3,4% contre une moyenne de 3,7% pour le secteur).

■ Dotée du premier réseau bancaire en Tunisie (207 agences), Attijari Bank a enregistré une croissance soutenue de son encours de dépôts (+10% à 6 milliards de dinars). Les efforts de collecte ont concerné toutes les catégories des ressources mais ce sont les dépôts à vue et les dépôts d'épargne qui ont affiché les hausses les plus marquées (+15% à 2,7 milliards de dinars pour les dépôts à vue et +10% à 2 milliards de dinars pour les dépôts d'épargne). Cette stratégie est doublement gagnante pour Attijari. Elle lui permet de concilier les objectifs de stabilité des dépôts et de maîtrise du coût des ressources.

■ Malgré le contexte de resserrement des liquidités, la STB a affiché une bonne résistance au niveau de sa collecte. L'encours des dépôts a progressé de 9,6% à 6 milliards de dinars tiré par les dépôts d'épargne (+9% à 2,5 milliards de dinars) et les dépôts à terme (+2% à 2 milliards de dinars). Avec une structure des ressources dominée par les dépôts rémunérés (concentrant 73% de l'encours des dépôts), la banque est moins bien positionnée pour profiter de la montée des taux.

■ La BT a continué sa bonne dynamique commerciale. L'encours des dépôts s'est hissé de 9,4% à 3,4 milliards de dinars. La structure de la collecte de la banque est équilibrée entre les différentes maturités, ce qui lui permet d'afficher un coût des ressources en ligne avec la moyenne sectorielle (3,7%).

■ Après un bon cru 2016 (une hausse de l'encours des dépôts de 15% à 2 milliards de dinars), l'UBCI a réduit la voilure, réalisant une croissance inférieure à la concurrence (+9% à

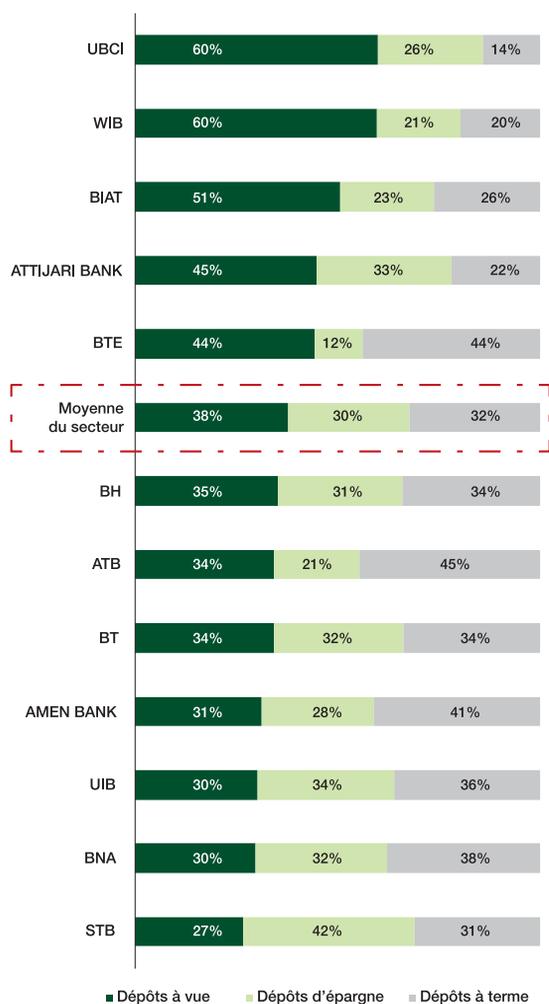
2,5 milliards de dinars). Avec une structure des ressources dominée par les dépôts à vue (une proportion de 60%, la plus élevée du secteur), la filiale du Groupe BNP Paribas est en meilleure posture pour profiter du contexte haussier des taux.

■ Pour la troisième année de suite, l'activité de collecte a marqué le pas pour Amen Bank. Contrairement à ses consœurs cotées, la banque a vu son encours des dépôts stagner à 5 milliards de dinars. Une orientation voulue par la banque qui résulte d'une renonciation aux dépôts à terme onéreux (-14% à 2 milliards de dinars) et d'une meilleure focalisation sur les dépôts à vue (+16% à 1,6 milliard de dinars) et d'épargne (+10% à 1,4 milliard de dinars). Nonobstant sa politique de rationalisation de la collecte, Amen Bank continue d'afficher le coût des ressources le plus élevé de la place (un coût estimé de 4,6% contre une moyenne sectorielle de 3,7%).

■ Après avoir officiellement démarré son activité de collecte en avril 2017, Wifack International Bank affiche un total dépôts de 107MDt. Privé d'accès au marché obligataire conventionnel – statut de banque islamique oblige – l'ex-leaseur compte capitaliser sur sa politique expansionniste (16 ouvertures moyennes sur les quatre prochains exercices) pour drainer des ressources.

■ A contre-courant de la tendance, la BTE accuse une décollecte de 9% à 538MDt. Plus voulue que subie, cette évolution trouve son origine dans le désengagement des ressources onéreuses (un repli des dépôts à terme de 22% à 235MDt) en vue d'optimiser son coût des ressources.

Structure des dépôts du secteur bancaire (2017)



Source: Etats financiers des banques cotées.

« Après des années de course aux parts de marché, Amen Bank réduit la voilure et place le coût des ressources au centre de ses objectifs stratégiques »



2) Les crédits :

■ Malgré une économie en berne, les banques ont maintenu le cap sur la croissance au niveau des crédits. L'encours des engagements du secteur a cru de 15% dépassant le cap de 60 milliards de dinars. Toutes les banques de la place ont

affiché des évolutions positives de leurs engagements.

■ Cette cadence de croissance des crédits supérieure à celle des dépôts s'est fait sentir sur le ratio de liquidité du secteur (ratio Dépôts/ Crédits) qui a reculé de quatre points de pourcentage à 94%.

■ Selon la Banque Centrale, les crédits à la consommation ont été les plus forts contributeurs à l'augmentation de l'encours des engagements, suivis par les financements accordés aux groupes d'affaires. Cette « orientation qualité » offre aux banques un couple rendement/risque plus attractif (un faible risque d'impayé et des taux de sortie plus élevés).

■ Confortée par des recapitalisations successives (deux injections de fonds propres de 110 MDt et 102 MDt bouclées respectivement en 2015 et 2017), la BH a enregistré une accélération notable de ses crédits. En s'accordant la meilleure performance du secteur (+23% à 7,7 milliards de dinars), la banque consolide son positionnement dans le « Top 3 » de la place (une part de marché de 13%).

■ La BH continue à rompre avec sa vocation historique de « banque immobilière » (la part des financements immobiliers revenant de 35%, en 2013, à 15%, en 2017) et cible de plus en plus le secteur des services (une proportion de 38% dans les engagements). La banque continue, également, à réduire son exposition au secteur du tourisme (une part de 4% dans les engagements en 2017 contre 7% en 2013).

■ La BIAT boucle l'année 2017 avec un encours de crédits record de 9 milliards de dinars et réaffirme sa position de premier pourvoyeur de crédits du secteur (une part de marché de 16%). Malgré un rythme de croissance supérieur à celui des dépôts, la banque maintient un ratio de liquidité (Dépôts/Crédits) parmi les plus confortables du secteur (un ratio de 113% pour la BIAT contre une moyenne de 91% pour la concurrence).

■ Après avoir essuyé un ralentissement notable de son activité en 2016 (recul des engagements de 16% à 211 MDt), Wifack International

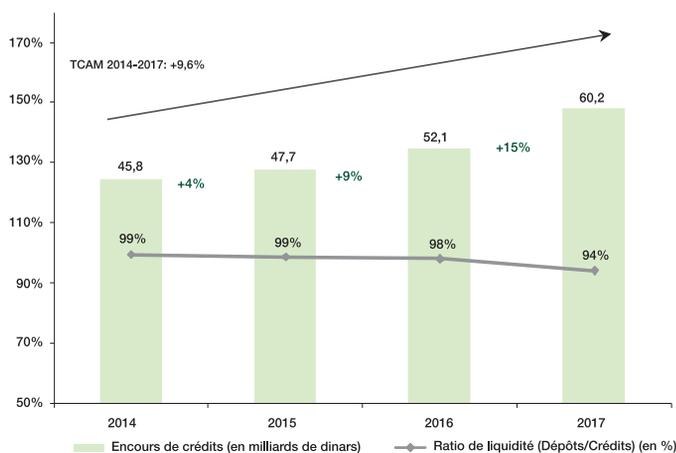
Bank a renoué avec la croissance. Grâce au démarrage de l'activité MOURABAHA (un encours brut de 37MDt, soit 14% des engagements), le dernier arrivant du secteur a vu le volume de ses crédits croître de 21% à 0,3 milliard de dinars. Selon le management, l'enrichissement de la gamme des financements et l'extension du réseau d'agences permettraient à la banque d'atteindre une part de marché de 2% d'ici 2021 (contre 0,4% à fin 2017).

■ L'UIB continue sa politique active du crédit. Le volume des engagements a progressé de 20% à 4,9 milliards de dinars. Cette bonne dynamique de croissance est redevable au positionnement fort de la banque sur le segment des particuliers (une part de marché de 13,5%, selon nos estimations). Un atout de taille dans une conjoncture où les bonnes signatures se font rares.

■ Conformément à son plan de relance, la BNA démarre une politique de crédit plus agressive qui lui a valu une croissance des engagements plus rapide que le secteur (+18% à 8,1 milliards de dinars). La reprise de la collecte et les plus values générées par le programme de cession d'actifs (un montant global de 286 MDt sur la période 2015-2017) ont doté la banque d'une assise financière plus solide pour repartir à la quête des parts de marché.

■ L'exercice 2017 s'est inscrit sous le signe du rebond pour Attijari Bank. La filiale du Groupe AttijariWafa Bank a vu le volume de ses engagements se hisser de 17% à 5,2 milliards de dinars. La liquidité élevée de la banque (un ratio de liquidité Dépôts/Crédits de 115%, le plus élevé de la place) est un avantage comparatif dans le contexte actuel d'assèchement des liquidités.

Evolution de l'encours de crédits et du ratio de liquidité (Dépôts/Crédits) du secteur



Source: Etats financiers des banques cotées.

Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2017 (en MDt)	Var 17-16	Part de marché
1) BIAT	9 394	+22,3%	15,6%
2) BNA	8 726	+18,4%	14,5%
3) BH	7 737	+23,3%	12,9%
4) STB	6 115	+10,6%	10,2%
5) Amen Bank	6 074	+3,1%	10,1%
6) Attijari Bank	5 228	+16,8%	8,7%
7) UIB	4 938	+19,6%	8,2%
8) BT	4 158	+13,8%	6,9%
9) ATB	4 086	+11,8%	6,8%
10) UBCI	2 753	+7,5%	4,6%
11) BTE	722	+2,4%	1,2%
12) WIB	254	+20,6%	0,4%
Total	60 184	+15,4%	

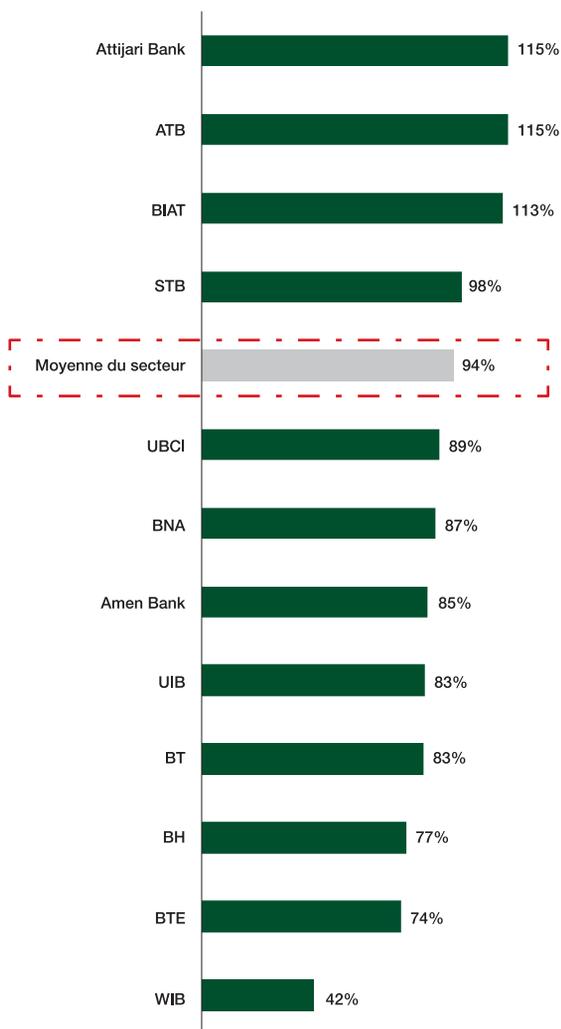
Source: Etats financiers des banques cotées.



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

Ratio de liquidité (Dépôts/Crédits) du secteur en 2017



Sources: Etats financiers des banques cotées et calculs de Tunisie Valeurs.

■ Après avoir été longtemps timide au niveau de sa croissance (une progression moyenne des crédits de 5% sur la période 2012 – 2016), la BT confirme son tournant vers une stratégie commerciale plus agressive. Les engagements de la banque ont affiché une accélération (+14%), dépassant le cap de 4 milliards de dinars. Une prise de risque supplémentaire qui devrait être bien « digérée » grâce à une assise financière solide (un ratio de solvabilité de 14,2%) et à une bonne qualité d'actifs (un taux de créances classées de 7% couvertes à hauteur de 74%).

■ L'ATB a maintenu le cap sur la croissance en affichant une reprise sensible de son encours de crédits (+12% dépassant la barre de 4 milliards de dinars). Malgré sa faible part de marché (7% qui la classe au 9^{ème} rang dans le palmarès des crédits), la banque conserve une spécificité de taille : un ratio de liquidité dans les standards les plus hauts du secteur (115% contre une moyenne estimée de 94% pour le secteur).

■ Pour la deuxième année de suite, l'activité du crédit poursuit son redressement pour la STB. La banque étatique a vu ses engagements croître de 11% à 6 milliards de dinars. Ce rythme de croissance lui a valu de gagner une place dans le palmarès des crédits, devançant de peu Amen Bank (classement au 4^{ème} rang avec une part de marché de 10,2%).

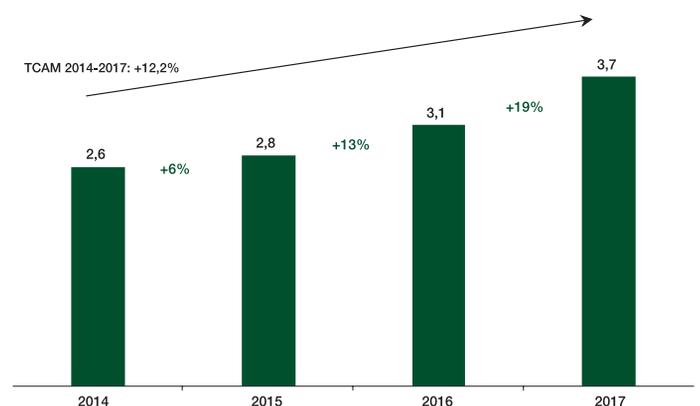
■ Amen Bank a affiché une légère reprise de ses engagements (+3% à 6 milliards de dinars).

La banque continue à « digérer » la forte croissance des années phares 2007 - 2014 (une progression moyenne de 19% sur la période), privilégiant ainsi la prudence aux volumes. Amen Bank se distingue par rapport à ses pairs par son ratio de solvabilité confortable (un ratio Tier 1 de 9,1% et un ratio Tier 2 de 14,2%) qui devrait redonner un nouveau dynamisme à la banque et aspirer à une croissance plus solide.

3) Le Produit Net Bancaire

■ L'année 2017 a été porteuse sur le front du PNB. Les revenus du secteur ont enregistré une croissance solide de 19% à 3,7 milliards de dinars, profitant d'une activité bien orientée pour quasiment toutes les banques de la place.

Evolution du Produit Net Bancaire du secteur (en milliards de dinars)



Source: Etats financiers des banques cotées.



■ En réalité, les banques ont profité de la convergence des facteurs suivants:

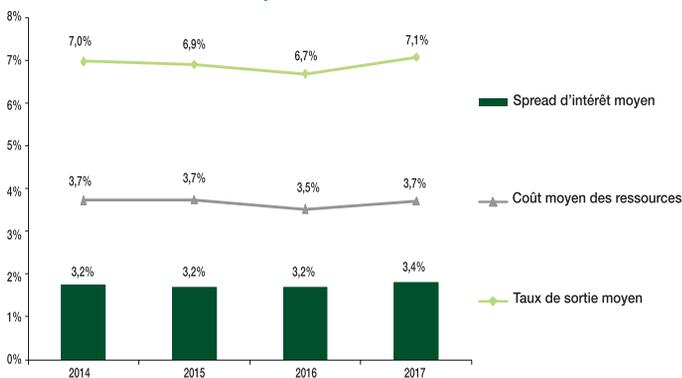
- 1) Des effets bénéfiques de la hausse des taux sur les *Spread* d'intérêt,
- 2) Des retombées de la diversification de l'offre de produits et de l'inflation sur les commissions,
- 3) D'une stratégie de placement active en bons du Trésor, garantissant un matelas de refinancement et un levier de rentabilité important,
- 4) D'une activité de change dynamique, du fait de l'amélioration sensible des gains de change. Cette activité mérite, à notre sens, une attention à part.

1) La manne de la hausse des taux:

- Pour lutter contre l'inflation, la Banque Centrale a entrepris de resserrer sa politique monétaire en déployant deux mesures phares :
 - Un relèvement graduel du taux directeur passant de 5% à 5,75% en moins d'un an:

« Au-delà de la hausse des taux, les revenus du secteur ont profité, en 2017, de la bonne orientation des commissions, d'une politique de placement agressive et d'une activité de change plus dynamique »

Evolution du coût des ressources, du taux de sortie et du *Spread* d'intérêt du secteur



Sources: Etats financiers des banques cotées et estimations de Tunisie Valeurs.

Les augmentations ont été opérées à deux reprises : en avril 2017 (+50pb) et en mai 2017 (+25pb). Parallèlement, la BCT a relevé le taux minimum de rémunération de l'épargne de 50pb (en mai 2017) le ramenant à 4%.

- **Un plafonnement du montant de l'appel d'offres** : Espérant contenir le volume du refinancement des banques, la BCT a entrepris de plafonner le montant de l'appel d'offres à 7 milliards de dinars. Cette approche a engendré un recours intensif à la facilité de prêt à 24H, précipitant ainsi la hausse des taux.

■ Le resserrement de la politique monétaire à travers l'ensemble des décisions ci-dessus mentionnées, conjugué au creusement du déficit de liquidité sur le marché monétaire, ont favorisé l'accroissement du TMM. Ce dernier a gagné 97 points de base en l'espace d'un an (entre décembre 2016 et décembre 2017).

■ Le trend haussier du TMM a induit une amélioration du *Spread* d'intérêt (une hausse moyenne de 20 points de base, selon nos estimations). Conjuguée à une activité de crédit vigoureuse, la montée des taux a produit un effet de levier sur la marge d'intérêt du secteur qui s'est appréciée de 17% à 1,8 milliard de dinars.

2) Une politique de tarification plus agressive

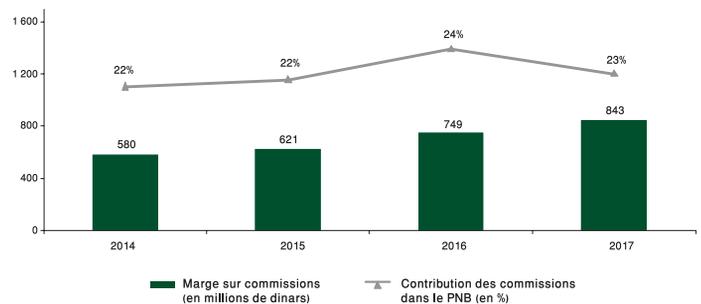
■ Du fait de leur récurrence, les commissions ont continué à soutenir la croissance des banques tunisiennes ces dernières années (une progression moyenne de 13% sur la période 2014-2017).

■ L'embellie affichée en 2017 (+12% à 0,8 milliards de dinars soit 23% du PNB du secteur) a profité d'une activité bien orientée (effet volume favorable généré notamment par la croissance des crédits) et d'un relèvement des tarifs.

■ Pour juguler l'inflation, les banques n'ont pas lésiné sur les efforts pour relever leurs tarifs. Ce constat se retrouve dans l'évolution de l'Indice des Prix des Services Bancaires (IPSB). Ce benchmark lancé par la Banque Centrale en 2016 fait état d'une accélération de la croissance des commissions facturées par les banques sur les deux dernières années (+9% en moyenne sur la période 2014-2016 contre +4% sur l'intervalle 2011-2014).

« L'évolution de l'Indice des Prix des Services Bancaires sur les deux dernières années, illustre le relèvement des tarifs par les banques »

Evolution de la marge sur commissions du secteur



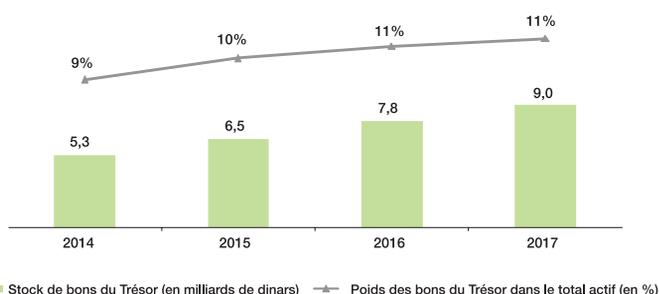
Source: Etats financiers des banques cotées.

3) Le cercle vertueux des bons du Trésor:

■ Depuis 2014, nous voyons que les banques sont très présentes sur les adjudications d'Etat, c'est-à-dire qu'elles financent de plus en plus le Trésor. C'est une activité profitable sur tous les plans : la marge est confortable, le risque est 'nul' car souverain et la liquidité

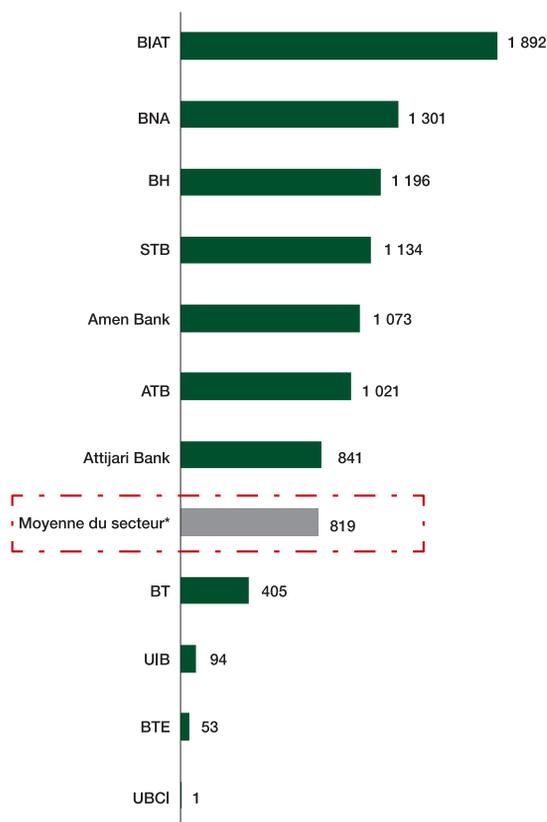
est facilitée puisque le papier est « refinançable » auprès de la BCT. L'appétit des banques pour les bons d'Etat est également expliqué par le fait qu'ils entrent dans la détermination des exigences minimales de liquidité (les BTA sont considérés comme un actif liquide de haute qualité dans le ratio de liquidité à court terme LCR).

Evolution du stock des bons du Trésor du secteur



Source: Etats financiers des banques cotées.

Stock de bons du Trésor par banque en 2017 (en MDT)*



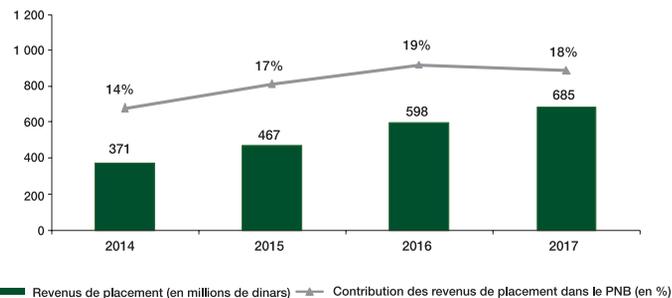
* Ne tenant pas compte de Wifack International Bank. En l'absence d'obligations islamiques (Sukuk), les bons d'Etat restent en dehors de portée pour la banque.
Source: Etats financiers des banques cotées.

■ En 2017, l'encours de bons du Trésor détenu par les banques a cru de 15% dépassant le cap de 9 milliards de dinars. L'activité de placement concentre désormais 11% du total des actifs bancaires (contre 9% en 2014).

■ Parallèlement, les revenus du portefeuille se sont appréciés de 15%, à 0,7 milliard de dinars. Avec une contribution de 18% dans le PNB (contre 14% en 2014), les produits de placement constituent la troisième source de revenus pour les banques.

« Les bons du Trésor constituent un placement de choix pour les banques. Il s'agit d'un actif sans risque, rentable et qui offre un matelas de refinancement »

Evolution des revenus du portefeuille du secteur



Source: Etats financiers des banques cotées.

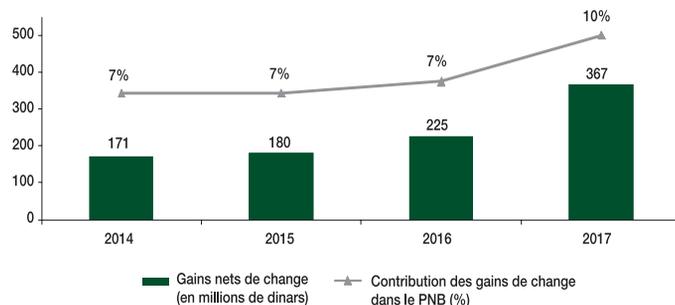
4) Une activité de change plus juteuse

■ L'inflation importée a dopé la demande pour les financements en devises auprès des banques.
■ L'activité de change a franchi un nouveau cap de revenus en 2017. Les gains nets de change du secteur ont quasiment doublé à

0,4 milliard de dinars, portant leur contribution à 10% dans le PNB (+3 points de taux, comparativement à 2016).

■ 4^{ème} centre de profit pour le secteur, l'activité de change est appelée à croître dans les prochaines années en raison de la volatilité du dinar.

Evolution des gains nets de change du secteur



Source: Etats financiers des banques cotées.



■ La STB a créé la surprise en s'offrant la meilleure progression de PNB en 2017 (+26% à 390 MDt). Cette évolution trouve son origine dans la bonne tenue de la marge d'intérêt (+19% à 190 MDt du fait de la hausse des taux) et dans l'amélioration sensible des « autres revenus*» (un bond de 50% à 123MDt). Conformément à la stratégie annoncée lors de la recapitalisation de 2015, la banque adopte une politique d'investissement intensive dans les bons du Trésor. Avec un encours de 1 milliard de dinars, cette classe d'actifs représente 13% du total bilan de la banque contre une proportion de 5% en 2014 (un encours de 0,4 milliard de dinars).

■ La BH a franchi un nouveau palier de revenus en 2017. Avec une envolée record de 25% à 385 MDt, le PNB de la banque publique affiche un dépassement de 6% par rapport à ses prévisions. La BH a essentiellement puisé sa

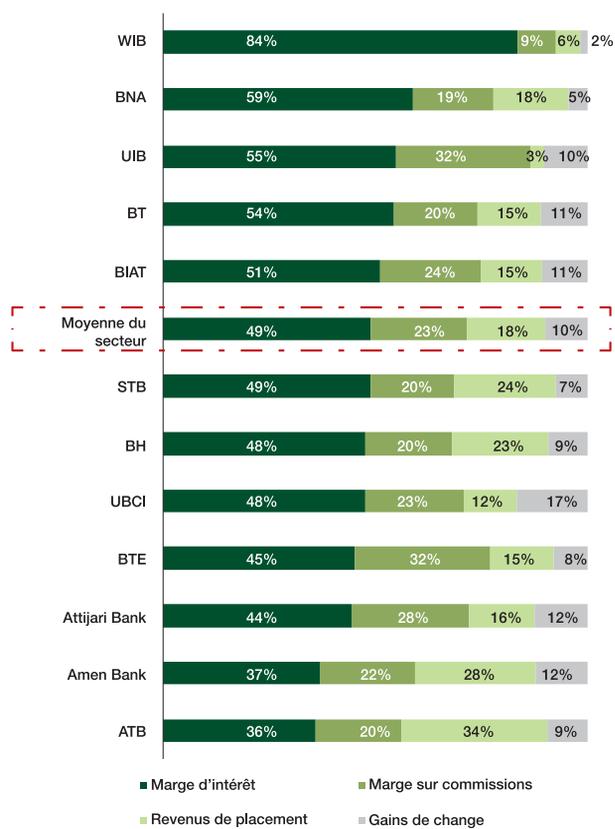
croissance dans la marge d'intérêt (+23% à 184MDt) et dans les revenus du portefeuille (+13% à 87MDt). Soulignons, à cet effet, que la banque détient un des portefeuilles de bons d'Etat les plus importants du secteur (un encours de 1,2 milliard de dinars).

■ Récoltant les fruits de sa stratégie de croissance plus équilibrée, Amen Bank a affiché une amélioration notable de son PNB (+23% à 360MDt). Outre les gains dégagés par une progression du Spread (+52 points de base à 3,2%, selon nos estimations) et qui ont boosté la marge d'intérêt (+18% à 133MDt), le PNB a profité de la bonne orientation des « autres revenus » (des revenus de placement en hausse de 17% à 102MDt et des gains de change doublant à 44MDt). Les « autres revenus » représentent désormais la première source de PNB pour la banque (une contribution de 41%).

Chiffres en MDt	PNB au 31/12/2017 (en MDt)	Var 17-16	Part de marché
1) BIAT	701	+18,1%	18,9%
2) BNA	444	+17,3%	12,0%
3) STB	390	+26,0%	10,5%
4) BH	386	+25,4%	10,4%
5) Attijari Bank	362	+14,2%	9,8%
6) Amen Bank	360	+22,5%	9,7%
7) UIB	290	+17,1%	7,8%
8) BT	269	+14,0%	7,2%
9) ATB	242	+13,7%	6,5%
10) UBCI	200	+18,3%	5,4%
11) BTE	44	+13,4%	1,2%
12) WIB	16	-2,7%	0,4
Total	3 704	+18,7%	

Source: Etats financiers des banques cotées.

Structure du PNB du secteur (2017)



Source: Etats financiers des banques cotées.

« Malgré le tournant vers la diversification des revenus, la marge d'intérêt reste la colonne vertébrale du PNB du secteur »

■ Après une année 2016 difficile (une hausse timide du PNB de 6% à 169 MDt) en raison du repli de la marge d'intérêt (-7% à 85 MDt), l'UBCI accélère sa croissance. Le redressement de la marge d'intérêt (+12% à 95 MDt) et la réalisation d'importants gains de change de 33 MDt sur l'année ont boosté les revenus (une croissance de 18% à 200 MDt).

■ La BIAT a dépassé un cap historique de PNB en 2017 (+18% à 701 MDt). Outre la bonne tenue de l'activité du crédit (progression de la marge d'intérêt de 22% à 359 MDt), le PNB de la banque a été soutenu par les « autres revenus » (une progression de 19% à 177 MDt) et par une amélioration notable des commissions (+ 10% à 166 MDt). Grâce à sa collecte peu onéreuse, la BIAT serait parmi les banques les plus privilégiées dans le contexte actuel de hausse des taux.

* La catégorie des « autres revenus » est constituée par les revenus du portefeuille et les gains de change.

■ Le décollage de l'activité d'exploitation se confirme pour la **BNA**. La banque étatique a pu aligner une deuxième année de croissance à deux chiffres au niveau de son PNB (+17% à 444 MDt). La BNA a tiré sa croissance de la marge d'intérêt (+17% à 262MDt) qui a profité d'une amélioration du *Spread* de crédit (+14 points de base à 3,5%, selon nos estimations). Fortement exposée à la marge d'intérêt (59% du PNB), la **BNA** dispose d'une bonne marge de manoeuvre pour poursuivre la diversification de ses revenus.

■ L'**UIB** a réalisé une bonne progression de son PNB (+17% à 290 MDt). Cette performance a été tirée par la marge d'intérêt et par les commissions (+13% à 159 MDt et à 92 MDt respectivement). Soulignons que l'**UIB** jouit d'une des plus fortes expositions à l'activité du crédit (55% du PNB) et aux commissions (32% du PNB) à l'échelle du secteur.

■ **Attijari Bank** a affiché au titre de 2017 une performance honorable. La banque a réalisé une bonne progression de son PNB de 14% à 362 MDt. Cette croissance a été essentiellement portée par la marge d'intérêt (+17% à 161 MDt) et par les gains de change (+40% à 45 MDt). Réputée pour sa réactivité commerciale, **Attijari** a réalisé une croissance satisfaisante des commissions sur l'année (+8% à 100 MDt). La banque continue ainsi d'afficher la deuxième plus importante marge sur commissions du secteur après la **BIAT**.

■ Le PNB s'est inscrit en nette croissance pour l'**ATB** (+14% à 242 MDt). L'orientation vers une activité de crédit plus classique se confirme (+8% à 87MDt au niveau de la marge d'intérêt). Cependant, l'exposition élevée aux activités du portefeuille demeure le trait distinctif de la banque: des produits

de placement représentant 34% du PNB et un stock de bons du Trésor concentrant 16% du total bilan.

4) La productivité

■ Dans un environnement très concurrentiel, l'optimisation des charges de fonctionnement devient un facteur clé de performance.

■ Malgré la politique expansionniste des banques, la productivité du secteur a poursuivi son redressement. Les banques tunisiennes continuent de digérer le dérapage des charges d'exploitation constaté après la Révolution (montée des revendications sociales et inflation).

■ Le coefficient d'exploitation du secteur a régressé de deux points de taux à 47%. Une évolution qui résulte d'une croissance du PNB (+19% à 3,7 milliards de dinars) supérieure à celle des frais généraux (une hausse de 15% à 1,8 milliard de dinars).

■ Hormis la **BT**, la **BTE**, la **STB** et la **WIB** (dont les charges salariales ont fortement augmenté sur l'année), toutes les banques de la cote ont pu améliorer leur productivité.

■ La hausse du coefficient d'exploitation est insignifiante pour la **BT** (+1%). Malgré une politique de rémunération des plus attractives de la place, la banque conserve son avantage comparatif en terme de productivité. Elle affiche au côté d'**Amen Bank** le coefficient d'exploitation le plus faible du secteur coté (34%).

■ La **BH** continue de surperformer le secteur public (un coefficient d'exploitation de 43% contre une moyenne de 49% pour la concurrence publique). La croissance vigoureuse du PNB (+25% à 386 MDt) a permis d'absorber le coût du plan de restructuration des ressources humaines (hausse de la masse salariale de 24% à 124 MDt en 2017).

■ Beau parcours pour l'**UIB** qui continue à récolter les fruits de sa gestion rigoureuse. Le coefficient d'exploitation de la banque a reculé de deux points de taux à 47%, malgré l'ouverture de sept nouvelles agences en 2017.

■ Fait majeur à saluer, la **BIAT** et **Attijari Bank** qui affichaient historiquement une productivité inférieure à la concurrence, ont pu s'aligner sur les standards du secteur (un coefficient d'exploitation de 47%). Une performance louable pour ces deux banques qui jouissent des premiers réseaux bancaires dans le pays.

■ Signalons, également, les importants efforts de productivité déployés par la **BNA**. La croissance du PNB couplée à la maîtrise des frais généraux (une progression de 9% à 221 MDt) ont permis de réduire le coefficient d'exploitation à 50%, renouant ainsi avec ses niveaux d'avant Révolution.

■ En revanche, l'exercice 2017 a marqué une détérioration de la productivité pour la **STB**. Le coefficient d'exploitation a gagné 3 points de pourcentage à 53% en raison de l'extension du réseau d'agences (10 ouvertures en 2017) et de la facture du programme de départ volontaire à la retraite (une surcharge de 19 MDt sur l'année).

■ L'**ATB** a vu son coefficient d'exploitation quasiment stagner à 56%, du fait de l'augmentation soutenue des frais généraux (+11% à 135 MDt). L'optimisation des coûts représente, selon nous, un des principaux gisements de rentabilité pour la banque.

■ La productivité reste la carence majeure dans les comptes de l'**UBCI**. Malgré les efforts entrepris en 2017 (baisse du coefficient d'exploitation de 7 points de taux à 63%), la banque demeure en retrait par rapport au secteur privé (un coefficient d'exploitation moyen de 46%).

« Depuis la privatisation, l'optimisation de la productivité a été un axe de rentabilité majeur pour l'UIB. La banque affiche désormais un coefficient d'exploitation en ligne avec le secteur »

Coefficient d'exploitation	2016	2017	Var 17-16
1) Amen Bank	37,0%	33,9%	▼
2) BT	32,9%	34,1%	▲
3) BH	45,9%	43,0%	▼
4) UIB	48,5%	46,6%	▼
5) BIAT	50,0%	47,4%	▼
6) Attijari Bank	50,0%	47,5%	▼
7) BNA	53,3%	49,7%	▼
8) STB	50,1%	52,8%	▲
9) ATB	57,2%	55,8%	▼
10) UBCI	69,4%	62,7%	▼
11) BTE	70,5%	73,2%	▲
12) WIB	36,3%	106,9%	▲▲▲
Moyenne du secteur bancaire coté	49,1%	47,4%	-1,7%

Source: Etats financiers des banques cotées.



Le dérapage au niveau des charges est particulièrement frappant chez la WIB. Passant encore par une phase d'investissement (des frais généraux multipliés par trois à 17 MDt), l'unique banque islamique de la cote a vu son coefficient d'exploitation grimper à 107%. Une situation qui devrait changer dans les prochaines années avec la montée en régime de l'activité.

5) La qualité du portefeuille

L'assainissement majeur opéré en 2013 et la politique de risque plus prudente dictée par la Banque Centrale ont porté leurs fruits au niveau de la qualité d'actifs du secteur.

Les banques ont réussi à stabiliser leur stock de créances classées à 9,6 milliards de dinars, et ce pour la deuxième année de suite. La politique de croissance plus sélective et orientée vers les particuliers a dilué le taux de créances classées, le ramenant à 12,6%, selon nos estimations (une baisse de deux points de taux par rapport à 2016).

Les banques de la place ont poursuivi le nettoyage de leur bilan, constatant une enveloppe de provisions de 569 MDt (soit 15,5% du PNB du secteur).

Les majors du secteur privé (BIAT, Attijari Bank, UIB, BT, ATB et UBCI)

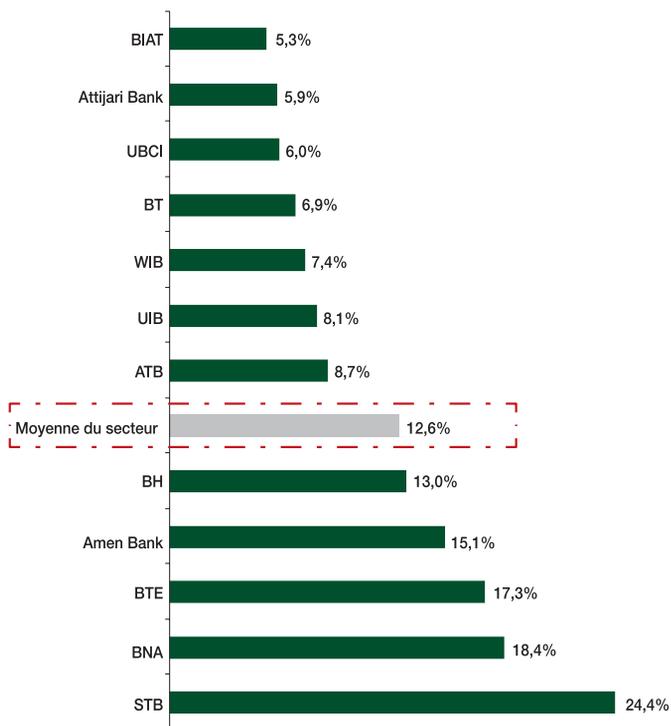
continuent de montrer l'exemple en affichant la meilleure qualité du portefeuille de la place.

Le taux de couverture global a beau se rapprocher du seuil recommandé par la BCT (un taux de 69% selon nos estimations), il cache d'importantes disparités entre les banques.

Très avancée dans son programme de restructuration, la BH poursuit ses efforts de nettoyage du bilan. La qualité du portefeuille de la banque se démarque de plus en plus de ses consoeurs publiques (taux de créances classées de 13% couvertes à hauteur de 78%).

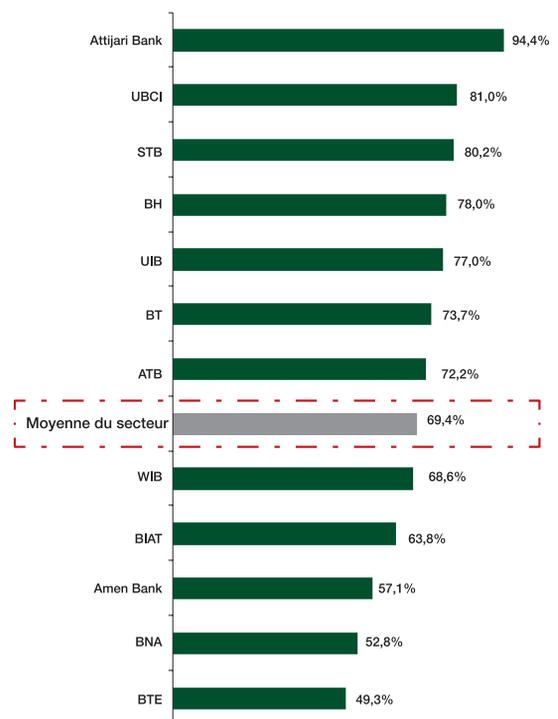
Pénalisées par un lourd héritage de créances classées, la STB et la BNA continuent de figurer en queue de peloton. Si la STB affiche un niveau de couverture « facialement » élevé (taux de couverture de 80%), elle continuerait de subir un coût du risque élevé. En effet, en raison de sa surexposition au secteur du tourisme (20% des engagements bruts et 50% des créances classées en 2017), la banque publique supporte: i) un taux de migration en créances classées élevé et ii) une charge importante de provisions collectives* (une enveloppe moyenne de 55 MDt sur les quatre dernières années). Notons

Taux de créances classées du secteur en 2017



Source: Etats financiers des banques cotées.

Taux de couverture des créances classées en 2017



Source: Etats financiers des banques cotées.

* Depuis 2013, la BCT exige la constitution de provisions supplémentaires sur les garanties hypothécaires pour les créances classées ayant une ancienneté supérieure à 3 ans.

** Le « Livre blanc sur le financement du secteur touristique » propose un mécanisme de restructuration de la dette des hôteliers en difficulté. La STB agirait en chef de file pour élaborer un montage financier et un plan de mise à niveau pour chaque unité hôtelière. L'application de cette proposition nécessite l'injection de fonds propres par le promoteur pour pouvoir redémarrer l'activité.

également que l'inapplicabilité de la proposition du « Livre blanc** » pour la restructuration de la dette du secteur touristique et la levée des termes des circulaires BCT 2015 et 2017 (portant respectivement sur le report des impayés du tourisme et sur le gel de l'ancienneté des créances classées) devraient pénaliser les résultats de la STB dans les années à venir. Selon le management, la banque supportera une enveloppe de provisions supplémentaire de 90 MDt en 2018.

■ Les efforts de couverture demeurent en deçà des attentes pour la BNA. Avec un taux de couverture de 53%, il reste du chemin à parcourir et des bénéfices à sacrifier pour se conformer au minimum recommandé par la BCT (70%).

■ Nous prévoyons une accélération de l'assainissement des bilans des trois banques publiques dans

les prochaines années. Les efforts de la STB, de la BNA et de la BH seront soutenus par le démarrage tant attendu du traitement transactionnel des créances classées. Cette pratique qui était réservée aux banques privées est devenue possible grâce à la loi sur la consolidation des structures financières des banques publiques votée en mai 2018. Elle permettrait aux trois banques d'éviter la lenteur et la complexité des procédures judiciaires et leur ouvre la voie du règlement à l'amiable. Les banques publiques peuvent ainsi apurer plus efficacement leur stock de créances classées (un encours de 6 milliards de dinars soit 60% du stock de créances classées du secteur) et opérer des reprises sur provisions. Les retombées de cette loi devraient être perceptibles dans les comptes de ces banques à moyen terme.

■ La qualité d'actifs reste le talon d'Achille d'Amen Bank. La banque affiche un taux de créances classées de 15,1%, le plus élevé du secteur privé. Parallèlement, le taux de couverture a subi une dégradation, ressortant à 57%. Avec un encours de créances classées de 1,2 milliard de dinars, Amen Bank devrait, à notre avis, sacrifier une année de bénéfices pour atteindre un taux de couverture de 70%.

6) La rentabilité

■ L'année 2017 a été celle de tous les records pour le secteur bancaire. Excepté Wifack International Bank, toutes les banques de la place ont publié des résultats nets dans le vert.

■ Profitant du contexte haussier des taux, d'une amélioration de la productivité et de la gestion des risques, le secteur bancaire a atteint un nouveau cap de rentabilité. La masse bénéficiaire du secteur a enregistré une croissance remarquable de 19%, dépassant 1 milliard de dinars*.

■ Au niveau consolidé, les bénéfices nets part du groupe agrégés ont affiché un bond de 18% à 1 milliards de dinars*. Cette reprise a permis de rehausser la rentabilité financière (ROE) du secteur de deux points de taux à 18%; un niveau appréciable eu égard à la taille des fonds propres des banques.

■ Sans grandes surprises, Attijari Bank reste à la pointe du secteur. Avec un ROE de 34%, la banque se maintient au troisième rang parmi les filiales les plus profitables du Groupe Attijariwafa Bank, hors Maroc.

■ Malgré une croissance timide du résultat net (+4% à 220 MDt*), la première capacité bénéficiaire du secteur, la BIAT continue de jouir d'un niveau de rentabilité confortable (un ROE de 25%). Cette performance ne doit pas occulter un relâchement au niveau

de sa politique de provisionnement ces dernières années. La baisse du ratio de couverture (un taux de 64% en 2017 contre 71% en 2014) impacterait négativement les bénéfices futurs de la banque.

■ Nonobstant les avancées réalisées au niveau de la restructuration, la rentabilité du secteur public reste globalement en retrait par rapport à la concurrence privée (un ROE 2017 moyen de 16% pour les banques publiques contre 19% pour le secteur privé). Deux exceptions sont néanmoins à signaler au niveau de la BH et de la BNA.

■ Alors que la BH a su profiter du redressement de son activité intrinsèque pour booster sa rentabilité (ROE de 18% pour la BH), la BNA a tiré son épingle du jeu grâce aux plus-values générées par son programme de cession d'actifs (des plus-values sur cession de 96 MDt, en 2017, portant le ROE à 24%).

■ L'amélioration de la productivité et les efforts de nettoyage du bilan ont permis à l'UIB d'atteindre de nouveaux paliers de rentabilité. Avec un résultat net part du groupe de 93 MDt* (en hausse de 17% par rapport à 2016), la filiale du Groupe Société Générale affiche un ROE de 22%.

■ La stratégie de croissance plus dynamique a tenu ses promesses pour la BT. Avec une progression du résultat net part du groupe de 27% à 138 MDt*, la banque a hissé son ROE de 5 points de taux à 22%, et ce en l'espace d'une année.

■ Après avoir bouclé l'exercice 2017 sur un résultat net part du groupe de 55 MDt*, l'ATB a créé la surprise en annonçant que la BCT a exigé une dotation supplémentaire de provisions sur les créances de 23 MDt. Tenant compte de cette charge additionnelle, le résultat net part du groupe* ressort en repli de 38% par rapport à 2016. Avec un

Résultat net part du Groupe (en MDt)*	2016	2017	Var 17-16	ROE 2017
1) Attijari Bank	118,3	140,5	+19%	33,9%
2) BIAT	211,4	220,0	+4%	25,0%
3) BNA	56,7	103,6	+83%	24,3%
4) UIB	79,6	92,8	+17%	22,0%
5) BT	109,0	138,0	+27%	21,6%
6) BH	90,0	117,5	+30%	18,0%
7) Amen Bank	98,6	114,5	+16%	15,6%
8) UBCI	34,9	42,9	+25%	13,2%
9) ATB	51,4	32,1	-38%	5,4%
10) STB	8,7	23,9	+176%	4,9%
11) BTE	2,1	1,1	-49%	0,5%
12) WIB	5,8	-1,6	--	neg
Secteur bancaire coté	866	1 025	+18,3%	18,2%

Source: Etats financiers des banques cotées.

« Le démarrage tant attendu du traitement transactionnel des créances classées chez la STB, la BNA, et la BH leur permettrait d'accélérer l'assainissement de leur bilan »

* Avant contribution exceptionnelle au budget de l'Etat.



ROE de 5%, la rentabilité financière de l'ATB est nettement inférieure à ses consœurs privées (un ROE moyen de 22%).

■ La STB continue de pâtir des mauvais résultats de ses filiales la BFT (Banque Franco Tunisienne: des pertes de 29 MDt) et la TFB (Tunisian Foreign Bank : un déficit de 8 MDt). L'exercice se boucle avec un résultat net part du groupe de 24 MDt* (contre 9 MDt en 2016). Le ROE affiché de 5% ne tient pas compte d'une dotation aux provisions supplémentaire de 41 MDt. Cette dernière n'a pas été constatée par application des mesures exceptionnelles pour le secteur du tourisme (circulaire BCT 2017 sur le gel de l'ancienneté des créances classées et circulaire 2015 sur le report des impayés du tourisme).

■ Plombée par un coût du risque élevé (10 MDt soit 23% du PNB), la rentabilité nette de la BTE peine à décoller. La banque a vu son résultat net divisé par deux à 1 MDt. Ce qui correspond à un ROE très faible de 0,5%.

■ La croissance remarquable des bénéfices des banques observée sur les dernières années conjuguée aux injections de fonds propres menées depuis 2014 (augmentation de capital de l'UIB et recapitalisations de la STB et de la BH) et au programme de cession d'actifs de la BNA ont permis de renflouer la solvabilité du secteur.

■ Malgré le durcissement des exigences en fonds propres (prise en compte du risque opérationnel côté du risque de crédit en 2017), toutes les banques de la cote sont parvenues à se conformer aux normes de solvabilité de la BCT (ratio Tier 2 minimum de 10%).

II- Perspectives du secteur & prévisions 2018-2019

■ Les efforts entrepris pour restructurer le secteur public, diversifier les revenus, optimiser les coûts opérationnels, et assainir les bilans ont sensiblement amélioré les fondamentaux des banques tunisiennes ces dernières années.

■ Dans les deux prochains exercices, le secteur devrait évoluer dans un environnement contrasté marqué:

- par un contexte haussier des taux, d'une part,
- et par une conjoncture économique difficile, des pressions sur la liquidité et une réglementation prudentielle plus contraignante, d'autre part.

1) Une conjoncture économique toujours difficile

■ Malgré les prémices de reprise, la conjoncture économique serait vraisemblablement similaire à 2017: croissance molle du PIB (une croissance moyenne de 2,6% sur les deux prochaines années selon le FMI), des finances publiques sous tension, un déséquilibre extérieur et une inflation persistante. Autant d'éléments qui inciteraient les banques à privilégier davantage le financement de la consommation et des bons d'Etat au détriment des PME.

■ Nonobstant les signes positifs donnés par le tourisme, la reprise du secteur nous semble encore fragile. La perception négative des banques de la filière risque de retarder son redressement.

■ La frilosité de la reprise du tourisme et la levée des termes des circulaires BCT 2015 et 2017 sur le report des impayés du secteur et sur le gel de l'ancienneté des créances classées devraient peser sur la rentabilité des banques les plus exposées au secteur avec à leur tête la STB.

« L'aversion des banques au tourisme risque de compromettre la reprise encore fragile de la filière »

2) Une liquidité serrée

■ En dépit du relèvement du taux de rémunération de l'épargne (hausse de 100pb à 5% depuis le 1er janvier 2018), les banques devraient continuer à faire face à un resserrement des liquidités dans les années à venir, et ce pour les raisons suivantes :

i) L'accélération de l'inflation (un taux d'inflation record de 7,7% en mai 2018 contre 4,8% une année plus tôt) qui érode la capacité d'épargne des ménages. En témoigne la chute du taux d'épargne. Ce dernier est passé de 21% du PIB en 2010 à 9% du PIB en 2017**.

ii) La poursuite des opérations d'achat de devises par les banques auprès de la Banque Centrale en raison du tarissement des entrées en devises et du déséquilibre de la balance courante.

iii) L'omniprésence de l'économie informelle qui détourne du « cash » en dehors du circuit bancaire. Le volume des paiements en espèces a plus que doublé entre 2010 et 2017, passant de 5 milliards de dinars à 11 milliards de dinars.

Signalons que ce montant représente un manque à gagner de 20% pour la collecte du secteur***.

■ L'assèchement des liquidités attesté par l'évolution des volumes du refinancement depuis le début de 2018 (voir graphique ci-après), devrait intensifier la concurrence sur les dépôts entre les banques et accentuer la surenchère tarifaire.

■ Nous nous attendons à un troisième relèvement du taux directeur, d'ici la fin de l'année ;si: i) le TMM poursuit sa progression et se rapproche de la limite supérieure du corridor (7,75%) et ii) si l'inflation continue de grimper.

Ratio de solvabilité global (Tier 2)	2016	2017	Var 17-16
1) WIB	58,2%	37,6%	▼
2) BT	15,3%	14,2%	▼
3) Amen Bank	12,9%	14,2%	▲
4) BNA	11,2%	12,4%	▲
5) BTE	13,0%	12,3%	▼
6) Attijari Bank	10,7%	11,7%	▲
7) STB	12,1%	11,5%	▼
8) ATB	11,7%	11,2%	▼
9) UIB	11,0%	11,1%	≈
10) BH	10,0%	10,9%	▲
11) BIAT	10,4%	10,8%	▲
12) UBCCI	10,5%	10,3%	▼

Source: Etats financiers des banques cotées.

« La préférence des Tunisiens pour l'argent liquide et l'omniprésence de l'économie informelle génèrent, aujourd'hui, un manque à gagner de 11 milliards de dinars pour la collecte du secteur »

* Retraite de la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat.

** Selon la BCT.

*** Selon l'APTBEF, l'organisme professionnel regroupant les banques et les établissements financiers.



3) La hausse des taux: une arme à double tranchant

■ Le relèvement du taux directeur de 175 points de base aux mois de mars et juin derniers et l'élargissement du corridor* des taux (depuis janvier 2018) à 200 points de base (contre 50 points de base en 2017) vont accélérer le mouvement de hausse du TMM. Ce dernier a d'ores et déjà atteint des niveaux records (7,15% à la fin du mois de juin 2018).

■ La tendance haussière du TMM produirait, à notre avis trois effets distincts sur les banques:

- 1) un effet à court terme bénéfique sur la marge d'intérêt qui proviendrait substantiellement des crédits neufs (c'est-à-dire des crédits accordés sur les dernières années),
- 2) un effet répulsif sur la demande des nouveaux emprunteurs induite par le renchérissement du crédit,
- 3) et une pression à la hausse sur le coût de la collecte, érodant à terme la marge d'intérêt.

■ Nous prévoyons ainsi un accroissement de la marge d'intérêt à court terme (en 2018) qui devrait ralentir au fur et à mesure de l'ajustement à la hausse du coût des ressources et de la décélération des octrois des nouveaux crédits.

■ Nous soulignons enfin que le niveau élevé des taux pourrait avoir des effets négatifs sur les marges et la solvabilité des entreprises - déjà fragilisées par la conjoncture - et malmener, par ricochet, la qualité d'actifs des banques.

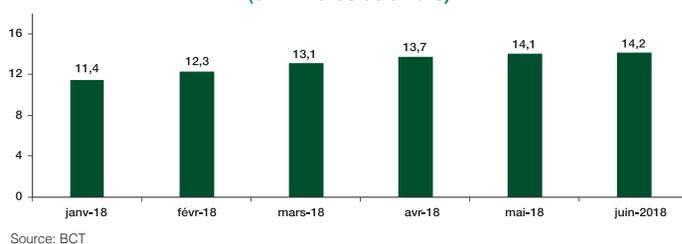
4) Une activité de bons du Trésor toujours attractive mais plus encadrée

■ Les pressions accrues sur le budget de l'Etat et le renforcement des exigences de liquidité par le relèvement du ratio de liquidité à court terme, (le LCR sera porté de 80% en 2017 à 90% en 2018 et à

100% en 2019) devraient maintenir l'appétit des banques pour les bons d'Etat. Deux facteurs limitants méritent néanmoins d'être soulevés:

- i) **L'obligation de définir la politique de placement en bons du Trésor:** Sous les directives de la BCT, les banques de la place devront clarifier leur orientation de placement en bons du Trésor. Elles devront désormais identifier les titres à détenir sur le court terme (titres de placement) et ceux à détenir à l'échéance (titres d'investissement).
- ii) **Le passage à la valorisation selon la méthode « Mark to Market »:** A partir de 2018, la BCT a imposé aux banques de valoriser leurs portefeuilles de bons du Trésor selon la méthode «Mark to Market». Limitée aux titres de placement, cette mesure donnerait lieu à la constatation de moins valeurs qui nécessiteront des provisions. Le poids de ces dernières devra se faire sentir sur les comptes à moyen terme.

Evolution du volume moyen des interventions de la BCT en 2018 (en milliards de dinars)



Source: BCT

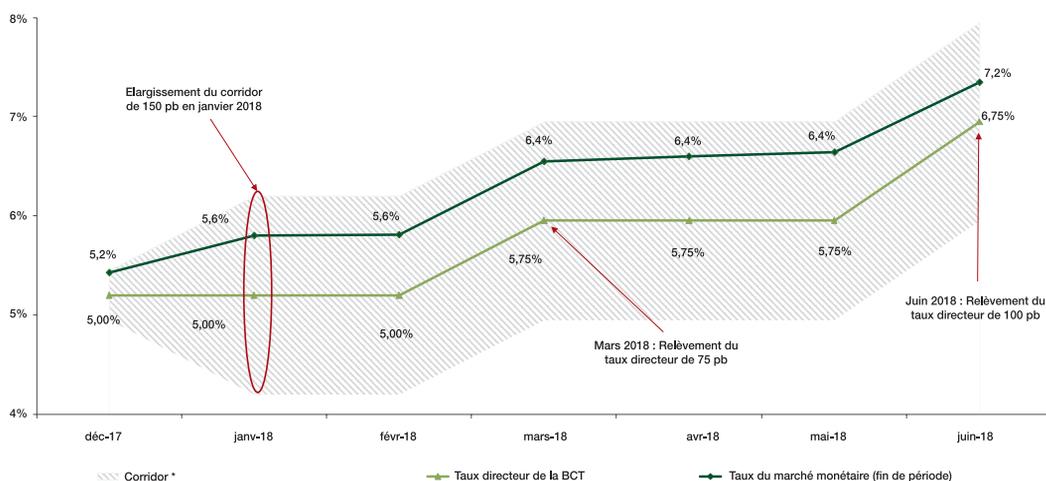
« Le passage à la valorisation selon la méthode Mark to Market va pousser les banques à rationaliser leur politique de placement en bons du Trésor »

■ Pour éviter cette surcharge, certaines banques, à l'instar de la BIAT, ont reclassé une partie de leurs titres de placement en titres d'investissement (en 2017, la BIAT a reclassé la moitié de son encours de BTA soit 0,9 milliard de dinars, en titres d'investissement).

5) Des exigences de solvabilité plus strictes

■ La solvabilité devrait être une préoccupation majeure pour les banques dans les prochaines années. Dans le cadre de la convergence de la réglementation prudentielle vers les normes de Bâle III (à l'horizon 2020), deux mesures importantes vont être déployées :

Evolution du corridor*, du taux directeur et du TMM en 2018



Source : BCT

* Le corridor délimite la zone de fluctuation du taux interbancaire. Cette zone est encadrée par le taux de facilité de prêt (taux plafond auquel les banques empruntent des liquidités à la BCT) et le taux de facilité des dépôts (taux plancher auquel les banques placent leur excédent de liquidité auprès de la Banque Centrale).



1) **Le resserrement de la limite d'exposition aux parties liées :** La BCT va ramener la limite d'exposition des banques aux parties liées de 75%, à fin 2017, à 25% à partir de 2018. Ce sont les banques privées qui seront les plus impactées par cette mesure du fait de leur exposition à des groupes privés faisant souvent partie de leur tour de table.

2) **L'instauration d'une exigence supplémentaire de fonds propres :** Contrairement aux années passées qui ont connu un relèvement progressif du seuil de solvabilité (ratio de solvabilité global porté à 9% en 2013 et à 10% en 2014), la BCT a commencé, depuis 2017, à élargir l'éventail des risques couverts par les fonds propres réglementaires. Après la prise en compte du risque opérationnel (en 2017), la BCT a imposé une dotation supplémentaire pour couvrir le risque du marché. L'intégration de cette nouvelle composante du risque dans le ratio de solvabilité affectera les banques qui affichent des niveaux de solvabilité proches des minima réglementaires (7% pour le ratio Tier 1 et 10% pour le Tier 2).

Le durcissement des normes de solvabilité pèserait sur le rythme d'octroi des crédits et ramènerait les banques à renforcer davantage leurs capitaux permanents. A cet effet, plusieurs banques poursuivront l'émission d'emprunts subordonnés, d'autres procéderont à des levées de fonds propres. A titre illustratif, la BIAT a annoncé sa volonté d'opérer une augmentation de capital dans les prochains mois.

6) Le coût du fonds de garantie des dépôts bancaires

Pour s'aligner sur les standards internationaux, la nouvelle loi bancaire, promulguée en 2016, a prévu l'instauration d'un fonds de garantie des dépôts bancaires. Ce fonds codétenu par l'Etat et la BCT va contribuer à renforcer la sécurité financière et sera chargé de la protection des déposants en cas d'indisponibilité de leurs dépôts.

Cette mesure qui sera appliquée à partir de 2018 consistera en une cotisation annuelle égale à 0,3% de l'encours des dépôts, ce qui grèverait la rentabilité du secteur. Selon nous, l'impact de ce dispositif devrait osciller entre 10% et 12%

de la masse bénéficiaire du secteur sur la période 2018-2019.

Tenant compte des facteurs ci-dessus mentionnés, nous nous attendons à :

1) Un exercice 2018 dans la continuité de l'année précédente au niveau du PNB mais épongé par la dotation au fonds de garantie des dépôts,
2) Un ralentissement éventuel de l'activité du crédit et, par conséquent, de la marge d'intérêt qui sera perceptible au courant de 2019.

Globalement, sur la période 2018-2019, nous prévoyons :

i) **Une consolidation de la collecte et des crédits :** Nous tablons sur une croissance moyenne des dépôts de 9% sur les deux prochains exercices (contre 11% en 2017). Le volume des crédits devrait, quant à lui, évoluer selon un rythme moyen de 11% (contre 15% en 2017).

ii) **Une décélération de la croissance du PNB :** Nous anticipons un fléchissement de la croissance du PNB en raison d'une politique de placement en bons du Trésor plus encadrée et d'une croissance de la marge d'intérêt majoritairement tirée par les anciens crédits. Ce ralentissement devrait se dévoiler à partir de 2019, à notre sens. Nous prévoyons ainsi une croissance moyenne du PNB de 15% sur la période 2018 - 2019 contre 19% en 2017.

iii) **Un relâchement de la croissance des bénéfices :** Les bénéfices subiront l'impact de la dotation au fonds de garantie des dépôts. Nous tablons sur une croissance moyenne du résultat net part du groupe agrégé du secteur de 10%* sur l'intervalle 2018-2019 (contre 18% en 2017).

« L'année 2018 s'annonce dans la continuité de l'exercice précédent. Le secteur pourrait, en revanche, connaître une décélération de l'activité à partir de 2019 »

Principaux agrégats prévisionnels du secteur

Chiffres en MDt	Produit Net Bancaire					Résultat net individuel*					Résultat net part du groupe*				
	2017	2018e	Var 2018-2017	2019p	Var 2019-2018	2017	2018e	Var 2018-2017	2019p	Var 2019-2018	2017	2018e	Var 2018-2017	2019p	Var 2019-2018
Amen Bank	360,1	416,4	16%	475,5	14%	115,9	121,0	4%	133,8	11%	114,5	117,8	3%	130,8	11%
ATB	241,5	288,5	19%	328,8	14%	30,5	68,2	-	75,7	11%	32,1	69,8	-	77,4	11%
Attijari Bank	361,9	421,2	16%	476,7	13%	135,8	145,6	7%	161,4	11%	140,5	150,6	7%	166,6	11%
BH	385,6	424,6	10%	462,4	9%	123,1	126,6	3%	134,5	6%	117,5	121,4	3%	129,6	7%
BIAT	701,3	833,1	19%	945,5	14%	224,4	252,5	13%	284,7	13%	220,0	248,4	13%	280,9	13%
BNA	444,3	535,7	21%	608,0	14%	107,1	114,3	7%	126,0	10%	103,6	110,9	7%	122,9	11%
BT	268,5	314,9	17%	358,1	14%	139,5	155,3	11%	179,9	16%	138,0	153,9	12%	178,6	16%
BTE	44,4	46,6	5%	47,5	2%	1,0	-1,7	-	-4,6	-	1,1	-1,6	-	-4,5	-
STB	390,2	461,3	18%	523,6	14%	50,7	20,4	-60%	33,6	64%	23,9	-7,7	-	4,1	-
UBCI	200,3	238,3	19%	269,2	13%	43,6	50,2	15%	55,7	11%	42,9	49,5	15%	55,1	11%
UIB	290,1	338,4	17%	382,4	13%	96,2	99,6	4%	114,4	15%	92,8	95,8	3%	110,8	16%
Wifack International Bank	16,2	20,4	26%	24,8	21%	-1,7	-3,7	-	-3,3	-	-1,6	-3,7	-	-3,2	-
Secteur bancaire coté	3 704,5	4 339,3	17%	4 902,6	13%	1 066,0	1 148,3	8%	1 291,8	12%	1 025,2	1 105,2	8%	1 249,0	13%

* Retraité des éléments exceptionnels.
Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

III- Scoring & Valorisation

■ Le secteur bancaire a connu sur les deux dernières années un parcours boursier exemplaire (une performance de 56%). La croissance des bénéfices et le redressement des fondamentaux ont continué à alimenter l'intérêt des investisseurs pour le secteur.

■ Malgré le rallye boursier, le secteur reste à des niveaux globalement acheteurs (un P/E 2018e de 10,1x et un P/B 2018e de 1,6x).

■ Cependant compte tenu des fondamentaux et des profils de risque différents, une stratégie de sélection des titres s'impose.

■ Pour apprécier l'attractivité boursière des valeurs bancaires, nous avons opté pour la méthode de notation multicritères : *Scoring*. Cette approche consiste à attribuer une note pour chaque banque selon plusieurs critères fondamentaux.

■ Chaque note correspond au rang de la banque dans le secteur, au regard de chaque critère. Notre classement des banques de la cote est ainsi hiérarchisé selon un score final. Il s'agit de la somme des notes attribuées pour chaque critère.

■ Notre système de *Scoring* reposera sur les critères suivants:

1) **La dynamique commerciale:** Il s'agit d'un critère important dans notre stratégie de *stock picking*.

■ Nous privilégions les banques qui occupent une position concurrentielle forte et qui adoptent une politique de collecte et de crédit active sans pénaliser leur ratio de liquidité.

■ Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par:

- La part de marché « dépôts » à fin 2017,

- La croissance moyenne des crédits neufs :

de l'encours des crédits sur la période 2014 - 2017,

- La croissance moyenne de l'encours des dépôts sur la période 2014 - 2017,

- Le ratio de liquidité Dépôts/Crédits.

2) **Le Produit Net Bancaire (2017):** Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB et la structure de collecte les plus favorables à la hausse des taux. Cet indicateur est apprécié par:

- L'exposition à la marge d'intérêt,

- Le coût estimé des ressources,

- Le *Spread* d'intérêt estimé,

- La part des dépôts à vue dans le total dépôts.

3) **La productivité (2017):** Ce critère est mesuré par le coefficient d'exploitation et par le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions.

4) **La qualité du portefeuille (2017):** Elle est évaluée par le taux de créances classées et le taux de couverture.

5) **La rentabilité des fonds propres (prévisionnelle de 2018):** Elle est mesurée par le ROE net part du groupe.

6) **La solvabilité (2017):** Cet indicateur reflète la solidité financière d'une banque. En l'absence d'une information exhaustive sur le ratio Core Tier 1 (qui apprécie la solidité des fonds propres stricto sensu), notre analyse se limitera au ratio Tier 2; un indicateur qui tient compte des fonds propres complémentaires.

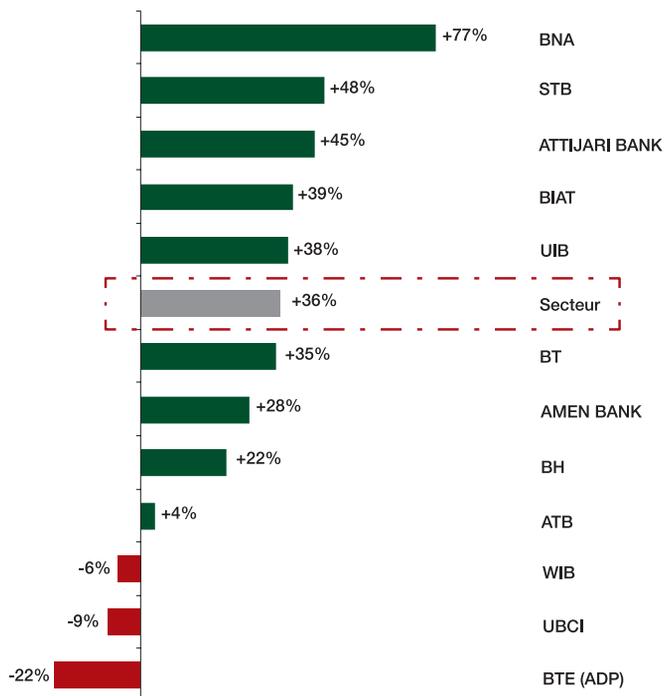
7) **Les ratios de valorisation (estimés pour 2018):** Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividendes. Pour neutraliser l'impact de la politique de provisionnement sur les fonds propres et remettre les banques sur le même pied d'égalité au niveau de la couverture, nous avons déterminé

un P/B ajusté. Ce dernier se base sur des fonds propres retraités qui sont calculés par référence à un taux de couverture uniforme de 70% pour tout le secteur. Ces retraitements incluent de surcroît les dotations de l'Etat pour la BNA et la STB. Ces « fonds » donnés par l'Etat (160MDt pour la BNA et 117MDt pour la STB) représentent une dette latente à prélever des fonds propres.

8) **La liquidité boursière (2017):** Elle est jaugée par le taux de

rotation des titres de l'année 2017 (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le capital social). Cet indicateur ne tient pas compte des transactions exceptionnelles qui ont matérialisé la sortie d'un actionnaire stratégique comme c'était le cas pour la BIAT (sortie d'Intesa San Paolo en cédant une participation de 7%) et d'Amen Bank (sortie de la SFI par la cession d'une participation de 10% dans le capital).

Performances boursières des valeurs bancaires depuis le début de l'année 2018 (au 29 juin 2018)



Source: BVMT.

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

VI- Recommandations de Tunisie Valeurs

Les résultats donnés par l'analyse *Scoring* nous permettent de classer les valeurs bancaires comme suit:

1) **Les Blue Chips:** Les banques les plus réactives de la place qui ont maintenu une politique de crédits dynamique sur les dernières années et qui affichent une collecte bon marché et les ratios prudentiels les plus solides. Ces dernières sont les plus à

même de profiter de la montée des taux, de résister à l'assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre réglementaire. Avec des fondamentaux qui se distinguent nettement de la concurrence, la **BIAT**, **Attijari Bank**, l'**UIB** et la **BT** continueraient à profiter d'un mouvement de «*flight to quality*». De quoi justifier une prime par rapport au secteur.

2) **Les valeurs sous-surveillance:** Les banques qui affichent un redressement de leurs

fondamentaux et des leviers de rentabilité partiellement exploités. Les avancées réalisées dans le processus de restructuration de la **BH** sont des éléments positifs. Cependant, nous espérons qu'une croissance aussi rapide de l'activité de la banque ne conduit pas à un dérapage au niveau de son coût des ressources. Par ailleurs, nous restons dans l'expectative d'une croissance plus vigoureuse pour l'**ATB** et l'**UBCI** et plus saine pour la **BNA** et **Amen Bank**.

3) **Les valeurs à alléger:** Les banques qui présentent un profil de risque plus élevé que la concurrence. Le contexte pénalisant avec lequel coïncide le démarrage de **Wifack International Bank**, le manque de visibilité sur les perspectives de la **BTE** et la fragilité des fondamentaux de la **STB** nous incitent à la prudence. Nous préférons réduire notre exposition sur ces valeurs en attendant des jours meilleurs.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2018e*	P/B ajusté 2018e*	Yield 2018e*	Performance 2018*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BIAT	2 820	11,4	2,4	2,6%	+39%	<ul style="list-style-type: none"> - Une capacité inégalée à collecter les ressources «bon marché» qui vaut à la banque d'afficher le meilleur coût des ressources et le <i>Spread</i> d'intérêt le plus élevé du secteur. - Une position dominante qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes. - Une bonne diversification du portefeuille de crédits: une forte exposition aux crédits aux particuliers (27% des engagements) et une faible présence sur le secteur du tourisme (5% des engagements). - Le portefeuille de créances le plus sain du secteur avec un taux de créances classées nettement inférieur à la concurrence. - Une augmentation de capital en numéraire en vue qui permettrait à la banque de regagner en solvabilité et de redoubler en agressivité commerciale. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une politique de provisionnement moins rigoureuse que par le passé. La BIAT devrait sacrifier ses bénéfices, dans les prochaines années, pour renouer avec le seuil recommandé par la BCT. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un parcours boursier sans faille depuis 2014 (une performance cumulée de 138%). Avec une capitalisation de 2,8 milliards de dinars, la BIAT concentre 23% de la capitalisation du secteur. - Le titre continue à être convoité par les investisseurs pour sa liquidité élevée et sa place incontournable dans le paysage bancaire: Un positionnement et des qualités qui justifient une prime par rapport au marché. Acheter (+)
Attijari Bank	2 057	13,7	2,8	2,4%	+45%	<ul style="list-style-type: none"> - Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité. - Une référence en matière de réactivité commerciale: une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. - Une capacité de résilience prouvée: la banque la plus rentable et la plus liquide (selon le ratio Dépôts/Crédits) du secteur coté. - 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. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un niveau de solvabilité proche du seuil réglementaire qui a amené la banque à revoir à la baisse sa politique de dividendes en 2017 (un dividende de 1,200 Dt/action contre 2 Dt en 2016). 	<ul style="list-style-type: none"> - 2^{ème} capitalisation du secteur derrière la BIAT, Attijari Bank devrait enchaîner une sixième année consécutive dans le vert. - La banque est prisée pour sa dynamique commerciale et son bilan sain. La liquidité élevée de la valeur et son profil de croissance supérieur à la concurrence en font un bon véhicule pour s'exposer au secteur bancaire. Acheter (+)

* Données au 29/06/2018

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2018e*	P/B ajusté 2018e*	Yield 2018e*	Performance 2018*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
UIB	996	10,4	1,7	2,1%	+38%	<ul style="list-style-type: none"> - Un positionnement fort sur le segment des particuliers et une dynamique commerciale confirmée. - Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt et un <i>Spread</i> d'intérêt parmi les plus élevés du secteur: meilleure posture pour profiter de la hausse des taux. - Une forte capacité génératrice de commissions avec la 2^{ème} plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur. - Une diversification saine du portefeuille de crédits: le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours de crédits de la banque (2% des engagements). - Une bonne qualité des actifs et une productivité en ligne avec le secteur. - Une rentabilité des fonds propres qui se compare favorablement à ses pairs privées (un ROE de 22% contre une moyenne de 19% pour la concurrence privée). 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne (8^{ème} rang en terme des dépôts et 7^{ème} rang en terme de crédits). - Une activité de placement en bons du Trésor timide (un encours de 94MDt, soit 2% du total actifs). - Une liquidité (Dépôts/ Crédit) nettement en retrait, comparativement à ses concurrents privés (un ratio de liquidité de 83% pour l'UIB contre 102% pour la concurrence privée). 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a connu un retour massif des investisseurs dans le sillage de la recapitalisation de 2014 (une performance de 121% depuis 2014). La trajectoire ascendante des résultats et les avancées réalisées dans l'assainissement du bilan ont été saluées par le marché. - L'UIB traite à une valorisation intéressante par rapport à ses pairs de « qualité » comparable. Le relèvement des dividendes en 2017 (à 0,650Dt par action contre 0,600Dt au titre de 2016) constitue un argument supplémentaire pour recommander le titre à l'achat. Acheter (+)
BT	1 913	12,4	2,3	4,7%	+35%	<ul style="list-style-type: none"> - Après avoir été longtemps timide au niveau de sa croissance, la BT a amorcé une stratégie commerciale plus agressive qui a commencé à porter ses fruits: une consolidation de la rentabilité et une qualité du portefeuille qui converge vers son niveau d'avant Révolution. - Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché, la BT demeure une véritable référence en terme de productivité. - Une bonne présence sur le segment des particuliers qui concentre 24% de ses engagements. - Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité de 14,2%) 	<ul style="list-style-type: none"> - Le ratio de liquidité (Dépôts/Crédits) le plus faible du secteur privé (83% contre 100% pour la concurrence privée). - Un réseau d'agences nettement moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 142 pour l'UIB et 164 pour Amen Bank). 	<ul style="list-style-type: none"> - Devançée par la BIAT puis par Attijari Bank, la BT représente, aujourd'hui, la troisième capitalisation du secteur. La banque a connu en 2018 un bon parcours boursier (une performance de 35%). Le marché semble apprécier la nouvelle orientation commerciale plus dynamique de la banque. - Une valorisation plus élevée que le secteur mais qui ne reflète pas convenablement les avantages comparatifs de la BT en termes de solvabilité et de productivité. Un rendement en dividendes soutenu par des attributions régulières d'actions gratuites. - Les retombées de la stratégie de croissance plus vigoureuse commençant à se faire sentir, la banque devrait revenir sous la loupe des investisseurs. Acheter (+).
BH	1 047	8,6	1,1	4,0%	+22%	<ul style="list-style-type: none"> - Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines). - Une courbe ascendante des résultats qui confirme la capacité de la banque à concilier les objectifs de croissance et de rigueur prudentielle. - Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits. - L'augmentation de capital de 102MDt réalisée fin 2017 devrait permettre à la banque de restaurer sa solvabilité et d'accélérer son développement. 	<ul style="list-style-type: none"> - Compte tenu de sa vocation historique de «banque immobilière», la BH continue d'afficher une structure des ressources dominée par les dépôts rémunérés ce qui pénalise son coût des ressources. Deux conclusions majeures ressortent de ce constat: 1) La BH est moins bien positionnée pour profiter de la hausse des taux, 2) Dans le contexte actuel d'assèchement des liquidités, la banque pourrait payer le prix de sa croissance rapide par un dérapage au niveau de son coût des ressources. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un parcours boursier dans le sens des publications (un rebond de 22% en 2018). - Le succès commercial et le redressement des fondamentaux de la BH ne se démentent pas. Nous restons, cependant, attentifs à l'évolution du coût des ressources de la banque. En effet, le dérapage des charges d'intérêt, visible sur le T1 2018 (progression des intérêts encourus de 58% contre une hausse des produits d'intérêt de 38%), laisse présager une érosion du <i>Spread</i> d'intérêt. - La valorisation est abordable mais nous restons dans l'expectative. Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives. Conserver (+)

* Données au 29/06/2018

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2018e*	P/B ajusté 2018e*	Yield 2018e*	Performance 2018*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
ATB	415	5,9	0,6	5,5%	+4%	<ul style="list-style-type: none"> - Une exposition historiquement élevée à l'activité de placement qui permet à la banque de booster son PNB et de préserver sa liquidité. Avec un ratio de liquidité (Dépôts/ Crédits) de 115%, l'ATB est en bonne posture pour mieux résister à un assèchement de la liquidité. - Une orientation vers une activité bancaire plus classique qui permettrait à la banque de diversifier ses sources de revenus et de modérer son exposition aux activités du portefeuille. La banque affiche, en effet, la plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur (une proportion de 34% pour l'ATB contre une part de 18% en moyenne pour le secteur) - Une bonne qualité du portefeuille. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque positionnée en milieu de tableau (7^{ème} position en terme de dépôts et 9^{ème} rang en terme de crédits). - Une croissance irrégulière des bénéfices, en raison de la volatilité du coût du risque. L'important effort de provisionnement déployé au titre de l'exercice 2017 (constatation d'une dotation supplémentaire de 23MDt après la clôture des comptes), a plombé la rentabilité (chute du résultat net par du groupe de 38%). - Une rentabilité des fonds propres et une productivité en deçà des standards du secteur privé. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque n'a pas profité de l'engouement général, suscité depuis l'été dernier, pour le secteur bancaire. La volatilité des résultats et l'absence d'une communication claire sur la stratégie de développement ont freiné la progression du titre en bourse (la banque a fait du quasi-surplace sur les deux dernières années). - La valorisation est bradée et le rendement en dividendes alléchant. Nous préférons attendre de voir les retombées de la montée en régime de l'activité du crédit promise sur les comptes <p>Conserver (+)</p>
UBCI	434	8,8	1,1	4,6%	-9%	<ul style="list-style-type: none"> - La filiale du Groupe BNP Paribas a réussi à imposer sa rigueur comme exemple: un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux de créances classées de 6% et «zéro exposition» au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte. - Une structure des dépôts des plus favorables à la hausse des taux: 60% des ressources sont constituées par des dépôts non rémunérés et un Spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur coté (3,7% contre une moyenne sectorielle de 3,4%). 	<ul style="list-style-type: none"> - 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. - Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis en 2017, l'UBCI reste de loin la banque la moins productive du secteur privé: un coefficient d'exploitation de 63% contre une moyenne de 45% pour la concurrence privée. - Un ratio de solvabilité limite (10,5%) qui contraint la banque de réviser à la baisse sa politique de dividendes (dividende 2017 en baisse de 10% à 1Dt par action, par rapport à 2016). - Une liquidité qui reste encore à améliorer (un ratio Dépôts / Crédits de 89% contre un niveau moyen de 100% pour ses pairs privés) et une rentabilité inférieure à la moyenne sectorielle (un ROE de 13% contre une moyenne de 18% pour le secteur). 	<ul style="list-style-type: none"> - Malgré un bon crû 2017, le titre peine à progresser en bourse (un recul de 9%). Si la banque affiche une bonne qualité du portefeuille, son influence reste limitée dans le secteur. Une stratégie de croissance plus dynamique devrait avoir un réel impact sur la rentabilité à long terme de l'UBCI. Attendons de voir ...mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects du titre et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), notre recommandation est : <p>Conserver (+)</p>

* Données au 29/06/2018



Valeur	Capitalisation (en MDT)*	P/E 2018e*	P/B ajusté 2018e*	Yield 2018e*	Performance 2018*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BNA	664	6,0	1,0	0,0%	+77%	<ul style="list-style-type: none"> - A l'opposé de ses consœurs publiques qui ont profité d'un plan de recapitalisation, la BNA a pleinement tiré sur sa participation dans la SFBT pour financer sa restructuration (des plus values de 286MDt entre 2015 et 2017). - Dotée de fonds propres plus solides, la banque devrait continuer à récolter les fruits de son programme de mise à niveau commerciale et se focaliser sur l'assainissement de son bilan. - Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une faible exposition au secteur agricole (une proportion de 10% dans l'encours des engagements). 	<ul style="list-style-type: none"> - Les fondamentaux de la banque continuent à subir les contrecoups d'une gestion peu rigoureuse par le passé. Des relations commerciales qui pénalisent le coût des ressources et un sureffectif impactant la productivité. - Une liquidité tendue (un ratio de liquidité de 87%) et un portefeuille de crédits parmi les plus vulnérables du secteur (un taux de créances classées de 18,4% couvertes à hauteur de 53%). 	<ul style="list-style-type: none"> - Le titre BNA a connu un rallye boursier en 2018 (une performance de 77% depuis le début de l'année). Outre les anticipations d'un bon crû 2017, l'embellie du titre a été stimulée par l'annonce d'une opération d'attribution gratuite (selon une parité d'attribution de 1/10) et la poursuite du programme de cession de la SFBT (des plus values de 45MDt depuis le début de l'année). - Sur le papier, la valorisation de la BNA est correcte, mais la qualité du portefeuille fait encore tache. Notre opinion est: Conserver (+)
Amen Bank	794	6,7	1,0	3,8%	+28%	<ul style="list-style-type: none"> - Après des années de course aux parts de marché, la banque change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan: rationalisation des octrois de crédits et désengagement des ressources chères. - La banque jouit d'une structure de PNB parmi les plus diversifiées du secteur. - La productivité reste l'atout majeur d'Amen Bank. La banque affiche le coefficient d'exploitation le plus faible du secteur (34%). - Avec un ratio de solvabilité confortable (14,2%), Amen Bank est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur. - L'appartenance de la banque au Groupe Amen, un groupe solide et diversifié, lui permettrait d'alimenter sa croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> - La qualité du portefeuille demeure le talon d'Achille de la banque. Fortement exposée aux secteurs de la promotion immobilière (14% des engagements) et du tourisme (8% de l'encours de crédits), la banque pâtit des effets de la crise sur son portefeuille de créances (un taux de créances classées de 15,1%). - Par ailleurs, au vu de la dégradation du taux de couverture (taux de couverture de 57,1%), des concessions sont nécessaires sur les futurs bénéfices pour couvrir convenablement les risques. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a connu depuis le début de l'année un bon parcours boursier (+28%). La sortie de la SFI (Société Financière Internationale) en 2017 du capital de la banque a été sans conséquence sur le cours boursier. - Avec une capitalisation de 794MDt, la valorisation du titre est correcte mais elle intègre un potentiel de croissance et une qualité du portefeuille moindre que la concurrence. Notre opinion est: Conserver (+)
WIB	207	n.s**	1,2	0,0%	-6%	<ul style="list-style-type: none"> - Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté. - Wifack International Bank opère sur une niche peu desservie, avec une faible intensité concurrentielle et offrant un important potentiel de croissance dans les prochaines années. - L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier du crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance. - L'injection de fonds propres (120MDt) opérée en 2015 et l'adossement de la banque à un partenaire technique de renom dans le métier (la Banque Islamique de Développement à travers sa filiale la SID, la Société Islamique du Développement du Secteur Privé) lui offre les bases nécessaires pour développer son activité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le lancement de l'activité coïncide avec un contexte contraignant marqué par: 1) une conjoncture en berne, 2) la rareté des financements islamiques 3) la concurrence potentielle des banques conventionnelles autorisées par la nouvelle loi bancaire de 2016 à créer des fenêtres islamiques. Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité. - La banque passe encore par une phase de transition. La restructuration institutionnelle étant finalisée, Wifack devrait gagner le pari de la croissance profitable. Un objectif qui nous semble difficile sur le court terme en raison des efforts d'investissement importants qui plombent la rentabilité. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a connu un parcours boursier décevant en 2018 dans le sillage de résultats en dessous des attentes (correction de 6%). - Avec une capitalisation de 207MDt, Wifack se traite à des niveaux de valorisation corrects. - La banque passe par une phase d'investissement lourde qu'elle mettra du temps pour rentabiliser. Ce faisant, investir dans le titre n'a de sens que si l'on raisonne sur le moyen et long terme. - Le potentiel de croissance de la banque est certain. Cependant, nous préférons réduire notre exposition sur le titre en attendant les prémices de la rentabilité. Alléger (-)

* Données au 29/06/2018

** Non significatif.



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2018e*	P/B ajusté 2018e*	Yield 2018e*	Performance 2018*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BTE (ADP)	13	n.s**	0,6	0,0%	-22%	<ul style="list-style-type: none"> - La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence. - La BTE affiche la plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (32% pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 23%). - Une bonne exposition aux crédits aux particuliers (33% des engagements); segment qui offre un gisement de rentabilité et un coût du risque moindre. - Un bon niveau de solvabilité (12,3%) qui permet à la banque de démarrer une politique commerciale plus agressive. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché de dépôts d'à peine 1% et une faible liquidité (ratio Dépôts/Crédits de 74% à fin 2017). - Si la banque affiche un bon niveau de solvabilité (ratio Tier 2 de 12,3%), sa taille reste réduite et sa capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 130MDt). - Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation de 73%). - Du fait de son exposition au secteur du tourisme (9% des engagements), la banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 17,3% couvertes à hauteur de 49,3%). Par conséquent, le coût du risque (10MDt, soit 23% du PNB en 2017), absorbe une majeure partie de la rentabilité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Devenue action ordinaire (en 2016) après deux exercices successifs de non distribution de dividendes, la BTE a connu un parcours boursier volatil ces dernières années. Après le passage au vert en 2017 (une performance de 11%), le titre a subi une débâcle (une correction de 22%), en raison de la succession d'annonces négatives: 1) Le non aboutissement de l'appel d'offres international pour la cession de la participation de l'Etat tunisien et de l'Abu Dhabi Investment Authority (un bloc d'actions de 78%). 2) La dégradation de la situation financière de la banque, impliquant une 4^{ème} «année blanche» pour les porteurs d'ADP. Rappelons que la distribution des dividendes est la vocation primaire des ADP. - Une valorisation bradée. Cependant, la capacité bénéficiaire limitée de la BTE et le manque de visibilité sur ses perspectives futures nous appellent à la prudence. Alléger (-)
STB	823	n.s**	1,4	0,0%	+48%	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a fait l'objet d'une opération de full audit qui a permis d'arrêter un plan de relance et de mettre en place un programme de recapitalisation (une injection de fonds propres de 760MDt en 2015). - L'activité intrinsèque affiche des signes de redressement pour la 2^{ème} année de suite: la banque enregistre la plus forte croissance du PNB (+26% à 390MDt) du secteur en 2017. - Un important programme de restructuration des ressources humaines (départs à la retraite et rajoinement des effectifs) qui permettrait d'améliorer la productivité et de soulager la rentabilité. - Une modernisation en cours de la gouvernance tout en restant dans le giron de l'Etat. 	<ul style="list-style-type: none"> - Des fragilités structurelles exacerbées par la conjoncture économique difficile de l'après Révolution: 1) une surexposition au secteur du tourisme, 2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur: un taux de créances classées de 24,4% couvertes à hauteur de 80%, 3) une situation critique de certaines filiales comme la BFT et la TFB qui continuent à cumuler les déficits. - Une banque sous-capitalisée, malgré l'injection de fonds propres opérée en 2015. Au vu du coût du risque élevé et de la situation des filiales, une nouvelle recapitalisation peut s'avérer nécessaire. 	<ul style="list-style-type: none"> - Après une longue période en berne (une correction de 38% sur la période 2016-2017), le titre STB a renoué avec le vert (une reprise de 48%). Ce parcours boursier inattendu va à l'encontre des réalisations modestes de la banque et de ses fondamentaux encore fragiles. - Avec une capitalisation de 823MDt, la valorisation de la banque nous semble chère. Si l'activité d'exploitation affiche des signes de redressement, de grands défis subsistent pour la STB pour réussir sa relance commerciale et nettoyer ses comptes. Nous recommandons d'alléger la position sur le titre dans une optique de prise de bénéfices. Alléger (-)
Secteur bancaire coté	12 185	10,0	1,6	2,9%	+36%	-	-	-

* Données au 29/06/2018

** Non significatif.



Rédigé le 04/05/2018

STAR

L'horizon devrait s'éclaircir davantage

En MDT	2014	2015*	2016**	2017**	2018e
Résultat technique non vie	17,2	48,3	3,2	-8,4	2,8
Variation	-	-	-93%	-362%	133%
Résultat technique vie	-0,2	3,8	-0,5	2,8	3,0
Variation	-	-	-113%	459%	5%
Résultat Net de l'exercice	22,3	73,5	15,5	7,0	19,1
Variation	-	-	-79%	-55%	171%
Résultat net de l'exercice retraité	22,3	19,3	16,7	7,7	20,6
Variation	-	-14%	-14%	-54%	166%

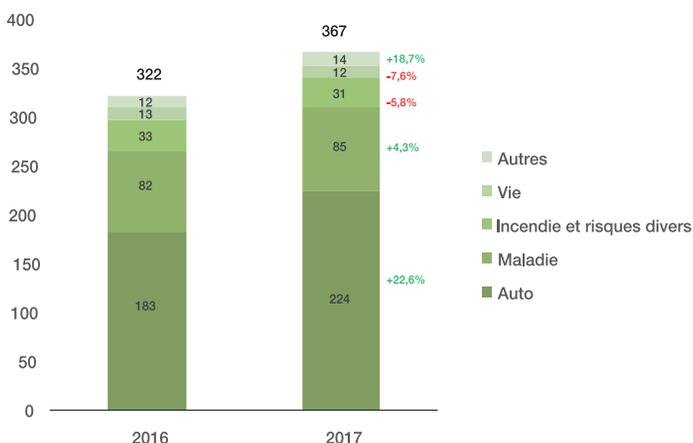
* RN 2015 retraité de la plus value exceptionnelle réalisée sur la cession des titres SFBT.
 ** RN 2016 et 2017 retraités de la contribution fiscale exceptionnelle au budget de l'État.
 Source: états financiers et estimation de Tunisie Valeurs.

I- Présentation de la compagnie

■ Fondée en 1958 à l'initiative des pouvoirs publics, STAR est la première société d'assurance et de réassurance en Tunisie.
 ■ Elle a été privatisée en 2008 suite à l'entrée dans son capital, du groupe français GROUPAMA à hauteur de 35% via une augmentation de capital. Cette recapitalisation qui s'est faite par le biais d'une injection de 132 MDT (correspondant à un prix par action de 165,4 DT), a permis à la compagnie de se conformer aux normes réglementaires de solvabilité.

■ Confiante dans son important potentiel dans le marché des assurances, GROUPAMA a accompagné la STAR dans plusieurs programmes de modernisation et de transformation: une nouvelle politique commerciale, la refonte du système d'information, l'extension du réseau, l'assainissement du portefeuille et le changement de la gouvernance.
 ■ Aujourd'hui la STAR est leader dans le secteur, sa part dans la production s'élève à 17%. Elle est qualifiée comme l'assureur principal des sociétés et institutions publiques.

Evolution des primes émises par secteur (en MDT)



II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2017

1) Les primes

■ Acteur historique du secteur de l'assurance en Tunisie, la STAR a réussi à maintenir sa position de leader avec une part de marché de 17% en 2017. La compagnie a enregistré une croissance soutenue de son chiffre d'affaires de 14% à 367 MDT.

■ Comme à l'accoutumée, c'est la branche automobile qui continue à alimenter les primes de la compagnie (61% du chiffre d'affaires total). Cela s'explique surtout par la hausse du parc automobile Tunisien.

■ La structure du chiffre d'affaires reste dominée par l'assurance Automobile et l'assurance Groupe Maladie qui représentent ensemble 84,3% de la production totale de l'assureur en 2017.

■ La croissance du Top line a été accompagnée par un effort dans la rétention* des primes passant d'un taux de 88,6% en 2016 à un taux de 90,4% en 2017.

2) Les sinistres

■ Si la production a globalement bien résisté, le constat est moins brillant du côté de la sinistralité. Cette dernière année a été l'une des plus coûteuses pour la STAR. Son taux de sinistralité s'est dégradé de 79% à 81%.

■ Etant donnée sa forte exposition sur les deux branches Automobile et Groupe Maladie, à faible valeur ajoutée, la société a prévu depuis quelques années de renforcer certaines activités porteuses en assurance comme l'assurance multirisques habitation, l'assurance dommage pour les entreprises, tout en mettant l'accent sur les produits d'assurance Vie. Mais le fruit de cette stratégie n'est pas encore suffisamment perceptible sur les comptes de la société.

Prix : 120,480 DT Acheter (+)

Etat tunisien :	38,6%
GROUPAMA :	35,0%
CTKD :	5,5%
Flottant :	20,8%

Capitalisation boursière:
278 MDT

Ratios boursiers:

P/ANR:	0,6x
PER 2018e:	13,9x
P/B 2018e:	0,9x
Yield 2018e:	2,3%
Performance 2018:	+20,5%

* Données au 04/05/2018

3) Le Résultat Technique

■ En parallèle à la sinistralité particulièrement élevée, l'exercice 2017 a été marqué par une hausse sensible des frais généraux de 66% à 52MDT. Cette hausse est liée à des efforts de provisionnement supplémentaires (suite au durcissement des règles prudentielles) et à un dérapage des frais de gestion.

■ La performance de l'assureur par branche montre un bilan contrasté:

(-) Une branche automobile déficitaire, affichant un résultat technique de -7MDT, contre un bénéfice de 2MDT en 2016.

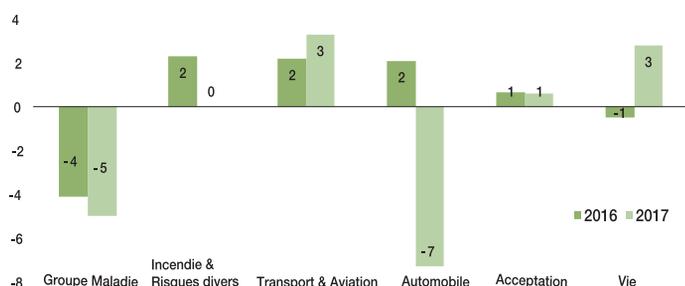
(-) Un déficit chronique de la branche Groupe Maladie de 5MDT en 2017.

(+) Une amélioration de la rentabilité de l'assurance vie, passant en territoire positif à 3MDT après une perte technique de 1MDT en 2016.

■ Le ratio combiné - qui rapporte les coûts des sinistres et les frais aux primes reçues s'est dégradé de 3,7 points par rapport à 2016, à 104,5%.

* Rétention: les primes qui ne sont pas cédées à la réassurance.

Evolution du résultat technique par branche (en MDT)



4) Le Résultat Net

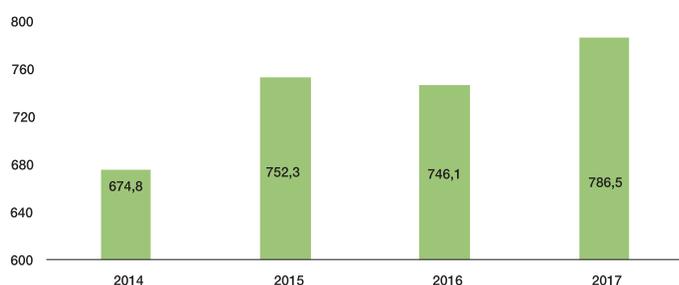
■ Nonobstant un résultat technique négatif de 5,6 MDT, le résultat net ressort positif de 7,7 MDT, bonifié par les produits financiers de la compagnie. Il reste, néanmoins, nettement en retrait par rapport à celui de l'année dernière (-54%) et à la capacité bénéficiaire historique de la STAR (une moyenne de 19,4 MDT sur la période 2014-2016).

■ Se dotant d'un actif financier dépassant les 786 MDT principalement placé dans des bons de trésor et des obligations à revenu fixe (76% du portefeuille global), la STAR profite de revenus financiers

annuels récurrents, dépassant les 70 MDT, qui lui permettent de palier aux baisses du résultat technique. L'assureur détient également des participations stratégiques dans des sociétés cotées telles que SFBT, Tunis RE, STB et BNA.

■ L'ensemble du portefeuille de la STAR recèle des plus values latentes de l'ordre de 141 MDT (essentiellement sur le titre SFBT), portant la valeur réelle du portefeuille à 927,5MDT, et consolidant davantage la capacité de la compagnie à couvrir ses provisions techniques (taux de couverture des provisions techniques par les placements de 109%).

Evolution des placements (en MDT)



III- Prévisions 2018 & Opinion de Tunisie Valeurs

■ Le nouveau management, aux commandes depuis Septembre 2017, tente de redonner un nouveau souffle à la société. Conscient des insuffisances de l'activité d'exploitation de la STAR, ses priorités portent sur la redynamisation des ventes, la sélection des risques, la diversification et la rentabilisation du portefeuille.

■ Munie d'une solidité financière assurée par l'adossement à GROUPAMA et intrinsèquement élevée avec un ratio de solvabilité 3,7 fois la marge de solvabilité réglementaire, la STAR continuera d'accroître ses efforts dans l'accompagnement des entreprises et répondre aux évolutions du marché au niveau de l'épargne retraite, l'assurance vie et l'assurance Habitation.

■ Le management s'est d'ailleurs voulu rassurant, dévoilant pour la première fois des projections sur les trois prochaines années. Il table sur une progression moyenne de 10% du chiffre d'affaires entre 2018 et 2020 pour dépasser le cap de 450MDT.

■ Côté résultat technique, l'activité de la société devrait afficher un retour à la normale à partir de 2018 grâce à la diversification des produits, à la sélection des risques et à la baisse de la sinistralité. La convalescence de la rentabilité technique se traduirait par une baisse du ratio combiné qui retrouverait l'équilibre en 2020, selon les prévisions du management.

■ Enfin du côté du bottom line, la STAR confortera sa rentabilité globale profitant à la fois du rétablissement du résultat technique ainsi que de la contribution positive des placements financiers dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Le résultat net devrait presque tripler pour atteindre 20,6 MDT à fin 2018. Le management table sur un ROE excédant les 10% à partir de 2019 soit l'équivalent d'un résultat net de 33MDT.

■ En bourse, le plan de transformation ayant pris du retard, la STAR a essuyé deux années difficiles en 2016 et 2017 cumulant une perte de 31,4%. Le titre a retrouvé des couleurs en 2018 avec une progression de 20,5% depuis le début de l'année. L'embellie de l'action a été stimulée par l'annonce de l'opération de transfert des titres détenus par «Groupama SA» dans la STAR à «Groupama Holding Filiales et Participations». La transaction faite au prix de 165,750 DT l'action a redonné la confiance aux investisseurs quant à la valorisation de la compagnie.

■ Malgré, cette progression du cours, la STAR se traite à des niveaux de valorisation intéressants: un multiple d'Actif Net Réévalué de 0,6x contre une moyenne de 1,1x du secteur Tunisien. Ces multiples sous-estiment la qualité des fondamentaux de l'assureur et son potentiel de croissance technique.

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

Sociétés d'assurance	P/ANR
SALIM	1,5
ASTREE	1,2
STAR	0,6
Moyenne du secteur Tunisien	1,1

Source : Etat financiers et estimation de Tunisie Valeur

Euro-Cycles

Miser sur l'avenir

Chiffres consolidés en mDt	2015	2016	2017	2018e	2019p	2020p
Chiffre d'affaires	74 831	80 310	83 786	73 301	83 720	94 940
Variation	-	7%	4%	-13%	14%	13%
Marge brute	24 529	27 937	28 709	25 483	29 386	33 609
Variation	-	14%	3%	-11%	15%	14%
Taux de marge brute	33%	35%	34%	35%	35%	35%
EBITDA	13 749	16 132	16 856	14 023	17 148	20 541
Variation	-	17%	4%	-17%	22%	20%
Marge d'EBITDA	18%	20%	20%	19%	20%	22%
Résultat Net Part du Groupe*	13 292	15 221	15 548	13 184	14 994	17 731
Variation	-	15%	2%	-15%	14%	18%
Marge nette	18%	18%	19%	18%	18%	19%

* Les résultats 2017 sont retraités de la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat.
Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

I- Présentation du Groupe Euro-Cycles

■ Unique producteur de vélos en Tunisie, Euro-Cycles est devenu en quelques années un opérateur industriel intégré. Une nouvelle physionomie – fruit d'une stratégie d'intégration verticale – qui a permis au groupe d'atteindre un double objectif de maîtrise des coûts et de la qualité.

■ Le marché anglais représente le principal client d'Euro-Cycles, contribuant à hauteur de 75% dans ses ventes. Conscient de sa dépendance commerciale, le groupe s'est engagé dans une démarche de diversification de ses marchés (Europe de l'Est et Afrique du Nord).

■ Euro-Cycles a réussi à se tailler une place sur un marché dominé par les producteurs asiatiques, grâce au respect des normes de sécurité les plus exigeantes (certification aux normes européennes) et à une bonne discipline logistique. Avec une part de marché de 6,1%, Euro-Cycles est le sixième exportateur mondial vers le marché européen des vélos.

■ Euro-Cycles offre une gamme assez complète de produits allant des vélos tout terrains aux vélos ville et compte dans son portefeuille de clients les maisons des cycles les

plus reconnues et les plus affirmées au monde.

II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2017

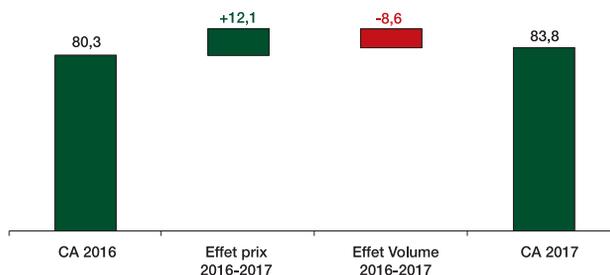
■ Bien que le Groupe ait démarré l'année sur de nouvelles ambitions, la réalité a été tout autre. Après un premier semestre bien orienté (une croissance des ventes de 14% à 46 MDt), l'activité a réduit la cadence sous l'effet de l'incendie survenu en juillet 2017.

■ Les ventes ont subi un tassement sur le deuxième semestre (un recul

de 6% à 38 MDt) tirant vers le bas les réalisations annuelles du Groupe (une croissance modeste des ventes de 4% à 84 MDt sur l'année).

■ À examiner de plus près (voir graphique ci-après), le ralentissement des revenus découle d'un décrochage au niveau des volumes (-11% sur l'année). Une évolution que le Groupe a pu amortir grâce à un contexte de change favorable (glissement du dinar de 7% par rapport au Dollar et de 20% face à l'Euro) et à une amélioration du mix-produit.

Effet Volume-Prix dans l'évolution des ventes (en MDt)



Source: Rapport d'activité du Groupe.

Prix : 27,990 DT Conserver (+)

Actionnariat

M. Habib ESSEYAH:	33%
M. Mohamed REKIK:	10%
M. Mourad GHAZI:	10%
M. Michele BERAUDO:	7%
Société MG INVEST:	6%
Fottant:	34%

Capitalisation boursière:

227 MDt

Ratios boursiers*:

PER 2019e:	15,1x
Yield 2019e:	5,4%
ROE 2017:	55%
Performance 2018:	+9%

* Données au 20/07/2018

« L'intégration industrielle croissante, la montée en capacité et le recentrage sur les produits à plus forte valeur ajoutée ont permis à Euro-Cycles d'atteindre de nouveaux paliers de rentabilité »

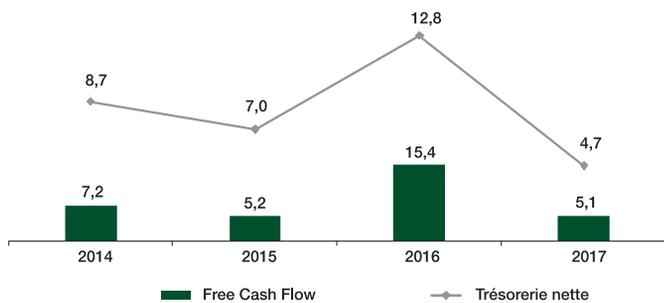
■ Selon les dires du management, l'incendie s'est propagé à partir d'une usine de recyclage de plastique voisine du site d'Euro-Cycles. Le sinistre a ravagé une unité complète de stockage de cadres, fourches et amortisseurs. Outre les dégâts matériels (d'une valeur de 2 MDt), le feu a généré des perturbations au niveau de la production et des annulations de commandes pour 8,5 MDt.

■ Malgré la décélération de l'activité, Euro-Cycles a réussi tant bien que mal à défendre ses marges. La marge brute a légèrement régressé mais elle s'est maintenue à des niveaux appréciables (34,3% contre une moyenne de 34% sur les trois dernières années). La bonne maîtrise des charges d'exploitation (la masse salariale et les autres charges d'exploitation ont marqué le pas à 4,8 MDt et à 7 MDt respectivement), lui a valu de stabiliser sa marge d'EBITDA à 20%.

« Le glissement du dinar et l'amélioration du mix-produit ont permis au groupe de neutraliser la baisse des volumes et de sauvegarder ses marges »

- La principale carence dans les comptes de 2017 réside dans la baisse des cash flow. Ces derniers ont été ramenés à leur niveau de 2015 du fait de l'allongement des délais clients et des efforts de reconstitution des stocks ravagés par l'incendie.
- Malgré le repli de la trésorerie, le Groupe continue toujours à afficher un bilan sain (un gearing de -11%) qui lui permet d'autofinancer ses investissements et de rémunérer généreusement ses actionnaires (un payout de 86% en 2017).

Evolution du Free cash flow et de la trésorerie nette entre 2014 et 2017 (en MDt)



Source: Etats financiers consolidés

Côté rentabilité nette, 2017 s'est inscrite sous le signe de la consolidation pour Euro-Cycles. Le Groupe a pu récupérer le montant de l'indemnité d'assurance incendie (une enveloppe 2 MDt) ménageant, ainsi, sa capacité bénéficiaire. Le résultat net s'est établi à 15,5 MDt (contre un bénéfice de 15,2 MDt, en 2016, hors contribution conjoncturelle au budget de l'Etat).

III- Prévisions & Perspectives d'avenir

Malgré une année 2017 difficile, le management s'est montré confiant dans les perspectives d'avenir du Groupe. La stratégie de développement dévoilée par le management comporte trois axes majeurs:

- Le développement du vélo électrique: Face au ralentissement de la demande sur les vélos loisirs en Europe (repli de 9% en 2017 en raison de la concurrence croissante des réseaux de location de vélos en libre-service), le management compte faire du

vélo électrique son futur relais de croissance. Ce produit « premium » rencontre un succès grandissant en Europe et affiche des niveaux de marges bien supérieures à celles du vélo classique. Après deux années d'investissement, la société est parvenue à développer trois gammes couvrant tous les segments de clientèle (vélo enfant, vélo tout terrain et vélo urbain).

La commercialisation de ce produit devrait démarrer au deuxième semestre 2018. Selon le management, la montée en puissance du vélo électrique ira de pair avec la poursuite de la montée en gamme sur les vélos classiques (ciblage accru des vélos urbains).

- La focalisation sur les marchés historiques: L'accès au marché américain s'étant avéré plus difficile que prévu, le management décide d'orienter ses efforts de prospection vers les marchés historiques du Groupe (Angleterre, Allemagne, Espagne et Pologne).

- Le partenariat avec Décathlon: Le Groupe avance à grands pas dans ses négociations avec DECATHLON (acteur mondial de premier plan dans la distribution des articles de sport) pour développer une plateforme de distribution des vélos. Cette alliance permettrait à Euro-Cycles, de se déployer sur les marchés de l'Afrique du Nord avant de pénétrer le marché français.

Le partenariat avec Décathlon générerait des recettes potentielles de 6 à 8 MDt sur les trois prochaines années.

Lors de la dernière AGO, le management a annoncé un nouveau Business Plan, s'attendant à :

1) **Une année 2018 de consolidation:** durant laquelle Euro-Cycles s'emploierait à reconstituer son portefeuille de clients après les annulations de commandes occasionnées par l'incendie. Les ventes de la société mère devraient s'établir à 80MDt (une baisse estimée de 4% par rapport à 2017).

2) **Une accélération de la cadence à partir de 2019:** L'activité retrouvera sa pleine forme, portée par la reprise des ventes des vélos classiques et la montée en régime des vélos électriques. Les projections du management tablent sur une progression moyenne des ventes de 12% entre 2018 et 2020 pour dépasser le cap de 100MDt.

A notre avis, compte tenu des réalisations semestrielles de la société mère (repli des ventes de 23% à 35% à fin juin 2018), l'année 2018 s'annonce plus difficile pour Euro-Cycles. Nous nous attendons, ainsi à une régression des ventes de 13% à 73 MDt. Le résultat net part du groupe devrait quant à lui, s'établir à 13 MDt (en repli de 15% par rapport à 2017)

III- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

Sur les deux dernières années, le cours du titre Euro-Cycles a été particulièrement volatile. Après la dégringolade de 2017 (une contre performance de 30%), la valeur s'est légèrement ressaisie (+9% depuis le début de 2018).

En se référant à la valorisation actuelle du titre sur le marché (P/E 2019 de 15,1x), nous pensons que l'investissement dans Euro-cycles devrait de plus en plus se baser sur un horizon long termiste pour récolter les fruits de tous les projets annoncés.

Nous recommandons de « conserver le titres avec des perspectives positives »

« La valorisation d'Euro-Cycles nous semble correcte. Les perspectives restent positives en raison de la qualité des fondamentaux et de la croissance potentielle qui proviendrait des nouveaux projets »



Rédigé le 26/06/2018

LILAS

L'internationalisation en Afrique à l'épreuve

En MDT	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	289,8	323,1	339,2	373,4	422,3	518,4
<i>Variation</i>	-	11%	5%	10%	13%	23%
Marge Brute	106,4	124,0	137,3	154,2	169,3	206,2
Taux de marge Brute	36,7%	38,4%	40,5%	41,3%	40,1%	39,8%
EBITDA	46,2	56,3	64,7	72,1	79,8	99,8
<i>Variation</i>	-	22%	15%	11%	11%	25%
Marge d'EBITDA	15,9%	17,4%	19,1%	19,3%	18,9%	19,3%
Résultat net part du groupe retraité	17,7	26,4	34,5	24,6	35,9	42,0
<i>Variation</i>	-	49%	31%	-29%	46%	17%
Marge nette	6,1%	8,2%	10,2%	6,6%	8,5%	8,1%

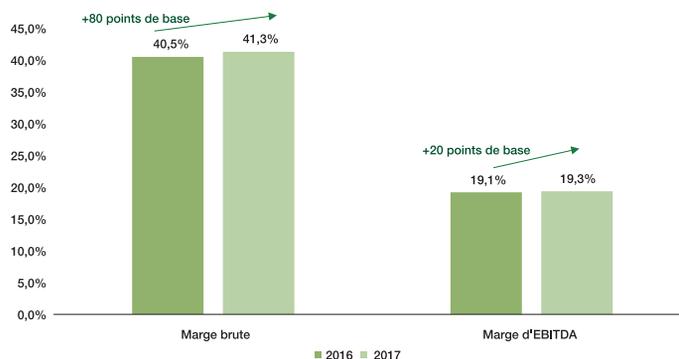
* Résultat net 2016 retraité de la contribution fiscale conjoncturelle
Source : Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

I- Présentation du Groupe SAH Lilas

- Créée en 1994 par Madame Jalila Mezni, la société SAH (Société d'Articles Hygiéniques) est l'un des fleurons de l'économie tunisienne.
- Initialement lancée dans la fabrication des serviettes hygiéniques sous la marque 'Lilas', la société a connu un développement considérable au fil des années. Elle assure actuellement la production de couches bébés, les produits d'hygiène féminine, les produits en papier et les produits d'incontinence adulte.
- Depuis 2007, le groupe a étendu ses activités sur les marchés limitrophes via l'installation d'unités de production (Algérie, Libye, Côte d'Ivoire) et de distribution (Maroc). Aujourd'hui, le groupe SAH réalise environ 40% de son CA en dehors du territoire tunisien.
- Dans le cadre de sa stratégie d'intégration en amont et de maîtrise de coûts, SAH s'est lancé depuis 2013 dans la fabrication du Ouate de cellulose à travers sa filiale « Azur Papier ».
- En 2016, le fonds d'investissement « Abraaj » fait son entrée au capital de SAH afin d'accélérer l'internationalisation du groupe notamment en Afrique subsaharienne.

II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2017

- Poursuivant sa percée commerciale, LILAS a enregistré une croissance soutenue de son chiffre d'affaires (+10% à 373MDT). Une évolution fruit d'une diversification des marchés à l'export et d'une stratégie commerciale agressive sur le marché local.



- La résilience de la rentabilité opérationnelle a profité: i) des efforts d'intégration en amont via l'augmentation de la capacité de production d'Azur Papier, ii) d'une augmentation des prix de vente, iii) d'une diversification des fournisseurs de matières premières.
- Le constat est tout autre au niveau du bottom line. Outre la politique intensive d'investissement adoptée (une enveloppe de 185MDT

- Le groupe a réalisé une croissance aussi rapide de son EBITDA (+11% à 72,1MDT), soit un taux de marge de 19% stable par rapport à 2016; et ce malgré une conjoncture difficile marquée par une flambée des prix des matières premières et une dépréciation continue du dinar.

- sur les 5 dernières années) et qui s'est matérialisée par des amortissements importants et de la hausse de la dette (215 MDT à fin 2017), le groupe s'est heurté à des charges financières exceptionnelles (d'un montant de 19MDT) liées aux fluctuations du taux de change. Ces charges ont lourdement pesé sur le résultat net du groupe, qui a reculé de 29% à 24,6MDT.

Prix : 14,500DT
Acheter (+)

Actionnariat

JM Holding*: 67%
SQM Frontier Master Fund: 5%
Public: 26%
Participation étrangère: 19%

Capitalisation boursière:

773 MDT

Ratios boursiers*:

PER 2018e: 21,4x
VE/EBITDA 2018e: 9,6x
Yield 2018e: 0%
Performance 2018: -9,1%
ROE 2017: 16%

* Holding détenu conjointement par Mme Jalila MEZNI et le fonds d'investissement 'Abraaj Group'

Périmètre du Groupe % de détention

Logo	SAH Tunisie - 1994	Société mère
	SAH Algérie - 2007	70%
	SAHD Algérie - 2010	36%
	SAH Libye - 2009	60%
	SAH Maroc - 2010	100%
	Azur Papier - 2011	100%
	Côte d'Ivoire - 2016	100%
	Azur Détergent-2016	100%

REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

En MDT	2014	2015	2016	2017
Cash Flow d'exploitation	33,3	27,1	27,7	-25,3
Investissements	31,7	16,7	28,2	64,9
Free Cash Flow	1,6	10,4	-0,4	-90,3
Dette nette	113,4	116,8	125,8	215,4
ROE	19%	23%	26%	16%

■ La chute des résultats qui a coïncidé avec l'accélération du programme d'investissement a contraint la société à puiser dans sa réserve de trésorerie. Ajouté à cela une augmentation importante du BFR (passé de 30% en 2014 à 55% du chiffre d'affaires en 2017), la société se retrouve aujourd'hui contrainte à recourir massivement à des financements court terme pour « fluidifier » sa trésorerie. Le gearing s'est élevé à 103% en 2017.

■ Même si en apparence élevé, ce niveau d'endettement n'est pas préoccupant dans la mesure où le retour sur investissement ne devrait pas tarder à se concrétiser.

III- Prévisions 2018 & Opinion de Tunisie Valeurs

■ L'année 2018 devrait profiter des retombées:

- 1) D'une année pleine d'exploitation de la filiale Ivoirienne;
- 2) D'une réduction de l'exposition sur le marché Libyen et ses risques de change;
- 3) De l'entrée en exploitation en septembre de l'activité « Détergents », qui profitera des synergies liées au réseau de distribution.

■ Pour 2018, nous tablons sur une croissance de 13% du chiffre d'affaires consolidé à 422 MDT et un résultat net part du Groupe de 36MDT (+46% par rapport à 2017).

■ S'agissant des perspectives à plus long terme, le management s'est montré tout aussi confiant et a dévoilé sa stratégie de développement qui s'articule autour de trois axes majeurs:

- L'intégration en amont:

La capacité de production d'Azur Papier étant arrivée à saturation, un investissement d'un montant de 80MDT est prévu pour installer une deuxième ligne de production et doubler de capacité. Cet investissement permettra de répondre aux besoins croissants du groupe en ouate de cellulose

et offrira un potentiel additionnel d'amélioration des marges. L'entrée en exploitation est prévue pour Avril 2019.

- La poursuite de l'internationalisation:

L'usine implantée en Côte d'Ivoire étant entrée en exploitation en fin d'année 2017, un investissement complémentaire est prévu visant à compléter la gamme LILAS commercialisée et lui permettant de concurrencer les acteurs historiques régionaux.

Une autre implantation est prévue au Sénégal pour un investissement de 15MDT. Elle entrera en exploitation en avril 2019.

- La diversification des métiers:

Le groupe s'est lancé dans un nouveau segment, celui des détergents (en poudre et liquide) sous la marque LILAS (80MDT d'investissement) dont l'entrée en exploitation est prévue en septembre 2018 avec effet

plein en 2019. L'activité semble aussi rentable que celle exercée aujourd'hui et offre un potentiel intéressant.

■ Après avoir réalisé un parcours boursier exemplaire en 2017, LILAS a subi un retournement de tendance (une contreperformance de 9% depuis le début de l'année). Actuellement, le groupe est valorisé à 773MDT soit un PER 2018e de 21,4x et un VE/EBITDA 2018e de 9,6x. Des niveaux de valorisation en apparence élevés, mais qui se comparent favorablement à la moyenne internationale (un PER2018e de 21,3x de et un VE/EBITDA2018e de 12,1x).

■ Compte tenu du caractère défensif de la valeur ainsi que son potentiel de croissance latent notamment en Afrique, **nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.**

Société	Pays	PER 2018e	VE/EBITDA 2018e
The Procter & Gamble Company	USA	16,9	11,5
Procter & Gamble	Inde	57,8	35,9
Kimberly-Clark de Mexico SAB	Mexique	22,5	12,7
Kao Corp.	Japan	25,9	13,5
KP Tissue Inc.	Canada	20,1	0,7
Svenska Cellulosa Aktiebolaget	Suède	27,6	16,3
C&S Paper Co., Ltd.	Chine	27,1	16,6
Suominen Yhtymä Oyj	Finlande	18,9	8,2
Sappi Limited	Afrique du Sud	10,7	6,5
Ontex Group N.V.	Belgique	13,8	9,7
Médiane internationale		21,3	12,1
LILAS	Tunisie	21,4	9,6

Source: Infinancials



Rédigé le 24/07/2018

UNIMED

Une Valeur refuge et à potentiel de développement

En MDT	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	57,6	59,5	64,9	70,3	81,0	92,9
<i>Variation</i>	-	3%	9%	8%	15%	15%
<i>dont local</i>	33,7	38,5	40,8	44,0	47,5	53,7
<i>Variation</i>	-	14%	6%	8%	8%	13%
<i>dont export</i>	23,9	21,0	24,1	26,4	33,5	39,2
<i>Variation</i>	-	-12%	15%	9%	27%	17%
Marge brute	36,5	36,1	36,1	41,1	48,4	55,7
Taux de marge brute	63%	61%	56%	58%	60%	60%
EBITDA	23,3	22,2	19,8	22,0	26,8	31,8
<i>Variation</i>	-	-5%	-11%	11%	22%	19%
Marge d'EBITDA	40%	37%	31%	31%	33%	34%
Résultat net (ordinaire)	12,4	13,1	11,9	12,5	15,2	17,1
<i>Variation</i>	-	6%	-9%	5%	22%	12%
Marge nette	21%	22%	18%	18%	19%	18%

Source : Etats financiers et prévision de Tunisie Valeurs

Prix : 8,800DT
Acheter (+)

Actionnariat

Ridha Charfeddine:	54,2%
CTKD:	12,3%
Groupe BLAKENEY	9,2%
SQM Frontier Master Fund:	7,0%
Public:	17,3%

Capitalisation boursière:

282 MDT

Ratios boursiers:

PER 2018e:	18,5x
VE/EBITDA 2018e:	10,5x
Yield 2018e:	2,6%
Performance 2018:	+12,1%
ROE 2017:	18%

I. Présentation de la société UNIMED

■ Créée en 1989 par M. Ridha CHARFEDDINE, Unimed est une société pharmaceutique leader sur le marché des produits stériles (les solutions et poudres injectables, les solutions Ophta – ORL, les collyres et les solutions de perfusion) avec une part de marché de 27%.

■ Les produits d'Unimed se regroupent en deux principales familles :

- Les médicaments génériques: Il s'agit de la production et la commercialisation de médicaments sous la propre marque d'UNIMED.
- Les médicaments façonnés (sous-traitance) : Ce sont des médicaments fabriqués pour le compte de laboratoires tiers,

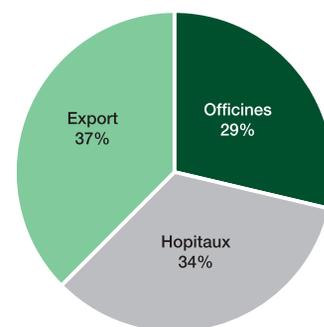
donneurs d'ordre. Unimed a conclu plus d'une vingtaine de contrats pour le compte de laboratoires étrangers et locaux pour la production de médicaments.

■ UNIMED dispose de 6 sites de production et de 390 AMM (Autorisation de Mise sur le Marché) enregistrées, dont plus de la moitié (209 AMM) sont enregistrées sur le marché local.

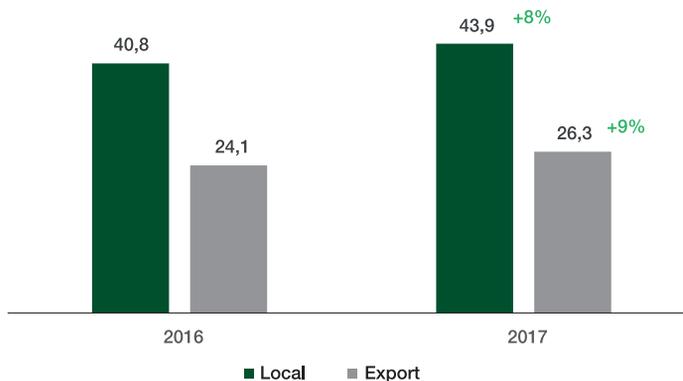
II. Faits & éléments saillants de l'exercice 2017

■ UNIMED a affiché en 2017, une consolidation de ses ventes (+8%) franchissant le cap de 70MDT. La croissance a émané: i/ d'un effet prix sur les ventes à l'export profitant de l'appréciation de l'Euro et ii/ de la reprise de l'activité sur le marché local coïncidant avec l'entrée en exploitation des nouvelles AMM.

Structure du Chiffre d'affaires par marché (Année 2017)



Evolution du Chiffre d'affaires (en MDT)



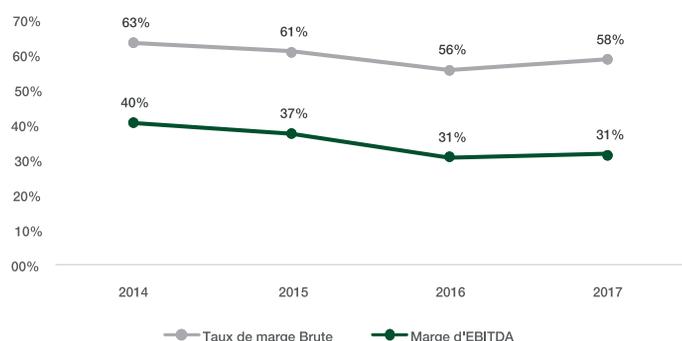


REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2018

■ Malgré un contexte pénalisant en matière d'approvisionnement, la société est parvenue à améliorer sa marge brute de 3 points de taux grâce à un meilleur recentrage sur les ventes à l'export.

Evolution des marges



■ L'évolution au niveau de l'EBITDA a été moins rapide (+11% à 22 MDT), pénalisée par le dérapage des charges d'exploitation (+17% à 19,1MDT).

■ Au niveau du bottom line, le résultat net a certes progressé par rapport à 2016, mais à un rythme moins soutenu que l'activité d'exploitation (+5% à 12,5 MDT). Ceci est expliqué par la politique intensive d'investissement adoptée qui s'est

matérialisée par des dotations aux amortissements importants (7MDT).

■ Profitant d'une activité d'exploitation qui dégage des cashflow confortables, la société a un faible recours à la dette (un gearing de -7%) et une position cash de 10MDT. Un atout en plus pour la société pour financer ses programmes d'investissement et saisir les opportunités de croissance qui pourrait se présenter.

En MDT	2014	2015	2016	2017
Cash Flow d'exploitation	16,0	11,3	21,1	14,5
Investissements	7,2	6,1	8,1	13,6
Free Cash Flow	8,8	5,2	13,0	0,9
Dette Nette	-7,7	-7,7	-11,8	-5,5
ROE	22%	21%	17%	18%

■ Ayant investi une enveloppe de près de 35MDT sur les 4 dernières années et présentant un bilan sain sans dettes, est une performance en soi ! Cap maintenant sur la rentabilité, le groupe a fait preuve d'une bonne performance en 2017 qui devrait se consolider davantage dans l'avenir.

III. Prévisions 2018 et Opinion de Tunisie Valeurs

■ La croissance d'Unimed émanera d'une 'diversification marchés'

et d'un 'effet prix' sur les ventes à l'export. Des contrats ont été conclus en début d'année avec de nouveaux clients et sur de nouveaux marchés, dans la région MENA. Ainsi, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires global de 15% en 2018 à 81MDT et d'une progression du résultat net de 22% à 15,2MDT.

■ D'ailleurs, les objectifs stratégiques de la société dans les prochaines années consistent à consolider davantage l'activité export et

renforcer ses partenariats à l'étranger, notamment au Soudan. Le challenge d'Unimed est, alors, de renforcer la R&D et l'innovation pour être à la pointe de la technologie et des exigences qualité.

■ Le vaste plan d'investissement prévu sur la période 2016-2019 pour un montant total de 82MDT devrait s'accélérer à partir de cette année. Les principaux projets en cours sont :

- La mise en place de lignes de production et de conditionnement automatique (55,2MDT),

- La construction d'un nouveau Bloc (9,3MDT),

- L'acquisition du matériel pour le nouveau laboratoire (2MDT),

- L'installation d'un système de tri-génération de l'énergie (3,6MDT) dont le démarrage de l'exploitation est prévu en août 2018,

- La mise en oeuvre d'un projet de sérialisation (3MDT).

■ Nous voyons dans Unimed une opportunité de placement intéressante sur le moyen terme. Le positionnement sectoriel et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns; les perspectives de croissance à l'international sont claires.

■ Une carence est, néanmoins, à relever et à suivre de près dans les comptes de la société. C'est sa forte dépendance de la pharmacie centrale tunisienne, qui est en

proie à un lourd déficit causé par les impayés que lui doivent les caisses sociales. Unimed réalise un tiers de son chiffre d'affaires avec les hôpitaux publics. Cette situation est pénalisante pour Unimed. Elle génère un manque à gagner tant au niveau de la trésorerie que de la rentabilité (des risques de retards de paiements).

■ Introduit au cours de 11,800Dt, le titre Unimed a connu un parcours boursier mitigé évoluant au rythme des performances réalisées. Sanctionnée par la dépréciation du dinar et la dégradation des marges, la valeur a entamé un trend baissier qui s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année 2017 (baisse de 11,4%). Le titre s'est largement rattrapé, par la suite, pour cumuler un gain de 12,1% au titre de l'année 2018.

■ Actuellement, la société est valorisée à 282MDT soit un PER 2018e de 18,5x et un VE/EBITDA 2018e de 10,5x. Des niveaux de valorisation en apparence élevés, mais qui se comparent favorablement à la moyenne internationale (un PER 2018e de 22,0x de et un VE/EBITDA 2018e de 12,3x).

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

Company	Pays	P/E 2018e	EV/EBITDA 2018e
Aspen Pharmacare Holdings	Afrique du Sud	13,9	11,3
Eagle Pharmaceuticals Inc.	USA	20,1	16,5
Lupin Limited	India	23,8	12,9
Hikma Pharmaceuticals Plc	UK	20,8	11,7
Guangzhou Baiyunshan Pharmaceu...	Chine	23,2	16,1
Akorn Inc.	USA	30,4	16,7
Teva Pharmaceutical Industries Limited	Israel	8,3	11,0
Adwya	Tunisie	24,0	10,3
Médiane Internationale		22,0	12,3
Unimed	Tunisie	18,5	10,5

Source: Infiniticals

Stock Guide du Marché Principal

	1 Dt = \$0.36 □ 0.31	Cours 31/08/18 Dt	Nombre hebdo d'actions Milliers	Volume hebdo Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur d'Entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA		ROE 2017 (%)	Bénéfice par Action		
							2016 (x)	2017 (x)	2016 (x)	2017 (x)		2016 Dt	2017 Dt	2018e Dt
Industrie & Services														
Agro-alimentaire														
SFBT		24,650	165 000	4,379	4 067	4 032	4,4	4,0	15,7	14,0	28%	0,830	1,043	1,145
ELBEN INDUSTRIE		3,590	10 000	0,000	36	78	0,9	0,8	16,2	14,8	neg	-0,691	-0,450	-0,280
SOPAT		2,040	27 861	0,194	57	77	1,2	1,1	n.s	n.s	neg	-0,281	-0,166	-0,054
DELICE HOLDING		17,800	54 907	0,061	977	1 045	1,4	1,3	11,5	11,5	32%	0,672	0,703	0,829
Distribution														
MAGASIN GENERAL		38,070	11 461	0,500	437	723	0,7	0,8	11,0	10,9	neg	0,506	0,908	0,721
MONOPRIX		10,000	19 969	0,081	200	305	0,6	0,5	12,4	10,6	neg	0,092	-0,061	-0,056
Pharmaceutique														
SIPHAT		3,910	1 800	0,003	7	17	0,4	0,4	43,8	n.s	neg	-2,094	-2,378	-2,500
ADWYA		5,800	20 592	0,148	119	151	1,7	1,6	12,9	10,1	15%	0,133	0,239	0,248
UNIMED		8,200	32 000	0,096	262	255	3,9	3,6	12,6	11,6	18%	0,345	0,392	0,476
Chimie														
AIR LIQUIDE		86,000	1 459	0,031	125	138	1,9	1,7	7,7	6,6	20%	4,365	6,037	6,339
ALKIMIA		35,000	1 947	0,000	68	118	0,9	0,7	n.s	n.s	neg	-5,214	-10,003	-8,037
ICF		98,000	2 100	1,001	206	194	2,7	1,6	34,5	10,3	22%	0,191	7,112	10,952
Composants Automobile														
ASSAD		8,630	12 000	0,272	104	147	1,5	1,2	9,7	6,0	22%	0,232	0,775	0,833
GIF		1,250	10 564	0,062	13	18	1,5	1,3	n.s	15,8	neg	-0,222	-0,061	-0,112
STIP		1,940	4 208	0,000	8	208	4,0	6,4	n.s	n.s	neg	-2,377	-2,377	-0,832
Distribution Automobile														
ARTES		6,700	38 250	0,225	256	98	0,7	0,4	4,9	2,5	28%	0,768	0,926	0,771
ENNAKL		11,700	30 000	0,080	351	323	0,7	0,8	6,3	8,9	24%	1,054	0,971	0,756
City Cars		11,800	13 500	0,029	159	132	0,7	0,8	6,1	6,9	51%	1,067	1,097	0,959
UADH		1,700	36 954	0,025	63	128	0,3	0,3	6,4	3,9	7%	-0,010	0,125	0,101
Immobilier														
ESSOUKNA		2,970	5 051	0,045	15	45	3,0	2,1	10,6	7,7	6%	0,302	0,395	0,398
SIMPAR		31,890	1 100	0,003	35	169	2,8	3,1	9,5	11,5	1%	3,065	0,915	4,292
SITS		2,130	15 600	0,029	33	86	8,4	5,8	56,7	32,4	0%	-0,061	0,006	-0,035
Industrie														
CIMENTES DE BIZERTE														
SOTUVER		8,280	27 254	0,802	226	262	5,0	3,9	16,6	11,0	21%	0,229	0,368	0,477
SOMOCER		1,320	40 656	0,215	54	193	1,9	1,7	13,6	6,9	6%	-0,112	0,081	0,085
TPR		5,100	50 000	0,452	255	266	2,1	1,7	12,0	9,8	18%	0,186	0,307	0,327
Euro-Cycles														
LILAS		22,700	8 100	1,339	184	179	2,1	2,1	10,6	10,6	55%	1,768	1,919	1,628
LILAS		13,000	57 144	0,562	743	807	2,5	2,2	13,3	11,4	15%	0,582	0,431	0,629
MPBS		3,600	7 103	0,104	26	33	0,7	0,6	7,7	5,0	10%	0,226	0,393	0,352
SOTIPAPIER		5,000	27 942	2,278	141	147	2,1	1,9	11,0	9,3	23%	0,236	0,333	0,335
SAM		3,050	4 635	0,141	14	16	-0,1	1,0	n.s	6,1	16%	0,474	0,287	0,433
Holding														
PGH		11,800	180 004	0,545	2 124	3 459	1,9	1,8	12,2	11,8	22%	0,504	0,768	0,602
OTH		17,640	53 600	1,058	946	986	1,7	1,4	16,0	13,8	17%	0,502	0,784	0,951
Divers														
ELECTROSTAR														
SIAME		1,790	4 288	0,017	8	68	1,3	1,2	8,0	97,0	n.s	-1,571	-3,652	-4,315
SIAME		2,330	14 040	0,346	33	43	1,0	0,9	10,8	6,6	10%	0,088	0,173	0,181
SOTIETEL		3,750	4 637	0,040	17	31	0,6	0,7	6,0	4,9	36%	0,312	1,296	0,328
SOTRAPIL		19,570	4 138	0,282	79	50	4,6	3,3	8,1	5,2	19%	0,840	1,503	1,571
SOTUMAG		2,300	13 200	0,070	30	23	1,8	1,9	4,9	5,1	16%	0,192	0,233	0,243
STEO		5,000	1 400	0,000	7	82	0,9	0,9	10,4	5,7	4%	-0,616	0,357	0,571
TELNET Holding		11,000	11 028	0,235	121	102	3,0	2,3	24,6	13,8	115%	0,267	1,549	0,507
TUNISAIR		0,550	106 199	0,075	58	882	0,8	0,6	20,1	19,2	n.s	-1,851	-1,412	-1,017
CELLCOM		1,600	4 462	0,005	7	15	0,2	0,4	3,1	9,8	neg	0,158	-0,300	-0,201
Bancaire														
AMEN BANK														
ATB		31,900	26 481	0,159	845	-	-	-	-	-	16%	3,473	4,248	4,240
ATB		4,200	100 000	0,300	420	-	-	-	-	-	5%	0,478	0,316	0,668
BH		20,330	47 600	1,148	968	-	-	-	-	-	18%	1,738	2,300	2,400
BIAT		174,000	17 000	2,218	2 958	-	-	-	-	-	25%	11,335	12,297	13,821
BNA		19,800	35 200	7,526	697	-	-	-	-	-	24%	4,232	5,541	4,225
ATTUARI BANK		53,300	40 742	3,244	2 172	-	-	-	-	-	34%	2,570	3,266	3,502
BT		8,500	225 000	1,161	1 913	-	-	-	-	-	22%	0,438	0,594	0,651
BTE (ADP) ⁽¹⁾		12,610	1 000	0,014	13	-	-	-	-	-	0%	0,419	0,144	-0,349
WIFACK INTERNATIONAL BANK		6,880	30 000	0,638	206	-	-	-	-	-	neg	0,177	-0,055	-0,123
STB		5,150	155 375	0,431	800	-	-	-	-	-	5%	0,055	0,161	-0,055
UBCI		31,500	20 002	0,005	630	-	-	-	-	-	13%	1,581	1,956	2,316
UIB		35,400	32 560	10,103	1 153	-	-	-	-	-	22%	2,072	2,492	2,567
Financ														
Leasing														
ATL		3,190	25 000	0,097	80	-	-	-	-	-	15%	0,320	0,426	0,402
CIL		15,600	5 000	0,001	78	-	-	-	-	-	1%	1,773	2,371	2,163
ATTUARI LEASING		17,710	2 750	0,030	49	-	-	-	-	-	17%	1,880	2,354	2,279
TUNISIE LEASING		19,800	9 000	0,124	178	-	-	-	-	-	8%	1,396	1,319	1,325
Modern Leasing		3,330	7 000	0,004	23	-	-	-	-	-	8%	0,347	0,448	0,500
Hannibal Lease		8,490	8 036	0,005	68	-	-	-	-	-	16%	0,934	1,060	1,112
Best Lease		1,870	30 000	0,000	56	-	-	-	-	-	15%	0,186	0,237	0,236
Assurances														
ASTREE														
SALIM		33,510	6 000	0,001	201	-	-	-	-	-	15%	2,298	2,505	2,682
STAR		26,300	2 860	0,009	70	-	-	-	-	-	14%	1,926	2,311	2,145
TUNIS RE		132,500	2 308	0,191	306	-	-	-	-	-	2%	6,719	3,054	8,667
TUNIS RE		6,180	20 000	0,059	164	-	-	-	-	-	7%	0,795	0,614	0,925
Sociétés d'investissement														
PLACEMENTS DE TUNISIE														
TUNINVEST ⁽²⁾		41,000	1 000	0,000	41	-	-	-	-	-	14%	2,127	1,951	1,500
SPDIT		6,740	966	0,001	7	-	-	-	-	-	6%	0,196	0,285	0,381
SPDIT		10,200	28 000	0,012	286	-	-	-	-	-	44%	0,573	0,626	0,600
SECTEUR														
			Indice	Volume	Capitalisation	Valeur du	VE/CA		VE/EBITDA		ROE			
			Sectoriel	hebdo	Boursière	Secteur	2016	2017	2016	2017	2017			
				Millions Dt	Millions Dt	Millions Dt	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)			
Bancaire			505,3	28,987	12 773	-	-	-	-	-	18%			
Agro-alimentaire			516,7	4,634	5 137	4 187	2,9	2,7	14,6	13,4	28%			
Chimique			270,1	1,032	399	450	1,6	1,2	19,4	14,6	21%			
Pharmaceutique			243,3	0,151	389	424	2,2	2,1	13,1	11,8	17%			
Industrie			154,3	5,893	1 760	2 182	2,4	2,2	13,8	8,4	18%			
Sociétés d'investissement			741,9	0,014	333	-	-	-	-	-	34%			
Distribution			623,7	0,581	637	1 028	0,7	0,7	11,4	10,8	n.s			
Leasing			603,1	0,261	532	-	-	-	-	-	13%			
Assurances			680,3	0,260	740	-	-	-	-	-	6%			
Composants Automobile ⁽³⁾			236,8	0,334	117	373	1,5	1,2	8,5	5,3	22%			
Distribution Automobile			106,0	0,358	829	553	0,6	0,5	5,9	5,3	24%			
Immobilier			171,1	0,076	83	299	3,5	3,3	13,0	13,0	2%			
Holding			231,9	1,602	3 070	4 444	1,8	1,7	12,9	12,2				

Stock Guide du Marché Alternatif et Hors Cote

1 Dt = S0,36 c.0,31	Cours 03/09/18 Dt	Nombre d'actions Milliers	Volume Hebdo Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur d'entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA		ROE (%)	Bénéfice par Action			Recommandation
						2016 (x)	2017 (x)	2016 (x)	2017 (x)		2016 Dt	2017 Dt	2018 Dt	
CARTHAGE CEMENT	2,010	172 134	0,610	346	977	4,9	5,6	14,6	15,9	neg	-0,267	-0,400	-0,290	CARTHAGE CEMENT
SERVICOM	1,750	11 874	0,151	21	42	0,8	0,8	3,9	6,4	neg	0,160	-0,501	-0,302	SERVICOM
HEXABYTE	5,360	2 083	0,010	11	3	0,7	0,5	2,2	2,2	15%	0,489	0,530	0,471	HEXABYTE
AMS	0,990	6 577	0,004	7	49	1,9	2,3	27,4	n.s	neg	-1,490	-1,738	-1,639	AMS
Land'Or	10,000	4 847	1,045	48	82	1,2	0,9	8,6	8,0	63%	0,604	0,564	0,656	Land'Or
AeTech	0,520	2 223	0,001	1	6	0,3	0,3	86,2	7,2	neg	-0,244	-0,830	-0,855	AeTech
New Body Line	4,600	4 250	0,028	20	10	1,9	1,7	7,6	6,2	19%	0,334	0,471	0,404	New Body Line
OfficePlast	2,790	9 803	0,029	27	29	1,7	1,7	11,8	13,6	6%	0,133	0,136	0,131	OfficePlast
SOTEMAIL	1,400	26 200	0,002	37	68	1,9	1,4	n.s	8,5	1%	-0,278	0,015	0,020	SOTEMAIL
Tawasol Group Holding	0,390	108 000	0,014	42	125	0,9	1,3	6,4	7,4	neg	0,003	-0,007	0,019	Tawasol Group Holding
MIP	0,900	4 399	0,000	4	10	2,2	2,7	n.s	n.s	n.s	-1,772	-1,906	-1,474	MIP
CEREALIS	5,190	4 889	0,001	25	25	1,2	1,0	6,0	4,6	18%	0,285	0,426	0,513	CEREALIS
SANIMED	2,500	12 400	3,596	31	64	2,1	1,7	7,6	6,6	14%	0,217	0,175	0,251	SANIMED
Assurances AMI	6,870	23 136	0,066	159	-	-	-	-	-	15%	0,309	0,359	0,391	Assurances AMI
SITEX	6,000	2 306	0,000	14	38	1,0	0,8	8,4	5,6	neg	-1,382	-1,305	-1,474	SITEX
STS	12,650	3 400	0,000	43	72	2,2	2,1	15,5	16,7	neg	1,840	2,034	1,669	STS
Hors Cote														
Volume hebdo Millions Dt										Performance des indices (%)				
	5,5			820,1				177,0	+3,1%	-12,6%	-15,5%			
Index Tival Alternatif														

PER*	2016 (x)	2017 (x)	2018e (x)	Dividende par Action			Rendement			Performance			Recommandation	
				2016 Dt	2017 Dt	2018e Dt	2016 %	2017 %	2018e %	1 semaine (%)	1 semaine début 2018	1 semaine début 2017		
CARTHAGE CEMENT	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+6,3%	-13,4%	-	CARTHAGE CEMENT	
SERVICOM	8,9	n.s	n.s	0,4	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-5,9%	+8,7%	Cs	SERVICOM	
HEXABYTE	10,5	10,1	11,4	1,3	0,300	0,280	5,2%	6,5%	5,2%	-2,7%	+7,9%	Cs	HEXABYTE	
AMS	n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-5,7%	-14,7%	-	AMS	
Land'Or	14,7	17,7	15,2	11,3	0,200	0,200	2,0%	2,0%	2,0%	+13,0%	+34,2%	Cs (+)	Land'Or	
AeTech	n.s	n.s	n.s	n.s	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	+6,1%	-	AeTech	
New Body Line	12,8	9,8	11,4	1,9	0,370	0,400	8,7%	8,7%	8,7%	-8,0%	+0,2%	-	New Body Line	
OfficePlast	24,7	25,7	21,2	1,6	0,055	0,060	2,2%	2,0%	2,2%	+2,2%	-14,8%	Cs (+)	OfficePlast	
SOTEMAIL	n.s	92,7	71,0	1,3	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	+43,8%	-	SOTEMAIL	
Tawasol Group Holding	73,8	n.s	20,0	1,0	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-4,9%	+5,4%	-	Tawasol Group Holding	
MIP	n.s	n.s	n.s	2,0	0,000	0,035	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-6,2%	-	MIP	
CEREALIS	16,5	12,2	10,1	2,0	0,105	0,135	2,6%	2,5%	2,6%	+4,2%	+29,4%	+	CEREALIS	
SANIMED	10,8	14,3	9,9	0,9	0,065	0,060	2,6%	2,4%	2,4%	+2,9%	-41,6%	Cs (+)	SANIMED	
Assurances AMI	20,8	17,7	16,5	2,6	0,000	0,300	0,0%	4,4%	4,4%	+3,5%	-20,9%	Cs (+)	Assurances AMI	
SITEX	n.s	n.s	n.s	0,4	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,0%	-4,0%	-	SITEX	
STS	6,8	6,2	7,6	6,7	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	+78,2%	-	STS	
Hors Cote														
PER	2016	2017	2018e	P/B marché Alternatif (x)			Rendement du Marché Alternatif (%)			Performance				
	158	22,4	15,7	2,4	2,4	2,4	0,8%	0,7%	0,8%	+3,5%	-20,9%	Cs (+)		

M.B. Les chiffres sont calculés sur la base des états financiers consolidés (sauf indisponibilité)
 Le PER est calculé sur le résultat net consolidé en date d'émission d'éléments exceptionnels
 n.s. = non significatif
 VE = Capitalisation + Dette Nette 2017

Tunisie Valeurs

BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

membre d' **INTEGRA**
PARTNERS

INTERMÉDIAIRE EN BOURSE - GESTIONNAIRE D'ACTIFS - SPÉCIALISTE EN VALEURS DU TRÉSOR - LISTING SPONSOR
DÉPARTEMENT ÉTUDES & RECHERCHE : (216) 71 18 96 00 - recherche@tunisievaleurs.com



Siège social - Centre Urbain Nord

Site web : www.tunisievaleurs.com