

Département Recherches et Études

REVUE DE RECHERCHES

www.tunisievaleurs.com
recherche@tunisievaleurs.com

Tunisie Valeurs

BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

membre d' **INTEGRA**
PARTNERS

Intermédiaire en Bourse - Gestionnaire de SICAV - Spécialiste en Valeurs du Trésor - Listing Sponsor

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ÉTUDES
(216) 71 18 96 00

Rym Gargouri Ben Hamadou - grym@tunisievaleurs.com
Lilia Kamoun Turki - klilia@tunisievaleurs.com
Aicha Mokaddem - maicha@tunisievaleurs.com
Hamza Ben Taarit - bhamza@tunisievaleurs.com



Rédigé en Décembre 2014

Editorial :

Budget de l'Etat 2015

Le budget de l'Etat pour 2015 s'établit à 28.9 milliards de dinars, en hausse de 2.8% par rapport à 2014. Il a été bâti sur la base des hypothèses suivantes: un taux de croissance de 3% du PIB, un prix de 95\$ le baril et un taux de change dollar/dinar de 1.8x.

Ressources

Ressources (MDT)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Ressources propres	14 823	16 753	18 504	19 960	20 390	21 284
Fiscales	12 699	13 630	14 864	16 334	18 733	19 820
Non fiscales	2 124	3 123	3 640	3 626	1 657	1 464
Emprunts	3 062	3 997	4 754	6 455	7 720	7 616
Intérieur	635	1 335	1 508	1 923	3 207	3 311
Extérieur	1 225	2 396	3 246	4 532	4 513	4 305
Autres	1202	266				
Total Ressources	17 885	20 750	23 258	26 415	28 110	28 900

3/4 des ressources de l'Etat proviennent des ressources propres (fiscales et non fiscales), le reliquat (1/4) provient des ressources d'emprunts.

Sur la période 2010-2015, les ressources propres ont progressé annuellement de 8% montrant des signes d'essoufflement au cours des trois dernières années et cédant la place à une contribution plus importante des ressources d'emprunt (2.5x l'enveloppe levée en 2010).

En dépit de la décélération des ressources propres, l'épargne de l'Etat demeure positive. Elle devrait couvrir plus du tiers des dépenses d'investissement au titre de l'exercice 2015.

En (MDT)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Epargne de l'Etat	3 670	3 060	2 603	1 110	1 108	1 803
Contribution du titre 1 au titre 2	85%	65%	55%	25%	21%	36%

L'essentiel de la dette de l'Etat est levée auprès des marchés extérieurs (57%). Ceci étant, cette proportion a sensiblement baissé au fil des années au profit du financement intérieur en raison de la difficulté à lever des fonds sur les marchés internationaux.

En 2015, la structure de la dette publique devrait se présenter comme suit : **62% dette extérieure et 38% dette locale**. Même si en apparence élevé, le niveau d'endettement extérieur n'est pas alarmant dans la mesure où 70% de cette dette est contractée dans le cadre d'accords bilatéraux et multilatéraux à des conditions de taux avantageuses.

Au terme de l'année 2015, la dette publique devrait s'établir à **47 milliards de dinars soit 52.9% du PIB**.

En (MDT)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Dette publique	25 640	28 780	31 420	35 002	42 560	47 306
En % du PIB	40,7%	44,6%	44,5%	45,7%	51,6%	52,9%
Dette Extérieure	15 551	16 701	19 714	19 978	25 560	29 300
Dette Intérieure	10 089	12 078	11 706	15 024	17 000	18 006

Dépenses

Dépenses (MDT)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Titre 1: Dépenses de gestion	10 001	12 502	14 630	17 439	17 807	17 776
Salaires	6 785	7 679	8 656	9 608	10 505	11 197
Compensation	1 500	2 869	3 624	5 514	4 455	3 742
Autres	1 716	1 954	2 350	2 317	2 847	2 837
Titre 2: Dépenses d'investissement	4 302	4 729	4 766	4 394	5 328	5 039
Titre 3: Service de la dette	3 616	3 608	4 122	4 406	4 675	5 130
Principal	2 464	2 417	2 851	2 995	3 200	3 425
Intérêt	1 152	1 191	1 271	1 411	1 475	1 705
Crédits et avances sur trésor	-34	-89	-260	176	300	955
Total Dépenses	17 885	20 750	23 258	26 415	28 110	28 900

Le budget 2015 prévoit des dépenses de gestion quasiment stables par rapport à 2014 et ce malgré une hausse prévisionnelle de 7% des salaires à 11 milliards de dinars! Cette stagnation s'explique par la **baisse du poids de la compensation dans le budget de l'Etat**.

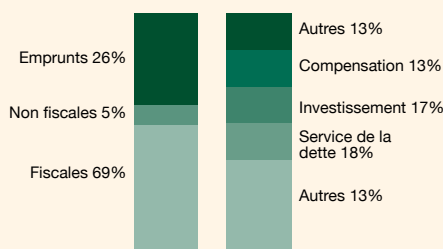
Profitant de la baisse du prix de pétrole et de la levée graduelle des subventions sur certains secteurs, l'enveloppe prévisionnelle de la compensation a été revue à la baisse de 16% en 2015 à 3.7 milliards de dinars. Cette enveloppe devrait vraisemblablement encore baisser si la tendance baissière du prix du pétrole se confirme davantage en 2015. Encore faut-il rappeler que le budget de l'Etat a été bâti sur un prix de 95\$ le baril et que son prix actuel est de 50\$. Toute variation à la baisse du prix du pétrole de 1\$ sur le marché mondial générerait, une économie de 48MDt au niveau du budget.

Les dépenses d'investissement devraient se replier de 5% à 5 milliards de dinars. Le gouvernement a privilégié au cours des dernières années le moteur de la consommation à l'investissement, un modèle qui a montré ses limites et qui devrait être revu pour relancer la croissance économique.

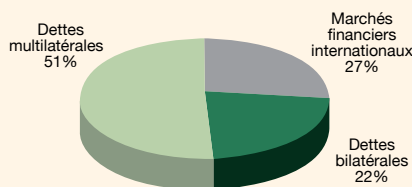
Le service de la dette a franchi pour la première fois le cap des 5 milliards de dinars, dépassant de ce fait l'enveloppe dédiée à l'investissement.

Le déficit budgétaire devrait ainsi augmenter de 6% à 4.4 Milliards de dinars (4.9% du PIB) loin du pic de 2013, encore une fois en raison de la baisse du poids des subventions.

Ressources Dépenses



Structure de la dette publique extérieure



En (MDT)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Solde primaire²	555	-390	-609	-2 012	-2 266	-2 275
Déficit budgétaire³	-651	-2 128	-3 853	-5 238	-4 139	-4 391
En % du budget de l'Etat	3.6%	10.3%	16.6%	19.8%	14.7%	15.2%
En % du PIB	1.0%	3.3%	5.5%	6.9%	5.0%	4.9%

¹ L'Épargne de l'Etat : Les ressources propres - (les dépenses de gestion + les intérêts de la dette)

² Solde primaire: Les ressources propres - les dépenses de gestion et d'investissement

³ Déficit budgétaire: Solde primaire - (les intérêts de la dette + le produit des privatisations et dons)



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES / FÉVRIER 2015

Budget de l'Etat par Ministère

Emploi	Budget de dépenses (MDt)
Remboursement de dette	5 130
Ministère de l'éducation	3 820
Ministère de l'intérieur	2 616
Ministère de l'industrie, de l'énergie et des mines	2 200
Ministère de la défense nationale	1 792
Ministère de la santé publique	1 599
Ministère du Commerce et de l'Artisanat	1 589
Ministère de l'enseignement supérieur, de la recherche scientifique, des technologies de l'information et de la communication	1 524
Ministère de l'équipement, de l'aménagement du territoire et du développement durable	1 295
Ministère de l'Agriculture	1 135
Ministère de l'économie et des finances	861
Dépenses exceptionnelles	735
Ministère des affaires sociales	732
Ministère du Transport	688
Ministère de l'emploi et de la formation professionnelle	659
Ministère de la jeunesse, des sports, de la femme et de la famille	591
Ministère du développement et de la coopération internationale	476
Ministère de la justice, des droits de l'Homme et de la justice transitionnelle	429
Ministère des affaires étrangères	209
Ministère de la Culture	193
Ministère du tourisme	149
1er ministère	147
Présidence	88
Ministère des affaires religieuses	87
Instance supérieure indépendante pour les élections	70
Ministère des Domaines publiques et des affaires foncières	54
Parlement	22
Instance vérité et dignité	10
Total	28 900



Rédigé en Janvier 2015

Le marché obligataire en 2014

1- Le marché des bons du Trésor en 2014 :

Le Trésor a enregistré, sur l'année 2014, un important dépassement de son budget initial de 60% : un montant total levé de **3 207MDt**, pour un budget initialement prévu de **2 000MDt**.

Hormis les adjudications « classiques » de bons du Trésor, le Trésor a fait appel cette année à de nouveaux modes de financement de la dette publique :

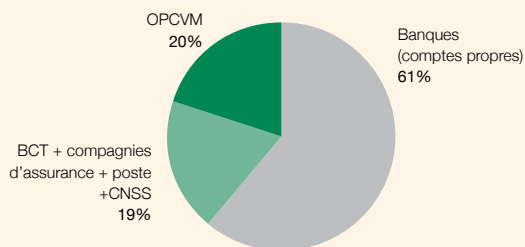
- Le Trésor a sollicité l'épargne publique dans le cadre d'un **Emprunt National**, le deuxième du genre depuis l'indépendance de la Tunisie. Le Trésor a collecté un montant de **959MDt** principalement souscrit auprès des banques (42%).

- Le Trésor a procédé à 3 adjudications par **voie d'échanges** de titres pour un montant global de **474MDt**. Ce type d'opération, est une première en Tunisie et rend compte des tensions dont a fait face le Trésor en termes de liquidités.

En MDt	2011	2012	2013	2014	TCAM _{2014/2011}
Calendrier initial	1 500	2 200	1 800	2 000	10%
Bons du Trésor	1 337	1 514	1 729	2 248	19%
BTA	962	1 196	1 574	1 593	29%
BTA échange				474	
BTC	375	318	155	181	-22%
Emprunt National				959	
Montant total levé	1 337	1 514	1 729	3 207	34%
<i>en % du budget initial</i>	89%	69%	96%	160%	

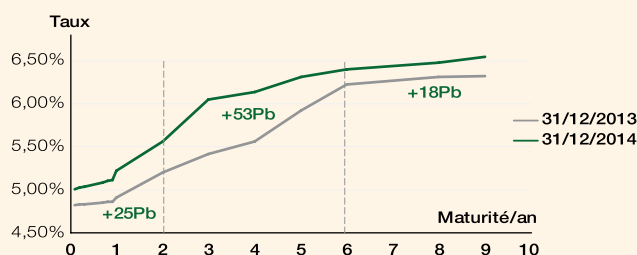
L'année 2014 a également été rythmée par une importante hausse des taux survenue sur l'ensemble des maturités. Une situation qui dénote encore une fois, de la tension budgétaire qui a marqué cette année, et particulièrement le dernier trimestre.

Répartition de l'encours total de la dette nationale par souscripteur



20% de l'encours de la dette nationale est détenu par les OPCVM

Evolution de la courbe des taux



En 2015, le besoin de financement du Trésor est estimé à **7 616MDt** : 43% seront levés sur le marché local (**3 311MDt**) sous forme de bons du Trésor. L'essentiel de la dette demeure levé sur les marchés extérieurs (57%).

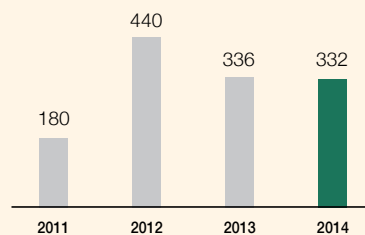
2- Le marché obligataire privé en 2014

2014	Emissions clôturées	Emissions en cours
Nombre d'émissions	12	3
Montant levé (MDt)	332	80 extensible à 130
Prime de risque moyenne		
maturité 5 ans	+134Pb	+130Pb
maturité 7 ans	+127Pb	+123Pb

En 2014, le marché obligataire privé a réalisé 12 émissions, totalisant un montant de **332MDt**. Trois emprunts obligataires sont en cours d'émission, pour un montant pouvant atteindre **130MDt**.

Face à un contexte économique plus risqué et un certain assèchement de la liquidité, les émetteurs ont été contraints d'augmenter les taux des émissions obligataires de **30 à 40Pb** en moyenne par rapport à 2013.

Evolution des émissions obligataires privées (MDt)



Sur l'année 2014, le marché obligataire (public et privé) a mobilisé plus de **3 500MDt**, contribuant à hauteur de **22%** à l'investissement global (FBCF).

Rédigé en Décembre 2014

Point Bourse

2014 : le retour au vert !

Après trois années de baisses consécutives, l'année 2014 marque une nouvelle transition sur la Bourse de Tunis. Sur fond de mutation politique et économique, la Bourse de Tunis a traversé au cours de cette année plusieurs vagues de tendances. Tantôt à la hausse, tantôt à la baisse, elle conclut au final par une belle note d'optimisme pour l'année 2015 ! Une solide progression de 16% de l'indice, qui permet d'éponger toute la perte cumulée au cours des dernières années, retrouvant ainsi les niveaux d'avant révolution.

- Le marché a amorcé l'année 2014 par **une vague d'euphorie** (+7% à la clôture du mois de février) insufflée par des événements politiques majeurs annonçant la dissipation des incertitudes politiques et l'enclenchement du processus démocratique tant attendu (adoption de la nouvelle constitution le 26 janvier 2014, et la formation d'un nouveau gouvernement composé de personnalités indépendantes).

- L'euphorie n'aura cependant pas duré très longtemps : **la montée de l'insécurité** a de nouveau affaibli la confiance des investisseurs. Le marché a plongé dans un mouvement baissier qui s'est poursuivi jusqu'au mois d'avril, faisant perdre à l'indice 5% de sa valeur.

- Mais c'est après une longue **phase d'attentisme et d'hésitation**, caractérisée par une importante baisse des volumes d'échanges, que la place boursière connaît **une nouvelle dynamique**.

- Une semaine après les élections législatives du 26 octobre 2014, le Tunindex s'est envolé de 6.4% et les volumes ont quasiment triplé atteignant une moyenne quotidienne de 10MDt, un niveau longtemps oublié par le marché. L'indice de référence a de nouveau dépassé le seuil des 5 000 points mettant fin à une longue période de morosité et d'attentisme, confirmée par les résultats des élections présidentielles.

Au terme de l'année, la capitalisation boursière de la place de Tunis a ainsi augmenté de 26%, par rapport à 2013 pour atteindre 17.3 milliards

de dinars, représentant 21% du PIB. Une augmentation due à l'action conjuguée de deux effets :

- Les nouvelles introductions en Bourse et levées de capitaux des sociétés cotées (1 700MDt) :**

Neuf sociétés ont fait leur entrée sur la cote, portant le nombre de sociétés cotées à 77. Parmi les nouvelles sociétés introduites, cinq ont intégré le marché principal (LILAS, MPBS, CELLCOM, SOTIPAPIER et DÉLICE HOLDING) et quatre ont rejoint le marché alternatif (SOTEMAIL, TGH, MIP et CÉREALIS).

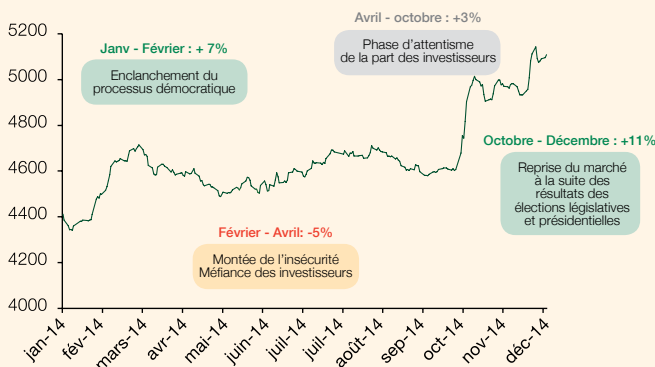
Ces opérations d'ouverture de capital ont connu un succès mitigé, témoignant, outre d'une certaine méfiance de la part des investisseurs, d'un assèchement de la liquidité sur le marché. Sur neuf valeurs, trois seulement affichent des taux de souscriptions élevés. Il s'agit de DÉLICE HOLDING (15x), LILAS (22x) et SOTIPAPIER (45x).

	Date d'introduction	Offre dans le cadre de l'OPF (MDt)	Demande (MDt)	Taux de souscription (x)
LILAS	08/01/14	7	158	22
MPBS	10/01/14	11	14	1
SOTEMAIL	28/01/14	3	8	3
CELLCOM	20/02/14	7	14	2
SOTIPAPIER	28/03/14	8	352	45
TGH	16/07/14	16	17	1
MIP	01/08/14	7	8	1
DÉLICE HOLDING	16/10/14	15	226	16
CÉREALIS	25/12/14	6	44	8
Total		79	841	11x

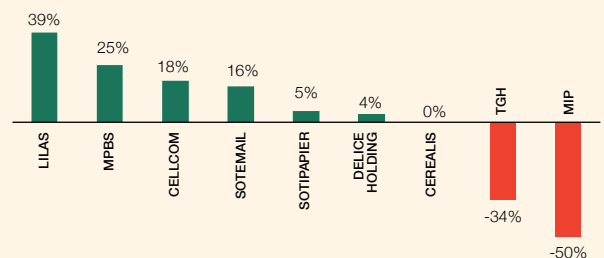
Côté performances, les titres Lilas et MPBS se sont offerts les meilleures progressions parmi les nouvelles introductions en s'accordant des gains respectifs de 39% et 25%. A l'opposé, les titres TGH et MIP ont enregistré les plus fortes baisses parmi les nouvelles valeurs de la cote se délestant, respectivement, de 34% et 50%.

Aux côtés des opérations d'introduction en Bourse, deux opérations d'augmentation de capital ont été réalisées sur le marché pour un montant de 187MDt. Il s'agit de l'opération de restructuration de la banque UIB pour un montant de 145MDt et une levée de fonds de 20MDt de la société SERVICOM.

Evolution du Tunindex depuis le début de l'année 2014



Performance des sociétés introduites en bourse en 2014





Performance des valeurs sur l'année 2014

L'effet de la croissance endogène du marché et principalement de la bonne performance des Big Cap (1 850MDt) :

Avec une avancée de 90%, le titre **SFBT** s'est placé en tête du palmarès. La valeur est fortement convoitée pour son profil défensif et sa distribution généreuse de dividendes (Payout de 50%). Un véritable colosse qui culmine à une capitalisation boursière de 2 milliards de Dinars. Egalement dans le vert, le titre **Euro-Cycles** a réalisé un bon parcours boursier, s'adjudant un gain de plus de 80%. Cet engouement sur le titre a été stimulé par les performances financières nettement supérieures aux projections du business plan d'introduction en Bourse.

Grand perdant de cette année, le titre **Syphax Airlines** a subi une correction sévère enregistrant la plus forte dégradation de l'année (-54%). Le titre a pâti des réalisations financières décevantes de la société en décalage par rapport aux prévisions annoncées.

Tous les indices sectoriels terminent ainsi l'année 2014 dans le vert avec une balance de variations nettement penchée du côté des hausses, avec 52 progressions contre 25 baisses. Parmi les mastodontes de la cote, le **secteur bancaire** s'est bien redressé cette année. Première victime de la révolution, il a, cette année, nettement contribué à l'essor de l'indice de référence avec une progression de 17%.

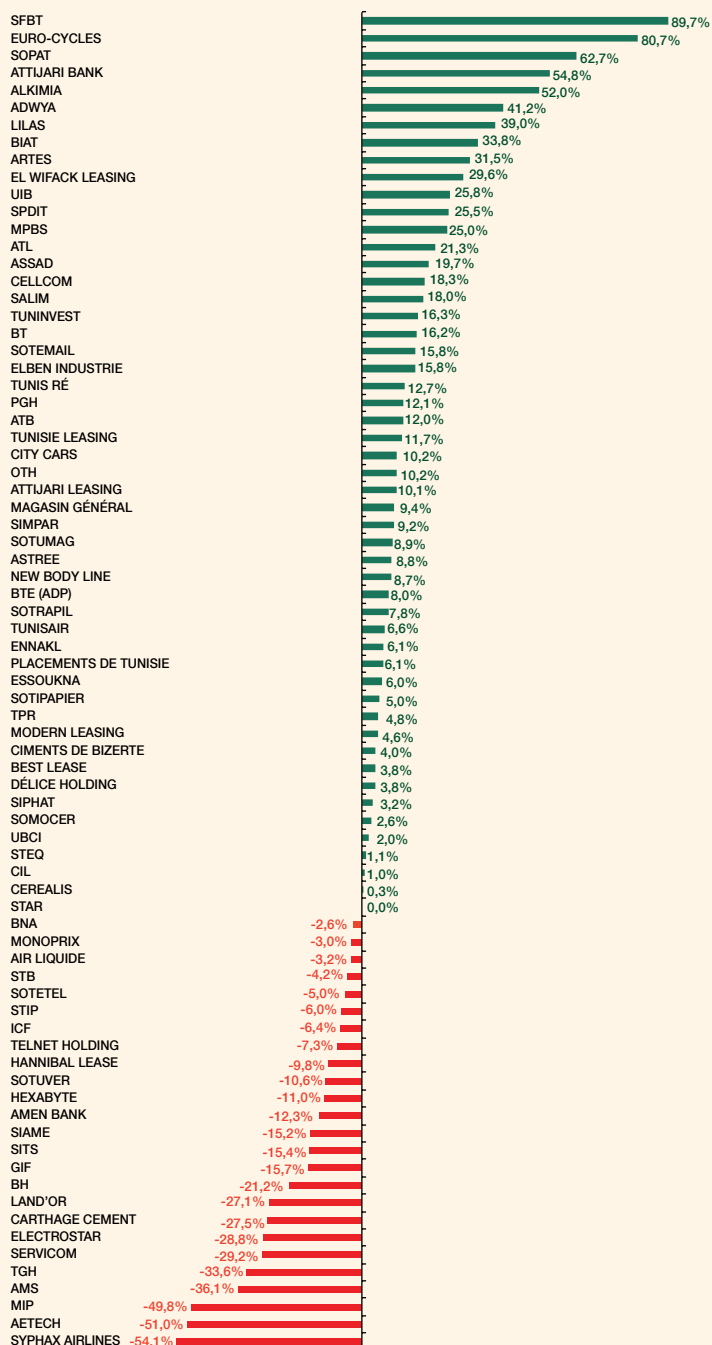
Le secteur de la distribution automobile affiche également une belle progression de 16%. Autre poids lourd de la cote, le secteur Holding, composé des valeurs PGH et OTH, s'est tout aussi bien comporté avec une hausse de 12%.

Secteur	Performance
Agro-alimentaire	75%
Pharmaceutique	39%
Sociétés d'Investissement	23%
Bancaire	17%
Distribution Automobile	16%
Holding	12%
Leasing	10%
Composants Automobile	7%
Industrie	7%
Assurances	6%
Chimique	5%
Distribution	5%
Immobilier	2%

A quoi s'attendre pour 2015 :

L'année 2015 s'annonce sous de très bons auspices. La Tunisie amorce une nouvelle page politique et économique, un tournant décisif qui devrait en toute logique être salué par le marché financier et marquer le retour de la confiance des investisseurs.

Aujourd'hui si la période d'instabilité semble derrière elle, de nombreux défis sont encore à relever par la Bourse de Tunisie. Le défi de l'Offre par le lancement de grandes opérations de privatisation ou de cessions stratégiques qui pourrait donner une nouvelle dynamique sur le marché. Mais aujourd'hui, le grand défi reste sans conteste du côté de la demande : relancer l'investissement étranger et institutionnaliser la demande en incitant les compagnies d'assurances, les banques, la Caisse de Sécurité Sociale ou encore la Caisse de Dépôts et Consignations à investir en bourse. Au final, autant de challenges qui doivent s'accompagner par une meilleure culture de transparence et de communication de la part de l'ensemble des acteurs du marché.



Focus sur les introductions en Bourse de 2014

Société/date d'introduction en Bourse	Secteur	Données Boursières	Chiffres clés 2014 estimés*	Ratios de valorisation 2014e	Réalisations 2013 et Perspectives d'avenir
LILAS 08/01/2014	Hygiène féminine, couches Bébé, et adulte	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 383MDt Flottant : 25% Modalités de l'opération : Cession par le fonds d'investissement ECP de 130MDt Performance 2014 : +39% Marché : Principal 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 283MDt RNPG** : 17,4MDt Gearing : 81% ROE : 17% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : 22x Yield : 2.3% 	<ul style="list-style-type: none"> Réalisations 2013 : Des réalisations plutôt mitigées avec un CA consolidé en ligne avec les prévisions du BP à 252MDt et un bénéfice net part du Groupe ne représentant que 87% du budget escompté à 14.3MDt. But de l'introduction en Bourse : La sortie du fonds d'investissement étranger 'ECP Africa NACG SA'. Perspectives : Poursuite de la stratégie expansive du groupe: Croissance organique et développement à l'export tout en préservant les marges grâce à son intégration en amont (production d'Ouate de Cellulose).
MPBS 10/01/2014	Industrie du Bois	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 45MDt Flottant : 32% Modalités de l'opération : Augmentation de capital de 11MDt Performance 2014 : +25% Marché : Principal 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 43MDt RNPG** : 3,8MDt Gearing : 3% ROE : 17% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : 11.8x Yield : 3.1% 	<ul style="list-style-type: none"> Réalisations 2013 : En ligne avec les prévisions du BP avec un chiffre d'affaires 2013 de 38.3MDt et un bénéfice net part du Groupe de 3.2MDt. But de l'introduction en Bourse : Désendettement du Groupe +Financement du plan d'investissement. Perspectives : Diversification de l'offre de produits en proposant des produits à plus forte valeur ajoutée (panneaux plaqués) et ciblage des marchés Libyen et Algérien, où le potentiel de développement est très important.
SOTEMAIL 28/01/2014	Industrie de la Céramique	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 75MDt Flottant : 12% Modalités de l'opération : Levée de fonds de 8MDt Performance 2014 : +16% Marché : Alternatif 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 34MDt RNPG** : 4.2MDt Gearing : 56% ROE : 12% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : 17.7x Yield : 3.5% 	<ul style="list-style-type: none"> Réalisations 2013 : Un chiffre d'affaires de 18,3MDt en ligne avec les projections du BP d'introduction et un bénéfice net s'écartant de 6% à 1.5MDt des estimations. But de l'introduction en Bourse : Financement du plan d'extension + assainissement de la situation financière. Perspectives : Augmentation de la capacité de production
CELLCOM 20/02/2014	Industrie des télécommunications	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 36MDt Flottant : 31% Modalités de l'opération : Augmentation de capital de 7MDt et cession de 3MDt Performance 2014 : +18% Marché : Principal 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 35MDt RNPG** : 1,8MDt Gearing : 37% ROE : 24% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : 20.2x Yield : 1.9% 	<ul style="list-style-type: none"> Réalisations 2013 : Des réalisations en dessous des attentes avec un chiffre d'affaires en décalage de 9% par rapport aux prévisions et un bénéfice net de 1.4MDt, s'écartant de 29% des estimations. But de l'introduction en Bourse : Renforcement des fonds propres + Financement de la stratégie de développement + Cession par les actionnaires d'une partie du capital. Perspectives : Renforcement de son positionnement sur les produits à plus forte valeur ajoutée sous la marque «EVERTEK» et optimisation du circuit de distribution via l'élargissement du circuit « Tunisie Télécom Shop » et la création d'un nouveau circuit de distribution sous le nom de EVERTEK' Stores' et ' Corners'.
SOTIPAPIER 28/03/2014	Industrie du papier	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 120MDt Flottant : 40% Modalités de l'opération : Cession de 48MDt Performance 2014 : +5% Marché : Principal 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 62MDt RNPG** : 5.1MDt Gearing : 12% ROE : 17% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : 23.6x Yield : 3% 	<ul style="list-style-type: none"> Réalisations 2013 : Le chiffre d'affaires est légèrement supérieur aux attentes (+3%) culminant à 55.4MDt. Le bénéfice net enregistre un décalage de 4% par rapport aux estimations et s'établit à 8.8MDt. But de l'introduction en Bourse : Sortie partielle des fonds d'investissement de Swicorp. Perspectives : Amélioration de la qualité des produits existants et réalisation d'économies de coûts suite au renouvellement de l'équipement productif ainsi qu'un développement de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée pour cibler le marché export.
TAWASOL GROUP HOLDING 16/07/2014	Télécom et Travaux publics	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 79MDt Flottant : 17% Modalités de l'opération : Augmentation de capital de 20MDt Performance 2014 : -34% Marché : Alternatif 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 62MDt RNPG** : 5.1MDt Gearing : -13% ROE : 13% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : 15.3x Yield : 2.7% 	<ul style="list-style-type: none"> Réalisations 2013 : Premier rendez vous manqué pour le groupe qui a terminé l'année 2013 avec un bénéfice de 7.5MDt, en baisse de 6% par rapport à 2012 et surtout en décalage de 22% par rapport au BP publié (9.6MDt). But de l'introduction en Bourse : Financement de la stratégie de développement pour consolider le métier de base « Telecom » et développer le segment « BTP ». Perspectives : Renforcement des métiers de base aussi bien en Tunisie (le pôle industriel) qu'en Algérie (dans les métiers de la Fibre Optique et des centrales à béton). Orientation vers l'internationalisation (création d'une nouvelle filiale au Bénin) et la diversification des métiers (Profilé d'Aluminium en Tunisie et promotion immobilière en Algérie).
MIP 01/08/2014	Affichage publicitaire urbain	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 10MDt Flottant : 35% Modalités de l'opération : Augmentation de capital de 5.4MDt et cession de 1,8MDt Performance 2014 : -50% Marché : Alternatif 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 11MDt RNPG** : -0.3MDt Gearing : -4% ROE : -4% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : n.s Yield : 0% 	<ul style="list-style-type: none"> Réalisations 2013 : Elles confirment le scénario baissier prévu par le business plan d'introduction. N'ayant pas publié les comptes consolidés, les comptes de la société mère au 31/12/2013 font état d'un chiffre d'affaires surperformant les projections de 8%, par rapport au BP. Le résultat net est, par contre, ressorti en dessous des attentes de 31% à -0.23MDt. But de l'introduction en Bourse : Renforcement des fonds propres dans une perspective de désendettement + Financement du plan d'investissement. Perspectives : Installation de nouveaux panneaux publicitaires sur les régions du Grand Tunis et du Sahel et expansion du parc d'abribus.
DÉLICE HOLDING 16/10/2014	Industrie laitière	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 832MDt Flottant : 15% Modalités de l'opération : Cession de 120,25MDt Performance 2014 : +4% Marché : Principal 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 620MDt RNPG** : 28MDt Gearing : 40% ROE : 27% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : 29.3x Yield : 4.4% 	<ul style="list-style-type: none"> But de l'introduction en Bourse : Cession par la famille MEDDEB d'une partie du capital. Perspectives : Poursuite de l'effort d'investissement pour augmenter les capacités de production dans tous les pôles d'activité de la société, améliorer le mix produit en développant les activités à forte valeur ajoutée dans les segments : Yaourt, Jus et fromage.
CERREALIS 25/12/2014	« Snacks » sucrés et salés	<ul style="list-style-type: none"> Capitalisation boursière : 33MDt Flottant : 36.36% Modalités de l'opération : Augmentation de capital de 6MDt et cession de 6MDt Performance 2014 : +0.3% Marché : Alternatif 	<ul style="list-style-type: none"> CA : 22MDt RNPG** : 1,9MDt Gearing : 5% ROE : 39% 	<ul style="list-style-type: none"> PER : 17.6x Yield : 3% 	<ul style="list-style-type: none"> But de l'introduction en Bourse : Financement de la croissance du Groupe + Recapitalisation de la filiale BOLERIO + Cession par les actionnaires d'une partie du capital. Perspectives : Consolidation de la gamme des produits salés, montée en puissance du segment des produits sucrés, assainissement de la situation financière globale du Groupe et amélioration de la rentabilité.

*Estimations de Tunisie Valeurs

** RNPG : Résultat Net Part du Groupe

Secteur bancaire

Analyse des indicateurs d'activité au 30/09/2014

1. Les dépôts :

• Sur les 9 premiers mois de l'année, les dépôts du secteur ont enregistré une hausse de 4.2% à **44 419MDt**. Une progression qui s'est immanquablement accompagnée par un renchérissement du coût des ressources : concurrence plus agressive entre les banques de la place, augmentation du plancher de la rémunération de l'épargne* et des ressources plus rares.

• Le trend de croissance devrait se poursuivre sur le dernier trimestre de l'année, un 4^{ème} trimestre historiquement « riche en collecte ». De plus, avec la stabilité politique et la confiance retrouvée, les déposants devraient rapidement retrouver le chemin des banques.

• Avec un encours dépassant les 7 000MDt, la **BIAT** maintient son leadership, devançant de loin le

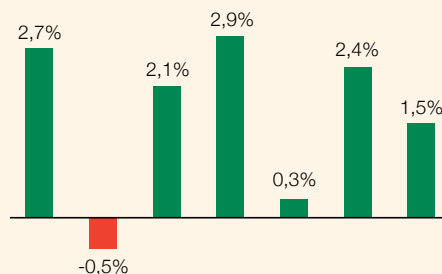
reste des banques, avec une part de marché de 16.6%. Conjugué à cela, la banque bénéficie d'un avantage compétitif de taille par rapport à ses consœurs : une collecte très bon marché (coût de ressources estimé de 2.3% pour 2014, le plus faible du secteur) qui lui laisse une plus grande marge de manoeuvre au niveau de son taux de sortie.

• **Amen Bank** continue son ascension fulgurante avec une croissance solide de 15.3% de sa collecte. La banque, se classe désormais en deuxième position devant la BNA et la STB.

Un reclassement qui reste toutefois à nuancer; la course aux parts de marché la pénalise au niveau de sa rentabilité. A l'opposé de la BIAT, Amen Bank enregistre le coût de ressources le plus élevé de la place (estimé à 4.6% pour 2014).

Banque	Encours des dépôts au 30/09/2014 (en MDt)	Evolution depuis le début de l'année	Part de marché
BIAT	7 361	3,7%	16,6%
AMEN BANK	5 722	15,3%	12,9%
BNA	5 549	0,5%	12,5%
STB	5 213	0,7%	11,7%
BH	4 456	9,4%	10,0%
ATTIJARI BANK	4 439	9,7%	10,0%
ATB	3 297	-11,2%	7,4%
UIB	3 154	6,7%	7,1%
BT	2 773	3,5%	6,2%
UBCI	2 022	6,0%	4,6%
BTE	433	-11,6%	1,0%
Total	44 419	4,2%	

Evolution trimestrielle des dépôts (%)



2. Les crédits :

• Malgré un climat des affaires morose, l'activité de crédits a enregistré une croissance de 5.3% depuis le début de l'année.

Cependant, cette croissance doit être prise avec précaution; à ce stade, nous ne pouvons pas évaluer la qualité de ces nouveaux crédits et, a fortiori la solidité d'une telle croissance.

La publication des comptes annuels 2014 sera certainement un meilleur indicateur quant à la réactivité des

banques face au durcissement récent de la réglementation bancaire.

• Malgré les difficultés que connaît la **STB**, la banque publique maintient sa première place en haut du tableau avec un encours total 7 446MDt. Un colosse non sans risque. A noter qu'en 2013, 28% des créances de la banque sont classées (2 368MDt) !

Banque	Encours des crédits au 30/09/2014 (en MDt)	Evolution depuis le début de l'année	Part de marché
STB	7 446	2,9%	15,9%
BNA	6 826	3,2%	14,6%
BIAT	6 312	4,8%	13,5%
AMEN BANK	5 927	8,1%	12,7%
BH	4 409	8,4%	9,4%
ATTIJARI BANK	3 564	4,8%	7,6%
UIB	3 286	4,3%	7,0%
BT	3 116	1,9%	6,7%
ATB	2 925	8,7%	6,3%
UBCI	2 353	10,5%	5,0%
BTE	552	7,8%	1,2%
Total	46 715	5,3%	

3. Le PNB

Le PNB du secteur a enregistré une progression de 7% par rapport à la même période de l'année dernière. Contrairement aux dernières années, la hausse du PNB a principalement émané des commissions et des revenus de placements. En effet, l'impact de la hausse du taux minimum de rémunération de l'épargne (TRE) et la quasi stagnation du TMM ont pénalisé la marge d'intérêt du secteur. Son poids dans le PNB a par ailleurs diminué passant de 58.5% à 55.9% entre septembre 2013 et septembre 2014.

Le poids de la marge d'intérêt dans le PNB a ainsi perdu près de 10 points de pourcentage passant de 71% à 60%.

Banque	PNB (MDt)		Variation
	30/09/13	30/09/14	
BIAT	316,3	348,7	10,3%
BNA	243,4	247,4	1,7%
ATTIJARI BANK	181,1	196,4	8,5%
AMEN BANK	187,2	192,2	2,7%
STB	169,0	186,5	10,3%
BH	151,0	169,8	12,5%
BT	132,4	147,2	11,2%
UIB	136,2	143,5	5,3%
ATB	124,8	128,4	2,9%
UBCI	103,7	110,4	6,4%
BTE	20,4	19,5	-4,5%
Secteur	1 765	1 890	7,1%

L'effet est particulièrement perceptible pour la BH qui a quasiment doublé ses revenus de placements, lui permettant ainsi de compenser la baisse de l'activité d'intermédiation (-5.3%) et d'afficher une croissance de 12.5% du PNB.

C'est un sans faute pour la BIAT qui continue d'afficher le meilleur PNB de la place (349MDt). Grâce à une collecte peu onéreuse, une activité de placement plus agressive, et des niveaux de commissions parmi les plus élevés du secteur, la BIAT devrait atteindre, sur l'année pleine, le pallier des 500MDt.

4. Structure du PNB

Contre toute attente, l'ATB n'a pas profité de sa structure atypique en revenus de placements pour booster son PNB. Pénalisée par une baisse de 14% de la marge d'intérêt, elle n'enregistre qu'une légère hausse de 2.9% de son PNB à 128MDt.

Structure du PNB au 30/09/2013

Banque	Marge d'intérêts	Marge sur commissions	Revenus nets de portefeuille
AMEN BANK	55,1%	20,3%	24,7%
ATB	34,8%	19,5%	45,7%
ATTIJARI BANK	53,8%	26,4%	19,8%
BH	71,1%	17,9%	10,9%
BIAT	54,9%	20,0%	25,1%
BNA	66,0%	16,0%	18,0%
BT	62,0%	20,6%	17,4%
BTE	54,1%	29,6%	16,3%
STB	59,4%	23,4%	17,2%
UBCI	60,4%	26,3%	13,3%
UIB	66,1%	25,9%	8,0%
Secteur	58,5%	21,2%	20,3%

Structure du PNB au 30/09/2014

Banque	Marge d'intérêts	Marge sur commissions	Revenus nets de portefeuille
AMEN BANK	46,9%	22,6%	30,4%
ATB	29,1%	20,9%	50,0%
ATTIJARI BANK	52,6%	27,0%	20,4%
BH	59,9%	21,2%	19,0%
BIAT	52,7%	21,2%	26,0%
BNA	69,0%	15,5%	15,4%
BT	59,3%	21,0%	19,7%
BTE	55,1%	32,1%	12,8%
STB	60,0%	22,3%	17,7%
UBCI	60,6%	26,8%	12,6%
UIB	64,6%	27,7%	7,7%
Secteur	55,9%	22,2%	21,9%



Fiche valeur - BIAT

Rédigé en Décembre 2014

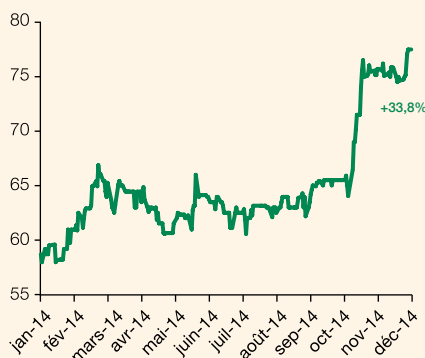
Big Cap, Big Bank !

(+)

Acheter

Prix : 75.000Dt

Evolution du cours de la BIAT en 2014 (Dt)



Recommandation boursière

S'il fallait en quelques mots définir la BIAT, cela peut se résumer en une seule phrase : **incontestablement la première banque du pays !**

En bourse, la capitalisation boursière de la banque a atteint 1.3 milliard de dinars, un géant qui a grandement contribué à l'essor de l'indice sur l'année 2014. Actuellement, la banque traite à un P/B 2014e de 1.9x, un niveau de valorisation, certes, supérieur à la moyenne sectorielle, mais qui se justifie largement au vu de ses fondamentaux solides et de son leadership bien conservé. Dans une stratégie de stock picking, le titre constitue un choix d'investissement opportun : une valeur parmi les plus liquides du marché, à faible profil de risque, et aux perspectives de croissance encore prometteuses.

Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.

Présentation de la BIAT:

C'est un parcours quasi sans faute que la BIAT mène sur le marché bancaire. Le contexte économique post révolution a d'autant plus prouvé sa solidité face aux aléas du marché : renforcement de l'arsenal réglementaire, détérioration du climat des affaires, assèchement de la liquidité, rien ne semble entraver l'élan la banque.

Acteur incontournable du paysage bancaire, la BIAT c'est :

- **Le premier collecteur du pays**, accumulant 7 361MDt de dépôts à fin septembre 2014.

- **Le premier pourvoyeur de crédits privé**, totalisant un encours de 5 550MDt sur l'année 2013.

- **Le premier PNB de la place**. La BIAT devrait atteindre en 2014, la barre symbolique des 500MDt, bien loin des autres banques de la place.

Analyse financière de la banque et perspectives d'avenir:

1. Les dépôts

Avec une collecte moyenne de 500MDt par an, et un réseau de 175 agences, la BIAT est **le premier collecteur du pays**, avec une part de marché de 16.6% à fin septembre 2014.

Cette position confortable, la banque l'a acquise à travers une structure de dépôts très avantageuse majoritairement constituée de dépôts à vue (49%).

Une stratégie commerciale qui permet ainsi à la banque de maintenir un coût de ressources le plus faible du secteur (estimé à 2.3% en 2014), et ce malgré une concurrence plus accrue et des ressources plus rares.

Sur les deux prochaines années, nous tablons sur une croissance moyenne de 7% des dépôts à 8 127MDt, légèrement inférieure aux performances passées (une croissance historique moyenne de 8%), mais qui ne manquera pas de préserver le leadership de la banque.

Actionnariat (2014):

Groupe Mabrouk :	39.2%
Groupe MILAD :	12.9%
Groupe Tamarziste :	9.3%
Intesa Sanpaolo S.p.A:	6.8%
Public :	31.8%

Capitalisation Boursière: 1 275 MDt

Ratios de Valorisation:

BIAT/secteur bancaire

PER_{2014e} : 11.8x / 13.5x

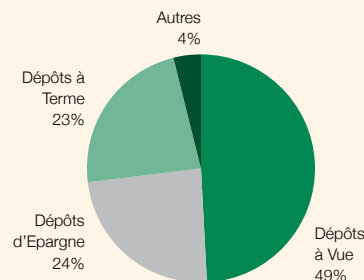
P/B_{2014e} : 1.9x / 1.6x

Yield_{2014e} : 3.7% / 3.6%

ROE_{2014e} : 21%

Banque	Encours des dépôts au 30/09/2014 (en MDt)	Evolution depuis le début de l'année	Part de marché
BIAT	7 361	3,7%	16,6%
AMEN BANK	5 722	15,3%	12,9%
BNA	5 549	0,5%	12,5%
STB	5 213	0,7%	11,7%
BH	4 456	9,4%	10,0%
ATTIJARI BANK	4 439	9,7%	10,0%
ATB	3 297	-11,2%	7,4%
UIB	3 154	6,7%	7,1%
BT	2 773	3,5%	6,2%
UBCI	2 022	6,0%	4,6%
BTE	433	-11,6%	1,0%
Total	44 419	4,2%	

Structure des dépôts en 2013





REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES / FÉVRIER 2015

2. Les crédits

Parallèlement, les crédits ont affiché une progression moyenne de 12%. Un rythme de croissance plus soutenu que les dépôts, mais qui n'a en aucun cas affaibli la structure de financement de la banque. Dans un contexte d'assèchement de la liquidité, la banque maintient un ratio « Dépôts sur Crédits (D/C) » très solide de 128%, et reste une véritable référence dans le secteur.

Au vu des derniers indicateurs publiés, les encours de crédits semblent reprendre un trend haussier par rapport à l'année 2013 (une hausse de 5% à fin septembre 2014).

Dans cette logique et en prévision d'un climat plus favorable à l'investissement, la banque devrait enregistrer sur les deux prochaines années une hausse moyenne de 8.5% de ses engagements à 6 534MDt.

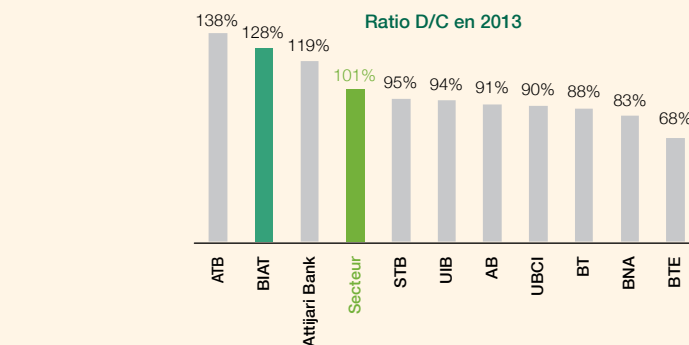
3. Le PNB

Grâce à sa collecte peu onéreuse, la BIAT jouit d'une grande flexibilité au niveau de son taux de sortie, et parvient ainsi à préserver ses marges. En 2013 et malgré un contexte monétaire tendu et une politique concurrentielle agressive, la BIAT enregistre un spread d'intérêt de 3.8% parmi les plus élevés du secteur. Conjuguée à une activité de placement plus agressive, et des niveaux de commissions parmi les plus chères du secteur, la BIAT affiche le meilleur PNB de la place. En 2014, la banque devrait franchir la barre des 500MDt pour atteindre 577MDt en 2015, soit une croissance moyenne de 14.4% sur la période prévisionnelle.

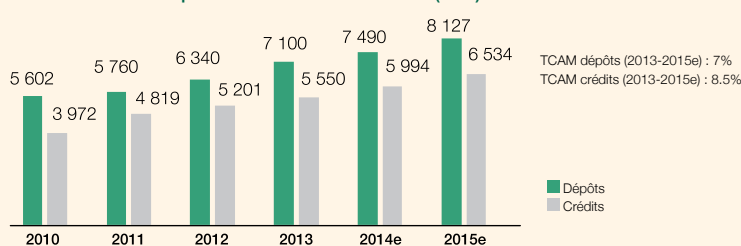
4. La productivité

La productivité de la banque demeure toujours inférieure à la moyenne sectorielle (un coefficient d'exploitation de 53% contre une moyenne de 50% pour le secteur en 2013).

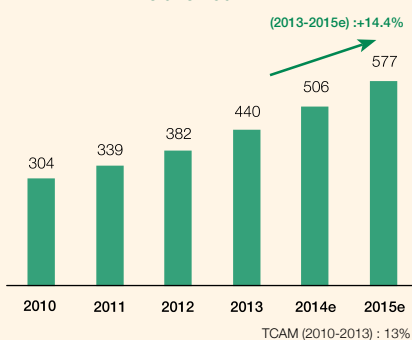
Cependant, des efforts ont été mis en place au fil des années pour optimiser les charges d'exploitation. Le coefficient d'exploitation est ainsi



Evolution des dépôts et des crédits de la BIAT(MDt)



Evolution du PNB

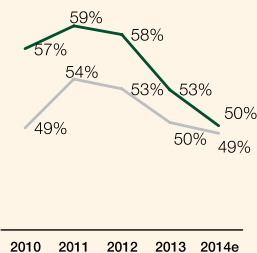


Le PNB de la BIAT devrait atteindre la barre des 500MDt en 2014

2013	Coût des ressources	Taux de sortie	Spread d'intérêt
ATTIJARI BANK	2,6%	6,6%	4,0%
BIAT	2,0%	5,8%	3,8%
UIB	2,8%	6,5%	3,7%
UBCI*	2,2%	5,8%	3,6%
BT	3,2%	6,7%	3,4%
BH*	3,5%	6,6%	3,1%
AMEN BANK	4,1%	7,2%	3,1%
ATB	3,0%	5,8%	2,8%
BNA	3,1%	5,8%	2,7%
STB	3,3%	6,0%	2,7%
Secteur	3,2%	6,1%	3,0%

*Estimations de Tunisie Valeurs

Evolution du coefficient d'exploitation



La productivité de la banque s'est nettement améliorée au fil des années



5. Résultat net

Malgré un climat des affaires tendu, la politique de couverture de la banque est globalement solide. Après une année 2012 difficile, les efforts en terme de provisionnement se sont intensifiés en 2013, pour retrouver les niveaux avant révolution (un taux de couverture de 74% en 2013 contre un taux de 65% en 2012). Avec un taux de créances classées de 8.5% en 2013, la banque affiche un portefeuille parmi les plus sains de la place.

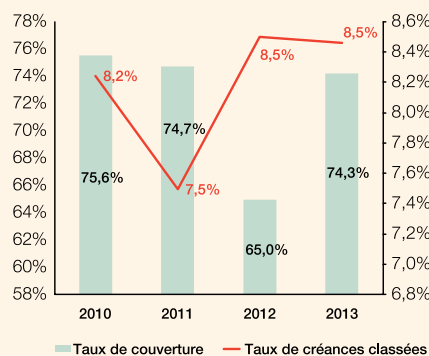
Pour ce qui est des perspectives futures, et à l'instar du secteur, l'impact de la circulaire de 2013, obligera la banque dès cette année à renforcer sa politique de sélection de crédits et intensifier ses efforts de

recouvrement, sous peine de devoir provisionner davantage et réduire ses bénéfices. Dans ce contexte, la BIAT compte parmi les banques les plus aptes à se soumettre à ces exigences.

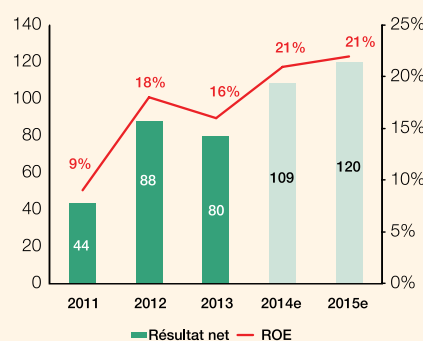
Sur les deux prochaines années, les dotations aux provisions devraient représenter 21% du PNB. Un ratio conséquent, mais qui ne pénalisera pas sa capacité bénéficiaire. La BIAT devrait clôturer l'année 2014 sur un bénéfice consolidé de 109MDt. Ramenés à des fonds propres 2014 estimés à 680MDt, le ROE 2014 serait de 21%, faisant d'elle la deuxième banque la plus rentable du secteur, derrière Attijari Bank (ROE 2014e de 23%) .

La BIAT est la deuxième banque la plus rentable du secteur avec un ROE 2014e de 21%

Evolution de la qualité du portefeuille



Evolution du Résultat net part du groupe (MDt)



● Parcours boursier et opinion de Tunisie Valeurs :

Avec un total bilan de près de 10 milliards de dinars, le groupe BIAT compte parmi les institutions financières les plus influentes de la place.

Incontestablement leader dans les métiers de la banque classique, la BIAT se lance aujourd'hui vers de nouvelles activités plus rentables et plus innovantes : développement de la banque d'affaires, de la banque privée ou encore des métiers de la gestion de patrimoine.

La réussite de tels chantiers pourraient lui faire accéder à une nouvelle dimension plus régionale et donner un nouvel élan à l'ensemble du secteur bancaire... **Wait and see !**

En Bourse, le titre a enregistré une belle performance de 29% depuis le début de l'année, portant sa capitalisation à 1 275MDt ; un colosse qui représente 20% du secteur bancaire coté. En termes de valorisation, la banque traite à 1.9x son actif net comptable 2014e, un niveau de valorisation certes supérieur à la moyenne sectorielle, mais qui se justifie largement au vu de ses fondamentaux solides, et de sa place incontournable dans le paysage bancaire.

Nous réitérons notre opinion à l'achat sur le titre.

MDt	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Dépôts clientèle	5 602	5 760	6 340	7 100	7 490	8 127
Crédits clientèle	3 972	4 819	5 201	5 550	5 994	6 534
PNB	304	339	382	440	506	577
Résultat avant impôts et provisions	133	145	165	213	262	302
Dotations aux provisions*	59	65	37	95	104	127
Résultat net individuel	48	48	95	72	113	123
Résultat net consolidé	42	44	88	80	109	120

*2013 : Dotations aux provisions sur l'exercice + provisions complémentaires sur créances antérieures conformément à la circulaire BCT

e: Estimations de Tunisie Valeurs



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES / FÉVRIER 2015

Fiche valeur - Attijari Bank

Rédigé en Décembre 2014

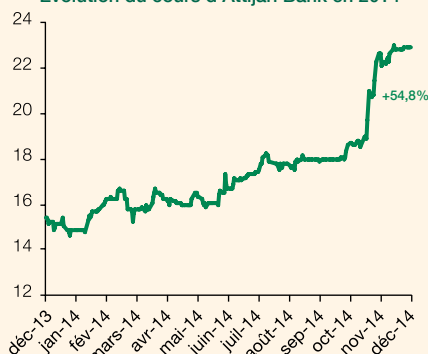
■ Une banque qui a tout d'une grande

(+)

Acheter

Prix : 23.800Dt

Evolution du cours d'Attijari Bank en 2014



Actionnariat (mai 2014):

Andalucarthage Holding *	59%
Groupe Driss :	9.9%
Groupe MZABI :	9.7%
Public :	21.4%

*Holding détenu à 100% par Attijariwafa Bank, suite au rachat de la totalité des participations de Grupo Santander en août 2011.

Capitalisation Boursière: 946MDt

Ratios de Valorisation:

Attijari Bank/secteur bancaire

PER _{2014e} :	13.5x / 13.5x
P/B _{2014e} :	2.3x / 1.6x
Yield _{2014e} :	6.0% / 3.6%
ROE _{2014e} :	23%

Recommandation boursière

Cédée en 2005 par l'Etat au consortium Attijariwafa Bank et Grupo Santander, l'ancienne Banque du Sud, a franchi de nombreux paliers depuis sa privatisation devenant aujourd'hui la 3^{ème} banque privée du pays derrière la BIAT et Amen Bank.

Attijari Bank constitue une bonne opportunité de placement : une valeur de croissance adossée à un portefeuille parmi les plus sains du secteur.

Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre. Notre opinion est justifiée par les fondamentaux solides de la banque mais également par la rémunération attractive en dividende que peut apporter la valeur sur le marché : un yield 2014 estimé de 6%, parmi les plus attractifs de la cote.

Présentation d' Attijari Bank :

Privatisée en 2005 via l'acquisition par le groupe marocain **Attijariwafa Bank**, de 53.5% du capital, l'ancienne Banque du Sud s'est rapidement imposée sur le paysage bancaire par sa réactivité commerciale.

La stratégie de l'actionnaire marocain a radicalement tranché avec le passé, la banque se veut internationale, moderne et saine. Un nettoyage drastique a été opéré dès son rachat; la banque a passé des provisions d'un montant de 250MDt réparties sur deux exercices (2006-2007).

Sur des bases plus solides, la banque a renoué avec les bénéfices dès 2008 et affiche aujourd'hui un portefeuille parmi les plus sains du secteur.

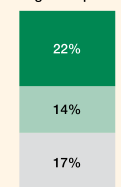
Parallèlement la banque s'est attelée à assainir son portefeuille avec un taux de couverture qui est passé de 12% avant privatisation à 65% à fin 2009, et un taux de créances classées passant de 17% à 11%.

(2) Une période de consolidation à partir de 2010 : Bien positionnée sur le marché, la banque s'est concentrée à partir de 2010 sur l'optimisation de ses marges avec un effort important en termes de réduction du coût de ses ressources. Conjugué à une activité de placement plus rentable, le PNB de la banque a gagné 4 places dans le classement, enregistrant la plus forte croissance du secteur sur la période (2006-2013).

Si l'on devait résumer le parcours de la banque depuis sa privatisation, deux grandes périodes pourraient se distinguer :

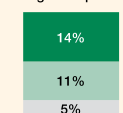
(1) Une période de forte croissance amorcée en 2006, accompagnée d'un programme d'investissement important : une ouverture moyenne de 18 agences par an, une modernisation et un remodeling des anciennes agences « Banque du Sud », le développement de nouveaux produits très concurrentiels et un plan de communication à l'image de la nouvelle signature marocaine. La stratégie commerciale agressive de la banque a été payante, la banque s'est rapidement imposée sur le marché devenant la 3^{ème} banque privée du pays derrière la BIAT et Amen Bank.

Une moyenne de 18 ouvertures d'agences par an



TCAM* 2006-2009

Une moyenne de 9 ouvertures d'agences par an



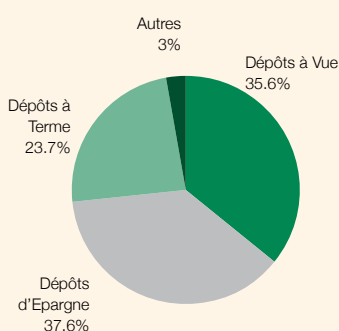
TCAM* 2010-2013

*TCAM : Taux de Croissance Annuel Moyen

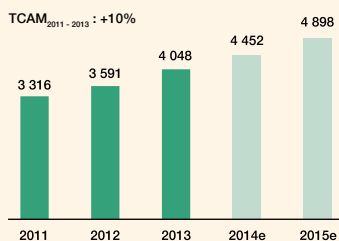
Part de marché en termes de PNB	2006	2013
BIAT	17,0%	18,2%
BNA	14,1%	13,4%
ATTIJARI BANK	6,5%	10,4%
AMEN BANK	7,9%	10,3%
STB	14,6%	10,2%
BH	11,6%	8,6%
UIB	6,0%	7,6%
BT	8,8%	7,4%
ATB	6,5%	6,9%
UBCI	5,9%	5,8%
BTE	1,1%	1,2%



Structure des dépôts en 2013



Evolution des dépôts (MDt)



En 2014, la progression de la collecte sera inéluctablement accompagnée par un renchérissement du coût des ressources

● Analyse financière de la banque et perspectives d'avenir:

1-Les dépôts :

Avec une collecte moyenne de 310MDt par an sur les 4 dernières années, et un réseau de 189 agences, Attijari Bank se classe parmi les 3 premières banques privées de la place. En 2013 et malgré un contexte d'assèchement de la liquidité sur le marché, la banque a continué ses efforts de collecte, enregistrant une croissance bien supérieure à ses résultats passés (+12.7% par rapport à une croissance moyenne entre 2010-2012 de 5%).

Attijari Bank affiche une structure classique de ses dépôts, principalement constituée de dépôts à vue et de dépôts d'épargne, ce qui lui permet d'afficher en 2013 un coût de ressources de 2.4%, inférieur à la moyenne sectorielle estimée à 3.2%, mais néanmoins en hausse par rapport à 2012. En effet, et à l'instar du secteur, la banque n'a pas échappé au renchérissement du coût de sa collecte. Face à une concurrence plus agressive, et des ressources de plus en plus rares, la banque a

étendu sa collecte sur des produits d'épargne plus onéreux tels que les certificats de dépôts ou les comptes à terme qui ont progressé de 24%.

Banque	Encours des dépôts au 30/09/2014 (en MDt)	Evolution depuis le début de l'année	Part de marché
BIAT	7 361	3,7%	16,6%
AMEN BANK	5 722	15,3%	12,9%
BNA	5 549	0,5%	12,5%
STB	5 213	0,7%	11,7%
BH	4 456	9,4%	10,0%
ATTIJARI BANK	4 439	9,7%	10,0%
ATB	3 297	-11,2%	7,4%
UIB	3 154	6,7%	7,1%
BT	2 773	3,5%	6,2%
UBCI	2 022	6,0%	4,6%
BTE	433	-11,6%	1,0%
Total	44 419	4,2%	

En 2014, et au vu des récents indicateurs communiqués à fin novembre 2014 (une hausse de 6.1% de la collecte contre 5% un an plus tôt), le rythme de croissance des dépôts du secteur devrait enregistrer une légère amélioration par rapport à 2013.

Toutefois, ces chiffres sont à prendre avec précaution ; les tensions sur la liquidité persistent encore sur le marché interbancaire. La force commerciale

d'Attijari Bank devrait permettre à la banque de surperformer le secteur, et enregistrer, selon nos prévisions, une croissance de 10% de sa collecte sur l'année 2014 à 4 452MDt. Cependant, avec l'augmentation du plancher de la rémunération de l'épargne*, et la concurrence plus agressive, la progression de la collecte sera inéluctablement accompagnée par un renchérissement du coût des ressources.

2-Les crédits :

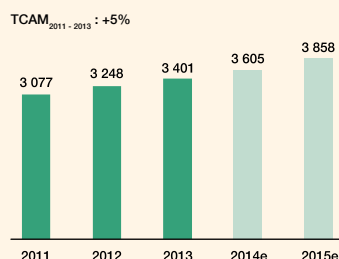
En 2013, les encours de crédits de la banque ont enregistré une croissance plus modérée de 5% contre une croissance annuelle moyenne de 11% sur la période (2010-2012). Ce ralentissement est imputé à un contexte général peu propice à l'investissement. Au vu des risques d'impayés grandissants et des exigences de plus en plus strictes de la BCT, la banque est devenue plus sélective dans l'octroi des crédits. Une orientation 'qualité' qui a permis à la banque de réduire le volume de ses créances douteuses de 14% entre 2012 et 2013 à 307.6MDt, et d'améliorer ainsi son taux de créances classées passant de 9.5% à 9.1%.

En 2014, le contexte de resserrement du crédit s'est poursuivi, Attijari Bank devrait selon

nos estimations enregistrer une croissance de 6% de ses encours à 3 605MDt. D'autant plus que la hausse du taux d'intérêt directeur décidée par la BCT au mois de juin

dernier (+25Pb à 4.75%), afin de contenir l'inflation, devrait entraîner un ralentissement des demandes de crédits (crédits d'investissement et de consommation).

Evolution des crédits (MDt)



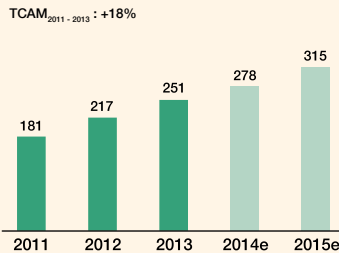
Banque	Encours des crédits au 30/09/2014 (en MDt)	Evolution depuis le début de l'année	Part de marché
STB	7 446	2,9%	15,9%
BNA	6 826	3,2%	14,6%
BIAT	6 312	4,8%	13,5%
AMEN BANK	5 927	8,1%	12,7%
BH	4 409	8,4%	9,4%
ATTIJARI BANK	3 564	4,8%	7,6%
UIB	3 286	4,3%	7,0%
BT	3 116	1,9%	6,7%
ATB	2 925	8,7%	6,3%
UBCI	2 353	10,5%	5,0%
BTE	552	7,8%	1,2%
Total	46 715	5,3%	

*Suite aux hausses successives du taux d'intérêt directeur depuis décembre 2013 (+75Pb), le taux minimum de rémunération de l'épargne est passé de 2.75% à 3.5%.

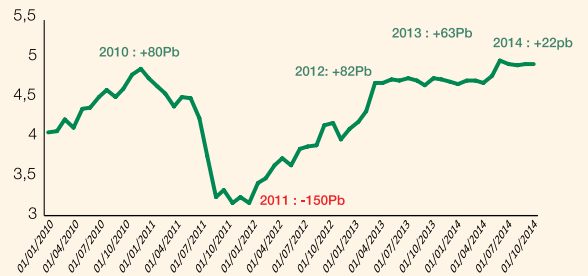
3-Le PNB:

Sur les 4 dernières années, le PNB a enregistré une croissance annuelle moyenne de 14%. Ce bon résultat a essentiellement profité de la hausse enregistrée du TMM sur toute la période (+66Pb depuis 2010). Les revenus de la banque étant majoritairement issus de la marge d'intérêt, cela rend le PNB fortement sensible aux évolutions de taux.

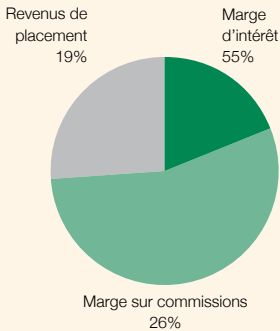
Evolution du PNB



Evolution du TMM depuis 2010



Structure du PNB en 2013



La banque affiche un spread d'intérêt de 4%, le plus élevé du secteur

Comme nous l'avons évoqué, la banque a centré ses efforts ces 4 dernières années sur l'amélioration de sa rentabilité. La stratégie a été payante, grâce à une optimisation du coût de ses ressources et une rémunération attractive de ses crédits, la banque affiche un spread d'intérêt de 4%, le plus élevé du secteur.

Pour ce qui est des perspectives pour 2014, le PNB d'Attijari Bank devrait selon nos estimations enregistrer une hausse de 11% à 278MDt.

Inférieure aux performances passées, le PNB devrait pâtir d'un double effet:

- (1) La décélération du rythme des crédits
- (2) Une hausse du coût de ressources.

La banque a tout intérêt à optimiser d'autres sources de revenus (revenus des commissions ou revenus de portefeuilles), pour maintenir son niveau de croissance dans un contexte de ralentissement de l'économie.

La banque a tout intérêt à optimiser d'autres sources de revenus, pour maintenir le niveau de croissance de son PNB

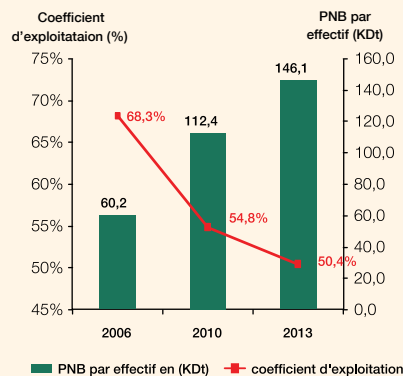
2013	Coût des ressources	Taux de sortie	Spread d'intérêt
ATTIJARI BANK	2,6%	6,6%	4,0%
BIAT	2,0%	5,8%	3,8%
UIB	2,8%	6,5%	3,7%
UBCI*	2,2%	5,8%	3,6%
BT	3,2%	6,7%	3,4%
BH*	3,5%	6,6%	3,1%
AB	4,1%	7,2%	3,1%
ATB	3,0%	5,8%	2,8%
BNA	3,1%	5,8%	2,7%
STB	3,3%	6,0%	2,7%
Secteur	3,2%	6,1%	3,0%

*Estimations de Tunisie Valeurs

4-La productivité:

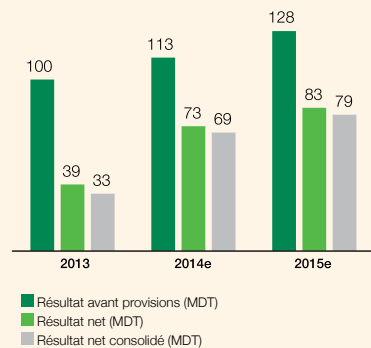
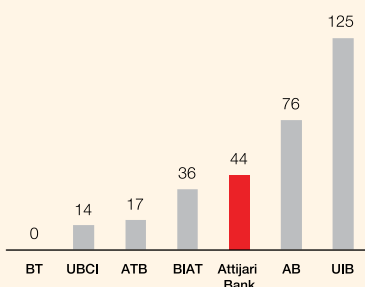
La productivité de la banque n'a cessé de s'améliorer depuis sa privatisation en 2005, et ce, malgré la politique d'investissement expansive opérée par le nouvel actionnaire marocain. Les efforts en termes de contrôle des coûts ont particulièrement été perceptibles au niveau des charges salariales, un poste de charges conséquent pour la banque (32% du PNB).

En effet, malgré l'ouverture moyenne de 14 agences par an depuis la privatisation, l'effectif de la banque n'a progressé que de 3% en moyenne par an. Les charges d'exploitation ont ainsi évolué à un rythme bien moins effréné que le PNB, améliorant le coefficient d'exploitation de 5 points de pourcentage à 50%, en ligne avec la moyenne sectorielle.





Montant des provisions complémentaires relatives à la nouvelle circulaire BCT (en MDt) dans le secteur privé



Un taux de couverture de 81% en 2013, bien supérieur aux exigences de la BCT

5-Résultat net

L'assainissement opéré par la banque en 2006 au niveau de son portefeuille l'a sans doute épargné des dommages post révolution. Cependant, les efforts en termes de provisionnement ont continué, avec une enveloppe moyenne de provisions de 38MDt entre 2010 et 2012 représentant 20% du PNB. Néanmoins, la sonnette d'alarme tirée par la BCT en décembre 2013 n'a, cette fois-ci, pas épargné la banque marocaine. A l'instar de toutes les banques de la place, Attijari Bank a dû constituer une provision supplémentaire d'un montant de 44MDt au titre des nouvelles règles de provisionnement sur les créances classées ayant une ancienneté supérieure à 3 ans (voir encadré¹). Des modifications comptables qui ont impacté les capitaux propres de la banque, mais non sa capacité bénéficiaire.

En dépit des provisions additionnelles constituées, la banque affiche des fonds propres solides avec un ratio de solvabilité de 11% en 2013, au-dessus des normes prudentielles exigées par la BCT (un minimum de 9% en 2013 et 10% à partir de 2014).

Sa politique de provisionnement prudente lui a permis d'enregistrer un taux de couverture de 81% bien supérieur aux exigences de la BCT.

La banque clôture l'année 2013 sur un bénéfice net et avant modifications comptables de 83MDt (soit 2x celui de 2012). Une bonne performance qui lui permet, à l'instar de l'exercice précédent, de distribuer un dividende généreux de 1.340Dt/ action représentant un yield 2013 de 5.6%, parmi les plus attractifs de la cote.

Au niveau consolidé, le groupe s'est lancé dans l'activité d'assurance Vie avec la création en 2012 de « Attijari Assurance ». Un challenge réussi, la société a enregistré, en 2013, un chiffre d'affaire de 17MDt. Profitant des synergies avec le réseau bancaire, la société d'assurance s'offrirait, selon le management, une part de marché de 7% rien que sur sa première année d'exploitation.

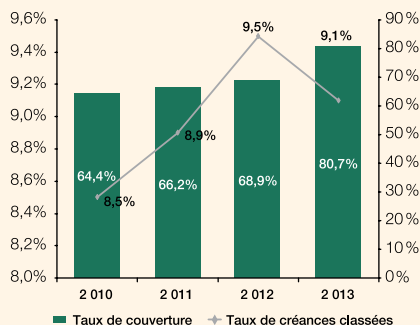
Impacté par les modifications comptables relatives à la nouvelle circulaire BCT, le groupe clôture l'année 2013 sur un bénéfice consolidé de 33MDt, contre un bénéfice de 57MDt en 2012.

Pour ce qui est des perspectives pour 2014, nous tablons sur un bénéfice consolidé de 70MDt.

Compte tenu des nouvelles règles de classification imposées par la BCT, les efforts de provisionnement devraient continuer en 2014 avec une dotation nette de 40MDt, soit 14% du PNB estimé de la banque.

1Circulaire BCT (décembre 2013) :

La BCT a publié une circulaire relative à la politique de provisionnement des banques, dont la principale mesure est l'obligation par les établissements de crédit de constituer, au-delà des provisions réglementaires de 100% anciennement prévues (sur le risque non couvert par des garanties), des provisions supplémentaires **sur les garanties hypothécaires** relatives aux créances classées ayant une ancienneté supérieure à 3 ans. De telles mesures permettraient de renforcer la politique de gestion du risque, et d'améliorer le taux de couverture des banques pour se conformer aux ratios réglementaires de 70%.



• Parcours boursier et opinion de Tunisie Valeurs :

Après avoir essayé deux années post révolution difficiles, le titre Attijari Bank retrouve un trend haussier depuis le mois de mai 2013. Aujourd'hui la banque cote à 23.800Dt, correspondant à une capitalisation boursière de 946MDt (soit un P/E2014e de 13.5x, en ligne avec le secteur et un P/B2014e de 2.3x contre 1.6x pour le secteur).

Depuis sa privatisation en 2005, la banque a réussi à franchir de nombreuses marches et affirmer sa place dans le paysage bancaire tunisien :

(1) Assainissement de son bilan : la banque affiche aujourd'hui un portefeuille parmi les plus sains de la place, dépassant même l'indétrônable Banque de Tunisie en terme de couverture des risques.

(2) Modernisation de son image : Adossée à une signature régionale de renommée, Attijari Bank s'est construite une image de banque dynamique et fortement compétitive par rapport à ses concurrentes.

(3) Consolidation de sa part de marché : Véritable challenger pour Amen Bank, l'ancienne petite banque publique, est devenue en 10 ans la 3ème banque privée du pays.

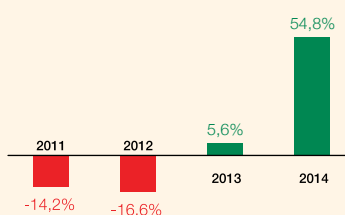
(4) Amélioration de sa rentabilité:

Les déficits de la privatisation derrière elle, la banque affiche une capacité bénéficiaire solide avec une croissance annuelle moyenne des bénéfices de 15 % par an.

Aujourd'hui les socles de sa réussite sont largement établis, et la banque est en mesure de le prouver à ses actionnaires, notamment par le rendement en dividendes qu'offre la valeur sur le marché. Avec un yield 2014 estimé de 6%, parmi les plus attractifs de la cote, la banque jouit d'un atout de taille, très apprécié par les investisseurs.

Au vu de tous ces éléments, **nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.** Conscients que les exigences de la BCT peuvent encore durcir sur les deux prochaines années, notre recommandation est placée sur un horizon long termiste (un placement minimum de 3 à 4 ans), afin de récolter les fruits d'une croissance mûre et saine.

Performance annuelle du titre Attijari Bank



MDT	2011	2012	2013	2014e	2015e	Var _{15/13}
Dépôts	3 316	3 591	4 048	4 452	4 898	10,0%
Crédits	2 629	3 077	3 248	3 401	3 605	5,4%
PNB	181	217	251	278	315	11,9%
RAIP (Résultat avant impôt et provisions)	79	108	129	146	164	12,7%
Résultat net	32	56	39	73	83	46,7%
Résultat net consolidé	31	57	33	69	79	54,2%

e : Estimations de Tunisie Valeurs



Fiche valeur - Poulina Group Holding

Rédigé en Décembre 2014

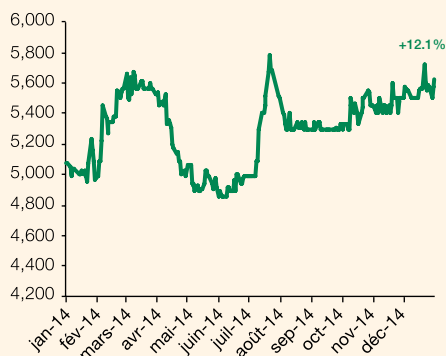
Un groupe robuste et une valorisation attrayante

(+)

Acheter

Prix : 5.600 Dt

Evolution du cours boursier de PGH en 2014



Recommandation boursière

A l'image de bon nombre de groupes tunisiens, PGH n'a pas échappé aux effets de la crise qui a perduré ces trois dernières années. Mais la résistance a été salutaire et la baisse de la rentabilité assez contenue.

Par ailleurs, le conglomérat n'a pas perdu son appétit pour l'investissement avec une enveloppe de plus de 550MDt depuis 2011! Des projets qui ont nécessité la mobilisation d'importants crédits et qui n'ont, malheureusement, pas pu dévoiler leur réel potentiel de profitabilité dans une conjoncture en berne. Un « manque à gagner » conjoncturel qui sera résorbé sitôt que la situation économique du pays sera rétablie.

En bourse, PGH traite à des niveaux de valorisation historiquement bas (P/E2014e de 13.3x), déconnectés des fondamentaux du groupe et de sa rentabilité « latente ».

Des éléments qui nous mènent à miser sur le potentiel de réévaluation par le marché à moyen terme. **Nous réitérons l'achat du titre.**

Actionariat (mai 2014):

FCP Founders :	73.4%
Famille Ben Ayed:	5.1%
Famille Bouricha :	3.3%
Famille Bouzguenda:	2.5%
Public:	15.7%

Dont investisseurs étrangers : 3.5%

Capitalisation Boursière: 1 008 MDT

Ratios de Valorisation:

PGH / Marché

P/E_{2014e} : 13.3x / 14.9x

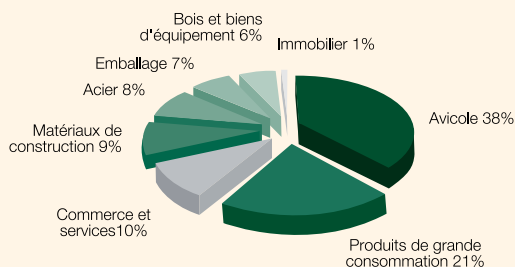
P/B_{2014e} : 1.7x / 1.9x

Yield_{2014e} : 3.8% / 3.6%

Gearing_{2014e} : 150%

ROE_{2014e} : 17%

Structure du chiffre d'affaires de PGH



Présentation du Groupe Poulina Holding:

Poulina Group Holding est un conglomérat diversifié opérant, à travers sa centaine de filiales, dans une dizaine d'activités. Une dimension qui fait de lui l'un des premiers groupes privés tunisiens en termes de chiffre d'affaires (+ 1.5 milliards de dinars).

Grâce à la diversification entamée par le management dès les années 80, PGH affiche aujourd'hui une physionomie assez intéressante, alliant à la fois des **activités défensives** (60% du CA provient des métiers de l'aviculture et de la grande consommation) et d'autres **plus cycliques** (acier, bâtiment, commerce...). Cette spécificité n'est pas sans intérêt aujourd'hui puisqu'elle permet au groupe **de résister en temps de crise et, en même temps, d'être à l'offensive dans un contexte de reprise économique.**

La stratégie de diversification du groupe Poulina tout au long des dernières décennies a été motivée par le souci d'intégrer, en amont et en aval, ses activités mais également par le besoin de trouver de nouveaux relais de croissance.

Contrairement à ce que l'on pourrait croire, le groupe Poulina est plutôt resté un 'brand name' local. Le

groupe ne réalise que 15% de son CA à l'export. Il jouit d'un portefeuille de marques « historiques » et à forte notoriété sur le marché tunisien en sa qualité de précurseur sur la plupart de ses activités (ex : Mazraa, Selja, Jedida, Carthago Ceramic...etc).

Une croissance du CA qui a résisté à la conjoncture économique morose

Situation récente du groupe Poulina :

Sur la période « Post Révolution », et malgré la conjoncture difficile qui a marqué la Tunisie, la croissance du chiffre d'affaires a été assez solide **(+10% par an)**, un niveau enviable par bon nombre de groupes industriels tunisiens.

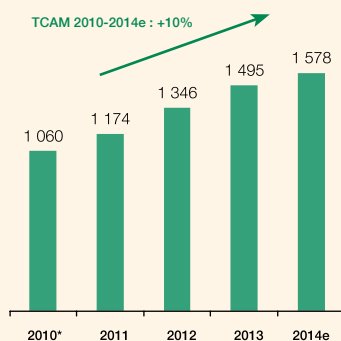
En termes absolus, cette croissance a été drainée par les métiers de l'aviculture et de la grande consommation (+400 MDT sur la période) et s'explique par la jonction de **facteurs endogènes** (augmentation de la production, lancement de nouveaux produits, hausse des prix de vente en relation avec l'inflation) et **exogènes** (une consommation sans doute accentuée par la présence de plus de 1.5 million de libyens sur le territoire tunisien).



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES / FÉVRIER 2015

Evolution du CA de PGH (en mDt)



Une baisse 'contenue' de la rentabilité malgré la succession des chocs

En ce qui concerne les autres activités, et après une période bridée, celles-ci ont globalement pu retrouver leur niveau d'activité d'avant Révolution.

Du côté de la rentabilité, la résistance a encore été plus salutaire face à la multitude de chocs subis. Les projets nouvellement lancés ont certes pu générer du chiffre d'affaires mais n'ont pas forcément pu atteindre leur seuil d'équilibre générant un manque à gagner au niveau de la rentabilité. Ensuite, il y'a eu les multiples grèves qui ont détérioré la productivité, la dépréciation du Dinar qui a renchéri le coût des achats... Peu de groupes tunisiens ont connu la jonction de tous ces facteurs négatifs.

Pour autant, la marge d'EBITDA de PGH n'a reculé « que » de 250 pb, pour s'établir à 13,7% en 2014 contre 16,3% avant Révolution.

Cette baisse de rentabilité s'est retrouvée encore plus prononcée au niveau du résultat net suite à la hausse des frais financiers. Celle-ci est principalement imputable à l'augmentation de l'endettement du groupe, lui-même résultant de la politique d'investissement des dernières années. Car malgré le tassement du climat général des affaires, PGH n'a pas perdu son appétit pour l'investissement.

En moyenne 140 MDT ont été investis annuellement sur la période 2011-2014e, une politique dynamique visant à perfectionner l'outil de production, à augmenter les capacités de production mais également à financer des acquisitions dans le cadre d'une diversification et d'une croissance externe.

Un appétit confirmé pour l'investissement... qui a nécessité la mobilisation de crédits

Dans une conjoncture économique peu florissante, où les cash flow se sont avérés en deçà de leur potentiel, l'endettement a été le moyen de financement favori de PGH.

C'est ainsi que la dette nette est passée de 600MDt en 2010 à 865MDt en 2013, dépassant

depuis 3 ans 150% des fonds propres.

En KDt	2010	2011	2012	2013	2014e*
Capacité d'autofinancement	144 786	106 940	148 917	139 282	159 967
Augmentation du BFR	-118 318	118 434	57 919	33 199	39 342
Trésorerie d'exploitation	26 467	-11 494	90 998	106 083	120 625
Investissements	151 778	95 462	202 934	119 464	110 000
<i>Dont coroprels & Incorporels</i>	<i>134 656</i>	<i>85 089</i>	<i>121 289</i>	<i>115 937</i>	<i>110 000</i>
<i>Dont financiers</i>	<i>17 122</i>	<i>10 373</i>	<i>81 645</i>	<i>3 528</i>	<i>-</i>
Free Cash Flow	-125 311	-106 956	-111 936	-13 382	10 625
Dette financière nette	605 348	680 683	825 029	863 583	890 742
Gearing	123%	144%	157%	151%	150%

e*: Estimations de Tunisie Valeurs

Selon nous, l'amélioration de la rentabilité ne sera pas suffisante pour permettre au groupe de se désendetter. Et comme nous l'écrivions déjà depuis deux ans: il est grand temps pour PGH de procéder à une augmentation de capital pour rééquilibrer son bilan et retrouver des marges de manoeuvre si des opportunités capitalistiques importantes se présentent.

• Perspectives de développement :

Le management de PGH a présenté lors de la dernière AGO (juin 2014) ses prévisions sur 3 ans laissant entrevoir, à juste titre dans la conjoncture actuelle, un certain conservatisme.

Le groupe table sur une croissance de 5.5% de son CA et une très légère amélioration des marges. Sur la base des agrégats communiqués, le résultat net pourrait évoluer, selon nos estimations, comme suit: **75MDt en 2014 et 85MDt en 2015**

Un résultat net de 75 MDT attendu pour 2014

Sur le plan stratégique, le groupe a pris depuis quelques années un nouveau tournant en s'orientant davantage vers le secteur des services, une décision qui se confirme dans les

Une recapitalisation du groupe serait la bienvenue

récents investissements réalisés : prise de participation dans la société Ennaki, lancement d'une activité de cosmétiques, pénétration du secteur des TIC avec la création d'un data center et d'une JV avec Oxia...

Le management semble prôner une stratégie moins capitalistique qu'auparavant et plus génératrice de valeur ajoutée, même si cela peut ne pas s'inscrire dans une stratégie de développement bien définie et s'apparenter davantage à un comportement « opportuniste ».

S'agissant du volet industriel, tous les investissements engagés ces trois dernières années n'ont pas pu dévoiler leur potentiel dans l'environnement économique morose que connaît la Tunisie. A moyen terme, et une fois l'économie tunisienne 'stabilisée', PGH devrait retrouver des niveaux de rentabilité plus conciliants par rapport à ses efforts d'investissement.

*2010 chiffre d'affaires proforma n'intégrant pas les activités libyennes. En effet, les 10 filiales implantées en Libye ne font plus partie du périmètre de consolidation des états financiers de PGH.



La valorisation du conglomérat est à ses plus bas niveaux.... Un potentiel de réévaluation par le marché

• Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

En bourse, le titre PGH a été parmi les plus grands perdants de la Révolution. La capitalisation a perdu près de 30% de sa valeur depuis janvier 2011 et se situe aujourd'hui à 1008MDT. Nous sommes désormais loin des multiples atteints en 2008 ou en 2010 où le titre se traitait à des P/E de 16x et 18x.

les différents secteurs du groupe ; la décote serait encore plus nette (P/E de 18,3x et VE/EBITDA de 10,6x).

En se référant à ces niveaux de multiples, la valorisation de PGH serait ramenée à près de 1.4 milliards de dinars, soit 35% de plus que sa capitalisation actuelle.

	P/E median	VE/ EBITDA median
Avicole	18,6	9,2
Grande consommation	23,2	16,0
Acier	12,4	7,4
Emballage	13,1	9,6
Matériaux de construction	14,2	7,5
Commerce et Services	17,6	9,3
BTP	15,3	7,7
Bois et Biens d'équipement	22,8	14,0
Immobilier	6,6	5,9
Multiples PGH *	18,3	10,6

* Multiples PGH pondérés par le chiffre d'affaires

Au cours d'aujourd'hui, PGH traite à des niveaux de valorisation historiquement bas (PER2014e de 13,3x et multiple d'EBITDA de 8.9x) et déconnectés de ses fondamentaux et de sa **rentabilité latente**.

Ainsi, à la lumière de ces éléments, le titre PGH dispose, selon nous, d'un réel potentiel de réévaluation par le marché. **Nous réitérons notre recommandation d'achat sur le titre PGH.**

Trouver des groupes internationaux comparables à PGH est relativement dur mais globalement, des conglomérats diversifiés se traitent à des multiples plus élevés que Poulina (P/E_{2014e} entre 14,5x et 16,6x). D'un autre côté, si l'on effectuait une valorisation par parties sur la base des multiples des sociétés étrangères opérant dans

En milliers de dinars	2012 R	2013 R	2014 e*	2015 e*
Chiffre d'affaires	1 346 344	1 495 495	1 578 000	1 650 000
Progression	15%	11%	6%	5%
Marge brute	413 352	460 468	487 602	516 450
Progression	17%	11%	6%	6%
Taux de marge brute	30,7%	30,8%	30,9%	31,3%
Charges de personnel	86 565	93 489	100 033	105 535
Autres charges d'exploitation	148 206	167 942	176 339	187 801
EBITDA	184 302	205 437	216 230	228 114
Progression	7%	11%	5%	5%
Marge d'EBITDA	13,7%	13,7%	13,7%	13,8%
Résultat net part du groupe	81 575	67 244	75 875	84 477
Progression	81%	-18%	13%	11%
Marge nette	5,9%	4,4%	4,7%	5,0%

e*: Estimations de Tunisie Valeurs

Fiche valeur - OTH

Rédigé en Décembre 2014

Un nouvel élan donné par la Bourse

(+)

Acheter

Prix : 7.230Dt

Evolution du cours de OTH depuis son introduction en Bourse



Recommandation boursière

Fleuron de l'économie nationale, le Groupe One Tech s'est introduit en Bourse suite à sa restructuration en trois pôles d'activité (câblerie, mécatronique et télécom). En dépit de sa situation financière solide (pas de dette), **le Groupe a fait le choix de s'orienter vers la Bourse pour se donner les moyens de concrétiser ses ambitions et renforcer sa présence internationale.**

Adossé à des groupes de renommée internationale dans l'essentiel de ses métiers, le groupe a acquis une bonne maîtrise de sa technologie lui permettant de passer à une vitesse supérieure pour pénétrer de nouveaux marchés et accélérer son internationalisation.

Actionariat (mai 2014):

Famille Sellami :	55.9%
Familles partenaires :	17.5%
Fonds MPEF III* :	6.2%
CTKD :	5.5%
SFI **:	3.9%
Public :	11.0%

*Fonds de AfricInvest
**Filiatle de la Banque Mondiale

Capitalisation Boursière: 387MDt

Ratios de Valorisation:

OTH / Marché

P/E_{2014e} : 14x / 15x

P/B_{2014e} : 1.6x / 1.9x

Yield_{2014e} : 3.4% / 3.5%

Gearing_{2014e} : -13%

ROE_{2014e} : 13%

Présentation du Groupe OTH:

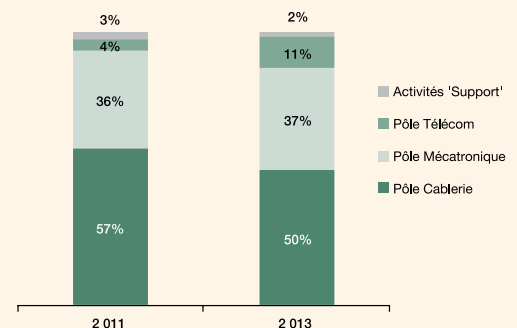
Avec un chiffre d'affaires dépassant les 400MDT et plus de 75% des ventes destinées à l'export, le Groupe One Tech est le deuxième plus gros exportateur privé du pays.

Opérant initialement dans la câblerie, le groupe OTH a entrepris, au fil des années, une ambitieuse stratégie de diversification articulée autour du concept du 'one stop shop' afin de pouvoir offrir au client une solution complète (allant du câblage filaire + circuit imprimé + pièces électroniques et mécaniques assemblées → produits finis (modules complets)).

En 2013, à l'occasion de son introduction en Bourse, le Groupe One Tech s'est restructuré en Holding contrôlant une quinzaine de sociétés dans principalement trois secteurs d'activités différents : la câblerie, la mécatronique et le télécom. Aux cotés de ces trois métiers stratégiques, OTH détient des participations dans d'autres activités supports: la construction métallique et l'emballage pharmaceutique primaire.

Le pôle câblerie continue à représenter la colonne vertébrale du Groupe aussi bien au niveau du chiffre d'affaires qu'au niveau de la rentabilité (en moyenne 50%). Sa part est néanmoins en train de baisser au fil des années au profit du pôle mécatronique et télécom, qui représentent désormais les nouveaux moteurs de croissance du Groupe.

Répartition du chiffre d'affaires du Groupe par pôle





La rentabilité du pôle mécatronique s'est nettement appréciée (+75% à 12MDt), ce pôle constitue désormais le principal moteur de croissance du Groupe

• Analyse financière du Groupe One Tech et perspectives :

Récemment coté en Bourse, OTH a été parmi les rares sociétés à avoir respecté son Business Plan d'introduction en Bourse affichant un résultat net consolidé de 39.7MDt en hausse de 143% par rapport à 2012 et en dépassement de 5% par rapport aux projections initialement prévues.

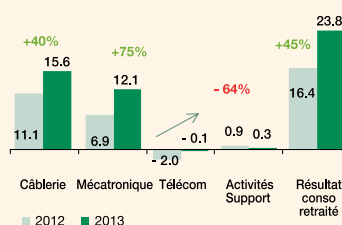
Cette forte croissance est néanmoins à relativiser dans la mesure où le résultat net a été bonifié par des plus values exceptionnelles effleurant les 16MDt provenant de la plus value de restructuration* (11.8MDt) et de la cession d'un terrain (4.1MDt).

Au niveau de l'activité intrinsèque du Groupe (hors exceptionnel), OTH a affiché une croissance solide de son bottom line (+45% à 23.8MDt) et semble sur la bonne voie pour retrouver son éclat d'avant la crise européenne.

Le rebond le plus notable a été au niveau du pôle mécatronique qui est étroitement lié au marché automobile européen. Le pic de la crise semble avoir été dépassé depuis le premier semestre 2013, ce pôle a retrouvé, depuis, le chemin de la croissance. Il contribue désormais à hauteur de 43% dans le résultat net global contre 36% en 2012 et est appelé à devenir le principal moteur de croissance du Groupe. Rappelons que OTH opère avec des multinationales de grande envergure tels que Bosh, Magnetti Marelli, Siemens, Delphi, Lacroix, Le Grand... Le Groupe s'est construit une bonne réputation et se trouve parfois dans l'incapacité de satisfaire intégralement la demande qui lui est adressée.

Pour préserver son image et son positionnement, le Groupe devrait consolider davantage sa politique d'investissement afin d'atteindre une taille critique lui permettant de se hisser parmi les plus grands producteurs au monde.

Evolution du résultat net retraité du Groupe par pôle entre 2012 et 2013



Etant à un stade préliminaire lors de l'introduction en Bourse, le management a fait le choix de ne pas intégrer ces projets dans le business plan d'introduction par prudence. De ce fait, nous n'avons pas de visibilité sur l'impact chiffré sur la rentabilité de ces investissements qui devraient porter sur une enveloppe totale de 20MDt. Une chose est sûre, ces retombées devraient se ressentir sur le bottom line à partir de 2016.

Une enveloppe globale de 20MDt d'investissement dans le pôle mécatronique qui devrait avoir des retombées positives sur la rentabilité à partir de 2016.

L'activité câblerie confirme son statut de 'vieille dame' du Groupe. Avec une capacité bénéficiaire confortable de 15MDt, ce pôle confère au Groupe plus de latitude pour pénétrer de nouveaux marchés en Afrique et au Moyen Orient où le potentiel de croissance semble considérable.

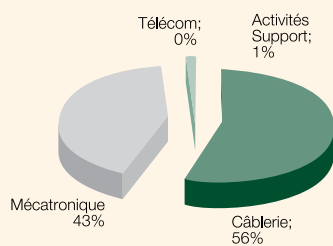
Profitant de son partenariat avec Prysman, leader mondial dans l'industrie de la câblerie (automobiles, énergie et télécommunication), et d'une bonne maîtrise de la technologie, le Groupe dispose des atouts nécessaires pour mettre en oeuvre sa stratégie d'expansion.

Avec une capacité bénéficiaire de 15MDt, le pôle 'câblerie' constitue la vache à lait du Groupe.

Enfin, pour ce qui est du pôle télécom, restructuré en 2010, ce pôle commence à monter en puissance, représentant 11% du chiffre d'affaires global en 2013, contre 4% en 2011.

Alors qu'il était déficitaire en 2012 (-2MDt), ce pôle a quasiment équilibré ses comptes en 2013 et

Structure du résultat du Groupe par pôle



Les catalyseurs de croissance du Groupe dans l'avenir seront le pôle mécatronique et le pôle Télécom

devrait renouer avec les bénéfices à partir de cette année.

Grâce aux partenariats conclus récemment, l'acquisition de Systel (spécialisée dans les technologies de l'information et de la communication) en 2013, et la création de One Tech Africa, le Groupe continue sur sa lancée pour devenir un acteur incontournable aussi bien sur le marché local qu'à l'export. Misant sur le know how de ses ressources humaines, le Groupe souhaiterait se faire une place en Afrique de l'Ouest en tant qu'intégrateur réseaux et télécom.

Le pôle 'télécom' devrait commencer à récolter le fruit de sa restructuration stratégique et devrait renouer avec les bénéfices à partir de 2014.

En termes consolidés, pour 2014, **le Groupe OTH devrait afficher une croissance de 14% de son chiffre d'affaires à 482MDt et de 16% du résultat net part du Groupe à 27MDt.** Il convient d'attirer l'attention du lecteur que cette comparaison a été faite en se référant aux résultats 2013 retraités étant donné qu'ils ont été bonifiés par une plus value exceptionnelle* sensiblement élevée de 15.9MDt.

S'agissant des fondamentaux financiers du groupe, OTH se dote d'une situation financière très solide. Privilégiant de tout temps la prudence, le groupe n'a pas de dettes et gagnerait à optimiser sa rentabilité (ROE de 14%) en mobilisant du levier financier.

Un chiffre d'affaires 2014 consolidé en hausse de 14% à 482MDt et un résultat net part du Groupe en progression de 16% par rapport à 2013.

● Parcours boursier et opinion de Tunisie Valeurs

Alors que l'introduction du Groupe One Tech a connu un grand succès, en mobilisant plus de 585MDt auprès du public, le parcours boursier du titre a été très timide pour sa première année de cotation (+0.6% en 2013), coïncidant avec un contexte politico-économique tendu qui a rendu les investisseurs méfiants par rapport à la Bourse en général.

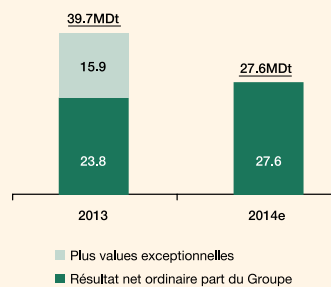
En 2014, la situation est toute autre, grâce à une reprise de confiance dans le climat d'investissement et à l'institutionnalisation du capital du Groupe OTH suite à l'entrée des fonds AfricInvest, le titre OTH a connu une envolée de 10% portant son cours à 7.230Dt et la capitalisation boursière du Groupe à 387MDt (soit +14,6% depuis l'introduction en Bourse). A ce niveau de prix, OTH traite à un P/E 2014e de 14x, un niveau encore décoté par rapport au marché.

Le titre OTH est un investissement à double facettes : une activité 'vache à lait', la câblerie, caractérisée par la récurrence de ses cash flows et deux activités en plein essor (mécatronique et télécom), constituant les relais de croissance du Groupe.

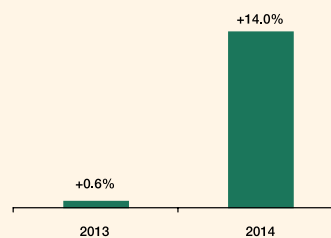
Disposant d'une infrastructure favorable (bonne maîtrise technologique, des partenariats de renommée internationale, un bon positionnement sur ses secteurs d'activité, une assise financière solide et surtout un management de qualité), le Groupe est bien outillé pour concrétiser ses ambitions et renforcer sa présence internationale.

Nous voyons dans OTH une opportunité de placement diversifié multidisciplinaire. La stratégie d'expansion, le positionnement sectoriel du groupe, la valorisation intéressante (P/E de 14x et yield de 3.2%) nous confortent dans **notre opinion positive sur le titre.**

Evolution du résultat net du Groupe



Performance du cours OTH en 2013 et 2014



- Bon positionnement sectoriel
- Stratégie d'expansion opportune
- Valorisation intéressante

→ Nous recommandons d'acheter le titre

En KDt	2011	2012	2013	2014e
Revenus	365 219	374 832	420 093	482 000
Variation	22.6%	2.6%	12.1%	14.7%
Marge brute	83 566	85 215	100 609	124 458
Variation	2.4%	2.0%	18.1%	23.7%
Taux de marge brute	22.9%	22.7%	23.9%	25.8%
EBITDA	31 883	30 901	38 259	54 562
Variation	-9.7%	-3.1%	23.8%	42.6%
Marge d'EBITDA	8.7%	8.2%	9.1%	11.3%
Résultat de l'ensemble consolidé	17 309	19 322	27 391	31 697
Marge Nette	4.7%	5.2%	6.5%	6.6%
Résultat net part du groupe hors exceptionnel	14 765	16 357	23 788	27 576
Variation	-17.2%	10.8%	45.4%	15.9%
Plus value exceptionnelles			15 977	
Résultat net part du groupe	14 765	16 357	39 765	27 576
Variation	-17.2%	10.8%	143.1%	-30.7%

e: Estimations de Tunisie Valeurs

* Cette plus value était prévue dans le business plan d'introduction



Fiche valeur - Groupe Tunisie Leasing

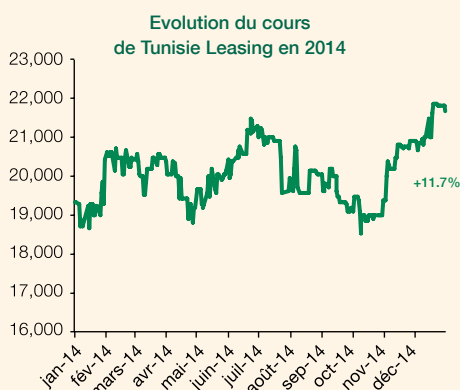
Rédigé en Décembre 2014

L'Algérie, le puissant relais de croissance du groupe

(+)

Acheter

Prix : 21.840 Dt



Recommandation boursière

Leader du leasing en Tunisie et en Algérie, le groupe TLG a réussi à maintenir le cap dans une conjoncture économique difficile, grâce à la diversité de ses métiers.

En bourse, le titre a perdu 22% de sa valeur depuis la Révolution de Janvier, une correction sévère et disproportionnée par rapport aux fondamentaux du groupe, qui demeurent globalement sains. La valorisation de TLG en est ainsi ramenée à des niveaux historiquement bas (PER_{2014e} de 12.5x) et occulte les relais de croissance potentiels qui s'offrent au groupe sur le moyen terme. Le rendement du titre en dividendes est par ailleurs attrayant (4.4%). Autant d'arguments qui justifient le positionnement sur la valeur.

Présentation du Groupe Tunisie Leasing :

Créé il y'a plus de 25 ans, le groupe Tunisie Leasing est aujourd'hui un acteur financier de référence sur ses trois métiers : le **Leasing**, le **Factoring** et la **Location Longue Durée**.

Aux côtés de ces activités de base, TL détient des participations stratégiques dans des sociétés financières (le capital investissement et l'intermédiation en Bourse) qui contribuent, en moyenne et selon les années, à hauteur de 10% du résultat du groupe.

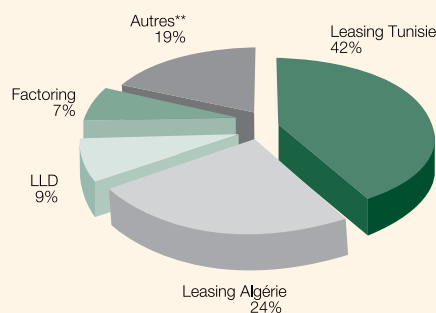
Le capital de TL est détenu majoritairement par le groupe Amen (53% du capital), une montée dans le capital qui date déjà de 2009 qui a permis de consolider l'actionariat de la société et d'écartier les risques d'OPA, potentiels à l'époque.

Tunisie Leasing a été parmi les rares groupes financiers tunisiens à partir à la conquête du marché algérien. Une aventure qui remonte à 2006 et qui a permis au groupe d'échapper à la fameuse réglementation plafonnant la participation des étrangers dans les sociétés algériennes à 51%. Le capital de MLA est effectivement totalement détenu par des actionnaires étrangers*.

Malgré la diversité de ses activités, le **leasing demeure le coeur de métier du groupe** contribuant à près de 2/3 de ses résultats :

- Le leasing en Tunisie : à travers la société mère Tunisie Leasing SA, leader historique avec une part de marché de 21.4%;
- Le leasing en Algérie : à travers la filiale Maghreb Leasing Algérie (MLA), qui continue, malgré l'arrivée de nouveaux opérateurs sur le marché, à être le leader du secteur avec 18% de parts de marché.

Contribution des activités dans le résultat du groupe*



*Contribution moyenne de 2012 et 2013
**Capital investissement + Intermédiation en Bourse

Situation récente du groupe Tunisie Leasing :

A l'image de l'ensemble des activités de financement en Tunisie, le groupe TLG a été relativement touché par la Révolution. Décélération de la production, resserrement des liquidités, hausse du coût du risque... sont autant d'éléments exogènes qui ont pesé sur la rentabilité du groupe en Tunisie.

Actionariat (mai 2014) :

Groupe AMEN :	53.2%
M. Rached HORCHANI :	10%
STUSID Bank :	8.2%
Public :	28.6%

Dont étrangers : 7%

Capitalisation Boursière: 188 MDT

Ratios de Valorisation:

TLG / Secteur du leasing

P/E_{2014e} : 12.5x / 12x

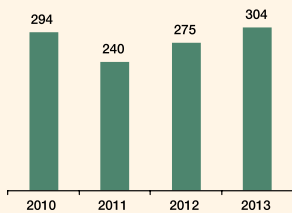
P/B_{2014e} : 1.2x / 1.2x

Yield_{2014e} : 4.4% / 4.8%

ROE_{2014e} : 11%

En 2013, les mises en force de TL ont dépassé le cap symbolique des 300MDt

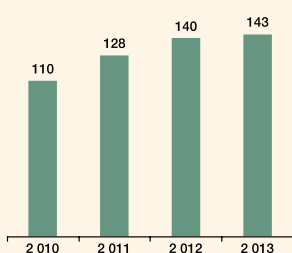
Mises en force de Tunisie Leasing SA (en MDt)



Le resserrement général des liquidités sur les trois dernières années a entraîné un effritement de la marge de leasing

Malgré le développement de la concurrence, MLA continue à être le leader du marché algérien

Mises en force de MLA (en MDt)



La diversification « pays + métier » a cependant permis de sauver la donne. Retour sur les réalisations récentes du groupe.

Le leasing en Tunisie :

En Tunisie, l'activité post Révolution de Tunisie leasing a certes décéléré mais elle a globalement résisté par rapport à la concurrence (+1% au niveau des mises en force entre 2010 et 2013 alors que le reste du secteur a reculé de 1%), maintenant ainsi la position de leader de la société (21.4% de part de marché à fin 2013). En tout état de cause, le « ranking » n'a jamais été un objectif en soi pour le management de TL qui a toujours affirmé qu'il accordait davantage d'intérêt à la croissance saine qu'à la course aux parts de marché.

La hausse des coûts de refinancement suite au resserrement général des liquidités a abouti à une stagnation du produit net de leasing sur la même période (2010 - 2013) et une hausse - mécanique - du coefficient d'exploitation. Dans une conjoncture où le relèvement des taux de sortie est difficile face à une concurrence ardue; le spread de leasing s'est effrité de près de 100 points de base en 3 ans (pour atteindre 2.9% en 2013).

S'agissant du volet Risque, après le « choc » des provisions collectives en 2011, l'enveloppe des provisions est retombée à des niveaux plus modérés en 2013 (0.45% des encours). Des efforts payants puisque la qualité de portefeuille de TL est parmi les plus saines du secteur avec un taux de créances classées de 6.1% et un taux de couverture de près de 80%.

Le leasing en Algérie :

Malgré le jeune âge de la filiale (7 ans d'activité) et le faible pourcentage de détention par Tunisie Leasing (seulement 30%), MLA est aujourd'hui le deuxième contributeur dans les résultats du groupe, devant même des activités plus anciennes telles que le factoring ou la LLD.

Compte tenu de l'attrait du marché algérien pour les activités de financement en général, le secteur du leasing a connu une affluence de nouveaux acteurs sur les cinq dernières années mais MLA continue à dominer le marché avec 18% de parts de marché. Il faut dire que la taille et le potentiel du marché algérien est tel que :

- la concurrence a joué un rôle minime sur les marges (le spread de leasing a globalement résisté et demeure 3x plus élevé que celui de sa société mère);
- MLA se permet d'être très exigeante en termes de sélection des risques. La qualité de portefeuille de la société est saine avec un taux de créances classées de 3%.

Cependant, et comparativement à la forte demande du leasing en Algérie, la croissance de la production de MLA a été assez modeste sur les trois dernières années (+9%). Le développement de l'activité de MLA a surtout été entravé par les difficultés de refinancement, en « l'absence » d'un marché obligataire.

La Location Longue Durée :

La société Tunisie LLD a été la première entreprise à offrir ce type de service en Tunisie.

Créée en 2001, le décollage de la filiale a été relativement lent. Ce n'est qu'en 2010 que la société a pu résorber ses fonds propres négatifs. Le développement de l'activité a sans doute buté sur le poids des habitudes (difficulté de pénétrer les segments juteux des hôtels, des sociétés publiques, des ministères...).

D'un point de vue rentabilité, la LLD, concernant exclusivement le matériel roulant, a l'avantage d'afficher un très bon profil rendement / risque. La filiale contribue à hauteur de 9% dans les résultats du groupe.

Le potentiel de développement de cette activité sera bien plus important et plus rapide en Algérie avec la forte

présence des multinationales - dans le secteur pétrolier notamment - plus habituées à ce genre de services. C'est dans cette perspective que MLA a démarré cette activité fin 2012; une expérience promise à un bel avenir.

Le Factoring :

Contrairement au leasing, la faible concurrence dans ce secteur n'a pas joué un rôle sur la réduction des prix de ce produit, dont 'la cherté' a limité l'attrait auprès des PME tunisiennes. La société Tunisie Factoring se partage substantiellement le marché avec la société UNIFACTOR, une société détenue par un pool bancaire. Sur les trois dernières années, les résultats nets de Tunisie Factoring ont relativement décroché et sont restés cloîtrés dans un canal réduit, aux alentours de 1.4MDt - 1.8 MDT (contre une moyenne de 2MDT en 2009-2010). La qualité de portefeuille de la filiale reste très bonne, dans une conjoncture pourtant difficile, avec un taux de créances classées de 4.2%.

Résultats consolidés :

Après la baisse des résultats en 2011, le groupe a retrouvé le chemin de la croissance.

En 2013, le groupe aurait même pu dépasser ses résultats d'avant Révolution n'eut été la provision sur risque fiscal (de 2.5MDt) qui a été supportée par la filiale MLA.

Ainsi, le résultat net du groupe s'est établi à 14.7MDT en 2013, en hausse de 24% par rapport à 2012, une performance tirée par une plus value juteuse réalisée par les sociétés de capital risque suite à une opération de sortie.

Le potentiel de développement de la LLD pourrait être nettement plus important en Algérie

Lorsque l'on présente TLG, il est primordial de souligner la forte

Une croissance de 24% des résultats en 2013 malgré une provision « hors métier » de 2.5 MDT

*: Estimations de Tunisie Valeurs

Le groupe jouit d'une forte culture de risque qui lui permet d'afficher un portefeuille global très sain

culture du risque mise en place par le management, depuis le début des années 2000, au niveau de toutes ses activités, et qui lui permet d'afficher aujourd'hui une qualité de portefeuille saine avec **un taux de NPL de l'ordre de 5%, toutes filiales confondues***.

• Perspectives de développement :

Le groupe Tunisie Leasing a développé, tout au long de ces dernières années, un réel savoir faire dans ses métiers; un modèle qui réussit en Tunisie et en Algérie et qui a vocation désormais à être reproduit dans de nouveaux marchés au potentiel sous-exploité. L'exiguïté du marché local et l'expérience réussie de l'Algérie ont aiguisé l'appétit d'expansion du groupe.

C'est dans ce cadre que s'inscrit d'ailleurs le projet de prise de participation dans la société Alios. Alios est une société spécialisée dans les métiers du leasing et du crédit à la consommation présente dans neuf pays africains. L'appétit de TLG pour l'Afrique germe depuis 2005; le groupe avait déjà pris une participation de 5% dans le capital d'Alios et voyait dans ce continent une extension « naturelle » de sa croissance. Cette transaction, qui hissera la vocation du groupe à une dimension « continentale », reste cependant tributaire des autorisations administratives.

• Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

A l'instar de toutes les valeurs financières de la place, le titre Tunisie Leasing a été particulièrement boudé depuis le déclenchement de la Révolution. Le titre a perdu 22% de sa valeur depuis janvier 2011, alors que les fondamentaux du groupe sont restés globalement bons.

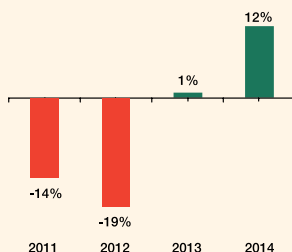
TLG présente, selon nous, un profil de risque inférieur aux autres compagnies de leasing, une culture de risque prudente - prouvée par la qualité de portefeuille dans une conjoncture difficile - et surtout une valorisation bon marché qui occulte tous les relais de croissance potentiels qui se présentent au groupe (démarrage de la LLD en Algérie, lancement prochain du factoring en Algérie, projet d'acquisition d'ALIOS...).

Le yield (4.4%) est également intéressant, soutenu par des attributions régulières d'actions gratuites.

Le titre TLG a pendant longtemps été prisé par les investisseurs étrangers en raison de la qualité de son management, de ses fondamentaux et de sa taille, adaptée à leur tickets d'intervention. Le profil de la société est de plus en plus incomparable aux autres compagnies de leasing cotées, qui sont essentiellement mono-produit et mono-marché.

A ce niveau de valorisation (PEP_{2014e} de 12.5x et un P/B_{2014e} de 1.2x), TLG pourrait être à nouveau dans la ligne de mire des fonds d'investissement étrangers, sitôt leur retour sur le marché confirmé. **Nous recommandons le titre à l'achat.**

Performance du titre TL en Bourse



En MDt	2010	2011	2012	2013	2014e
Revenus de leasing	59 043	62 897	71 774	78 878	89 353
LLD	5 375	6 274	6 897	8 560	9 587
Factoring	8 584	8 762	10 070	12 229	12 547
Autres revenus	1 403	1 103	991	575	950
Total Revenus	74 406	79 035	89 732	100 242	112 437
Charges financières	25 951	27 157	30 044	35 452	38 590
Produit net de leasing	49 095	52 529	60 058	66 419	74 847
<i>Variation</i>	<i>21%</i>	<i>7%</i>	<i>14%</i>	<i>11%</i>	<i>13%</i>
Charges d'exploitation	20 910	23 696	27 524	32 231	35 101
Résultat avant provisions	28 185	28 834	32 534	34 188	39 746
Coût du risque	2 715	6 827	4 221	4 497	5 800
Impôts	6 009	7 221	7 978	7 790	10 034
Quote part des Sociétés MEQ	2 891	1 592	1 264	3 279	1 600
Résultat net consolidé	21 781	17 462	20 779	22 139	25 012
<i>Variation</i>			<i>19%</i>	<i>7%</i>	<i>13%</i>
Intérêts minoritaires	6 316	7 936	8 918	7 482	8 889
Résultat net part du groupe	15 465	9 527	11 861	14 656	16 122
<i>Variation</i>		<i>-38%</i>	<i>25%</i>	<i>24%</i>	<i>10%</i>

e : Estimations 2014 de Tunisie Valeurs

Fiche valeur - CEREALIS

Rédigé en Décembre 2014

Une valorisation au goût du marché

(+)

Acheter

Prix : 7.000Dt

Actionnariat après introduction :

Famille GAHBICHE : 63.64%
Flottant : 36.36%

Capitalisation Boursière post augmentation : 34.2MDt

Ratios de Valorisation:

P/E_{2014e}* : 14.4x

P/B_{2014e} : 4.3x

Yield_{2014e} : 3.7%

Gearing_{2014e (post augmentation)} : 5%

ROE_{2014e} : 39%

* : Les ratios de 2014 sont calculés sur la base d'une capitalisation boursière premonney (27MDt)

Recommandation boursière

Leader sur le marché des « snacks salés » (chips), le groupe agro-alimentaire CEREALIS s'est récemment introduit sur le marché alternatif via une opération mixte portant sur un montant de 12MDT (une augmentation de 6MDt et une cession de 6MDt). La levée de fonds permettra au groupe de consolider son activité historique, mais également de dynamiser la nouvelle gamme « sucrée », via la recapitalisation de sa filiale BOLERIO, spécialisée dans la production de cake.

Récemment restructuré, le groupe est évalué à 34.2Mt, un niveau de valorisation intéressant (PER_{2014e} : 14.4x et PER_{2015e} : 12.8x), comparé à des sociétés du secteur agroalimentaire cotées sur la Bourse de Tunis (un échantillon valorisé à un PER_{2014e} de 23.2x et un PER_{2015e} de 20x).

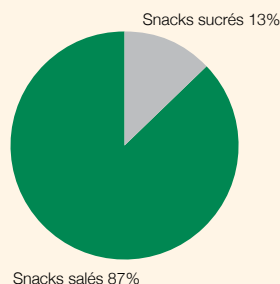
Compte tenu du profil défensif de la valeur et des perspectives de croissance, nous recommandons un positionnement à l'achat sur le titre CEREALIS.

Présentation du Groupe CEREALIS :

Fondée il y a une dizaine d'années, la société CEREALIS a débuté son activité dans la production de snacks salés (chips). Malgré son jeune âge, la société a su profiter d'un marché en plein essor, devenant aujourd'hui leader avec une part de marché de 65% et une trentaine de variétés à son actif. Son rôle novateur sur le marché, lui a ouvert des opportunités de collaboration internationales, devenant en 2004 le producteur et le distributeur exclusif de la marque américaine de chips Bugles en Tunisie.

Dans une stratégie de diversification, le groupe s'est lancé en 2009 dans le segment du 'sucré' avec la création de la société BOLERIO, spécialisée dans la production de cake et de muffin. Sur cette niche, la croissance a été plus modeste, face à lui un acteur de taille, le groupe Moulin d'Or, qui s'accapare plus de 60% du marché de la pâtisserie enrobée.

Répartition du CA du groupe en 2013



L'activité historique des snacks salés reste le coeur de métier du groupe CEREALIS

En juin 2014, l'actionnaire de référence, la famille GAHBICHE, a décidé de restructurer l'activité en un groupe de 3 sociétés avec à sa tête, la société mère CEREALIS.

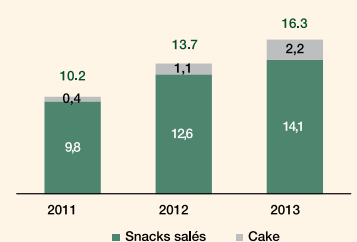
Analyse financière et perspectives de développement du Groupe:

Malgré une conjoncture économique difficile et une consommation en berne, le groupe CEREALIS a pu maintenir un rythme de croissance solide avec une progression moyenne de 26% du CA sur la période 2011-2013 à 16MDt. Comme nous l'avons évoqué, l'essentiel du CA provient de l'activité historique des « snacks salés » qui représente en 2013, 87% des revenus du groupe.

Cependant, le maintien de l'activité n'a pas été sans concession. La hausse du CA s'est accompagnée par un effritement de la marge brute, principalement expliquée par :

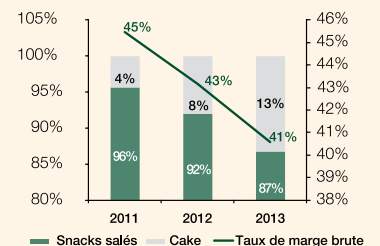
- (1) Une stratégie « prix » plus agressive, avec la mise en place de plusieurs actions promotionnelles sur l'activité 'Chips'.
- (2) Un renforcement progressif du poids de l'activité 'Cake' dans le CA du groupe, qui génère une plus faible marge que celle des chips.

Evolution du CA par produit (MDt)



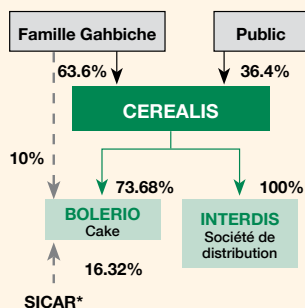
La hausse du CA du groupe s'est accompagnée par un effritement des marges

Structure du CA et évolution de la marge



Dans la même logique, la rentabilité du groupe a été pénalisée par l'entrée en exploitation de l'activité « Cake » en 2011 et l'augmentation de la taille du groupe nécessitant des coûts supplémentaires, en particulier en termes de recrutement (une augmentation moyenne de 54% des charges de personnel). La marge d'EBITDA a perdu près de 6 points de pourcentage, passant de

Organigramme du groupe post IPO



* A partir de 2015, la société BOLERIO sera détenue à 100% par CEREALIS, suite au rachat du reliquat des participations des actionnaires fondateurs et des SICAR.

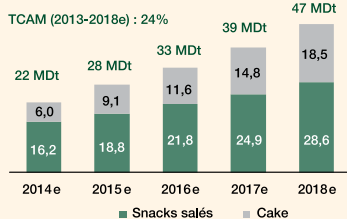


REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/FÉVRIER 2015

Consolider la gamme des produits 'salés' et dynamiser le segment 'sucré' seront les défis du groupe sur les 5 prochaines années.

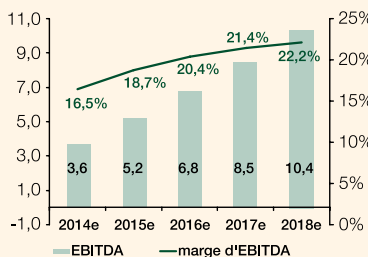
Evolution du CA par produit (MDt)



27.6% en 2011 à 21.9% en 2013. Sur les années futures du Business Plan, les investissements projetés par le groupe (7.5MDT) devraient profiter aux deux gammes de produits : augmentation de la capacité de production, création de nouvelles variétés, renforcement de la présence régionale... Consolider la gamme des produits 'salés' et dynamiser le segment 'sucré' seront les défis du groupe sur les 5 prochaines années. Bénéficiant de la recapitalisation de la filiale BOLERIO, le CA consolidé devrait enregistrer une progression moyenne de 24% pour atteindre 47MDT en 2018.

Progressivement, le poids de l'activité « Cake » devrait se renforcer, atteignant 39% du CA. Sur cette branche, l'objectif du management est d'atteindre à terme une part de marché globale de 7.5%. Une fois la machine « Cake » lancée, une meilleure maîtrise des coûts des matières premières et des charges d'exploitation devraient stabiliser les marges. Sans retrouver les niveaux historiques, elles devraient se situer autour de 38.5% pour la marge brute et 20% pour la marge d'EBITDA.

Dès 2016, le retour sur investissement sera plus visible, l'essentiel des investissements étant réalisé en 2014 et 2015. Avec des cash flow moyens de 6MDt, la trésorerie confortable du groupe permettra de maintenir une enveloppe de dividendes généreuse (un payout moyen de 50% sur la période).

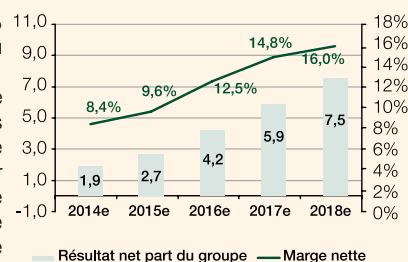


En KDt	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
CAPEX	3 188	5 338	410	425	400
FCF	-1 018	-2 240	4 367	6 089	7 082
Dette nette	660	2 018	676	-3 257	-7 335
Gearing	5%	14%	4%	-16%	-29%
ROE	39%	23%	32%	40%	43%

Avec la recapitalisation de BOLERIO, la situation financière du groupe devrait radicalement trancher avec le passé

Parallèlement, la recapitalisation de la filiale BOLERIO devrait soulager de manière radicale le niveau d'endettement du groupe (une dette nette avant augmentation de 6.6MDt réduite à 0.7MDt).

Le gearing passera ainsi de 106% (avant augmentation), à un niveau quasi nul en 2016. La structure financière plus saine permettra, in fine, d'accroître les bénéfices du groupe. Sur la période prévisionnelle, le groupe table sur une croissance annuelle moyenne de 34% du résultat net, soit une marge nette qui devrait passer de 8.4% en 2014 à 16% en 2018.



Comportement boursier et opinion de Tunisie Valeurs :

Avec une capitalisation boursière de 34.2MDt, le titre offre un upside intéressant (PER_{2014e} : 14.4x et PER_{2015e} : 12.8x) comparé à des sociétés du secteur agroalimentaire cotées sur la Bourse de Tunis. La stratégie de diversification qui sera mise en place ne manquera pas de donner une dimension plus large au groupe, le segment des 'Cake' étant un produit de plus grande consommation sur le marché. Compte tenu du faible profil de risque de la valeur, du potentiel de croissance et de la valorisation attrayante, nous recommandons un positionnement à l'achat sur le titre CEREALIS.

Une amélioration progressive des marges sur toute la période du Business Plan

PER	2014e	2015e
SFBT	16,9x	16,1x
DELICE Holding	29,4x	23,8x
Elben Industrie	34x	34x
Land'Or	17x	14,8x
PER médian	23,2	20x

En MDt	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Revenus	16,3	22,2	27,8	33,4	39,7	47,1
<i>Progression</i>	18,7%	36,4%	25,2%	19,9%	19,1%	18,6%
<i>Snacks salés</i>	14,1	16,2	18,8	21,8	24,9	28,6
<i>Cake</i>	2,2	6,0	9,1	11,6	14,8	18,5
Marge brute	6,6	8,5	10,8	13,0	15,3	18,1
Taux de marge brute	40,6%	38,4%	38,7%	38,8%	38,6%	38,4%
Charges de personnel	1,5	2,3	2,7	3,0	3,3	3,7
Autres charges d'exploitation	1,6	2,6	2,9	3,2	3,5	3,9
EBITDA	3,6	3,7	5,2	6,8	8,5	10,4
<i>Progression</i>	-0,7%	2,4%	42,5%	30,2%	25,3%	22,6%
En % du CA	21,9%	16,5%	18,7%	20,4%	21,4%	22,2%
<i>Charges financières</i>	0,4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,3
Résultat net part du groupe	1,7	1,9	2,7	4,2	5,9	7,5
<i>Progression</i>	-2,0%	8,1%	42,9%	56,1%	41,1%	27,5%
Marge nette	10,6%	8,4%	9,6%	12,5%	14,8%	16,0%

Source : Document de Référence CEREALIS