

Janvier 2016

LES ENTREPRISES PUBLIQUES TUNISIENNES



Quand le Zombie Mange sa Propre Chair

**Focus sur les entreprises publiques cotées sur la place de Tunis
au cours des 5 dernières années**



Casablanca Paris London New York Tunis

Company	Main sector	Risk before sovereign		Fundamental strength	Staff Costs (MTND)		Attributable net profit (MTND)		Sales (MTND)		Market Cap (MTND)		Opinion
		2010	2015	2015	2010	2015	2010	2015	2010	2015	2010	2015	
Essoukna	Property	BBB	BB	2.0	0.87	1.34	3.11	3.46	14.4	16.5	19.5	19.7	Buy
SOTRAPIL	Oils	BBB	BB	4.0	2.76	4.12	1.27	3.26	9.25	11.4	47.5	34.7	Buy
SCB	Building Prod. & Materials	BBB	C	0.0	12.3	14.0	3.39	-12.9	85.0	59.2	308	135	Buy
Tunisair	Transport	B	C	0.0	190	325	15.9	-178	1 164	922	241	85.0	Sell
Carthage Cement	Building Prod. & Materials	BBB	CC	0.0	6.51	25.8	6.92	-80.9	23.3	195	576	225	Buy
SIMPAR	Property	BBB	CCC	0.0	4.25	6.08	6.00	1.95	54.7	41.4	43.3	35.2	Buy
SOTETEL	Telecoms	BBB	DDD	0.0	9.85	13.2	1.55	-6.40	39.6	39.5	81.1	5.61	Buy
SIPHAT	Pharma	BBB	DDD	0.0	15.5	20.0	-0.17	-4.15	46.4	42.3	29.3	10.1	Sell
STAR	Insurance	-	-	3.0	17.8	32.1	17.8	56.9	226	375	395	369	Add
BH	Banks	-	-	0.0	66.0	105	40.6	56.6	264	354	545	336	Add
BNA	Banks	-	-	3.0	107	165	46.7	93.9	331	566	416	330	Add
SALIM	Insurance	-	-	6.0	2.53	3.68	3.76	5.91	31.5	35.4	52.9	74.5	Reduce
Modern Leasing	Other financials	-	-	1.0	1.56	2.75	2.58	1.10	5.80	8.89	80.8	31.8	Reduce
Tunis Ré	Insurance	-	-	3.0	2.81	4.21	4.76	12.3	44.0	83.4	241	174	Sell
STB	Banks	-	-	0.0	92.4	123	18.6	12.2	296	283	336	876	Sell

Le tableau ci-dessus regroupe les 15 sociétés définies comme étant détenues directement et/ou indirectement par l'Etat tunisien.

Au 23/12/2015, cette liste représente 17,5% de l'univers tunisien d'AlphaMena vs. 26% en 2008.

Ces entreprises devraient générer en 2015 des ventes de 3,032 MdsTND, soit 25% des revenus générés par l'ensemble des sociétés tunisiennes couvertes par AlphaMena (33% en 2010!).

Ce panel a constamment perdu de l'argent durant les cinq dernières années et il devrait essayer une perte globale de 34 MTND en 2015 contre un bénéfice de 174 MTND en 2010.



Les entreprises privées sont la locomotive de la Bourse de Tunis, par contre, les sociétés étatiques sont le maillon faible.



Un portefeuille multisectoriel traduisant le fait que l'Etat tunisien reste un acteur important de l'économie du pays...mais malheureusement pas en terme de création de valeur.



Avec sa politique sociale, le gouvernement tunisien semble être nostalgique d'une utopie socialiste digne de l'Union Soviétique des années soixante.



Chaque nouvel employé recruté pour apaiser la foule est simplement un nouveau clou enfoncé dans le cercueil d'une entreprise publique.



Plus de 8 200 employés devraient être licenciés, mettant ainsi l'Etat tunisien dans une position peu enviable entre le marteau de la viabilité économique et l'enclume du chômage. Les syndicats ne seront pas contents.



Un double impact sur la richesse des contribuables : Des impôts plus élevés et des rendements négatifs sur leurs investissements dans les entreprises publiques.



Le désastre des banques publiques : un plan de recapitalisation massif de 732 MTND et une destruction de valeur de 180 MTND.

Vue d'ensemble



Casablanca Paris London New York Tunis

I. Vue d'ensemble sur les entreprises publiques

- 1. Effondrement de la capitalisation boursière**
- 2. Le paradis sur terre pour les employés du secteur public**
- 3. Effritement des marges**
- 4. Et si on arrête l'hémorragie**
- 5. Pardon les syndicats, vous n'allez pas aimer cette partie**
- 6. Ça ne vaut pas le risque**
- 7. Faible pay-out**
- 8. L'actionnaire est le dernier des soucis**

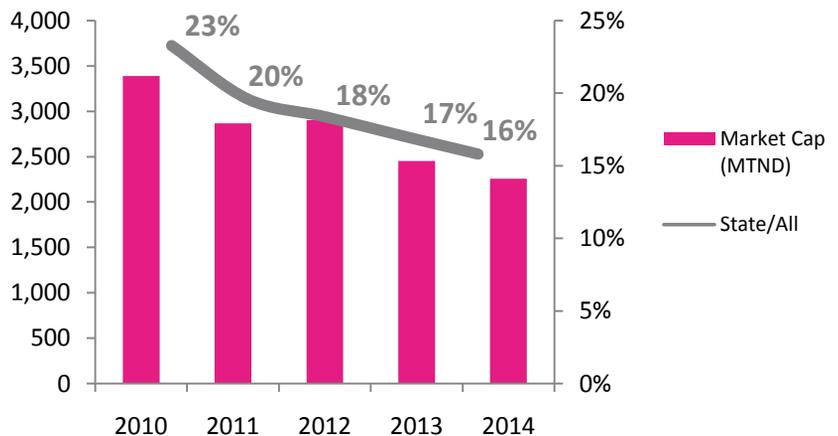
II. Revue des banques publiques

- 1. Banques sous-capitalisées**
- 2. Une qualité d'actifs médiocre**
- 3. Assèchement de liquidité dans un contexte difficile**
- 4. Plus de crédits avec moins de marges**
- 5. Banques publiques: Où la destruction de valeur devient un art**



- Malgré une forte chute après la révolution, le Tunindex a, non seulement, retrouvé son niveau pré-révolution, mais a également atteint son plus haut historique le 24/06/2015 (avant l'attaque terroriste de Sousse). Cependant, le principal indice tunisien a repris une tendance baissière revenant à -2% par rapport aux niveaux observés en Janvier 2011.
- Clairement, les entreprises privées tunisiennes ont soutenu le Tunindex en affichant une légère surperformance depuis le mois de janvier 2011.
- La révolution a pesé sur les actions de l'Etat tunisien (-52% à la fin de 2014 comparé au 31/12/2010) avec plus de 1,130 MdTND (103 TND par habitant!) de capitalisation boursière évaporée, l'équivalent de 6,3% du budget de l'Etat 2014.

En 2008, le portefeuille de l'Etat tunisien représentait 26% de la capitalisation boursière de la couverture tunisienne d'AlphaMena. À la fin de 2015, sa contribution a été réduite à 16%.

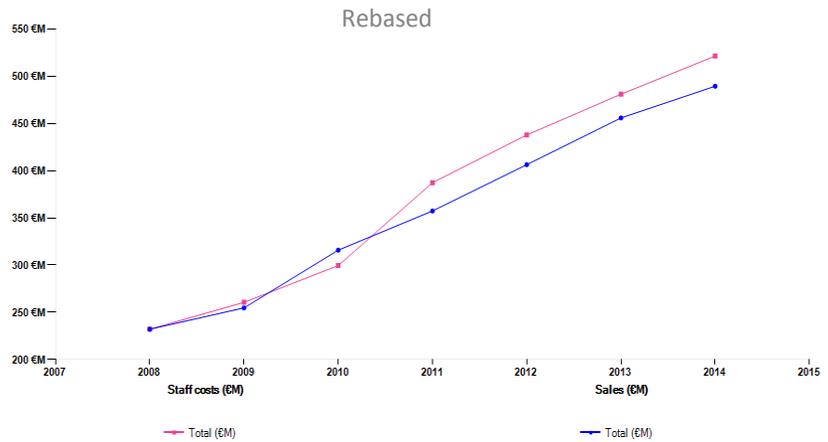


Secteur Privé



...Moins de dégâts

Les entreprises privées ont limité la casse des charges sociales en tenant sous-contrôle le ratio Charges de personnel/CA.

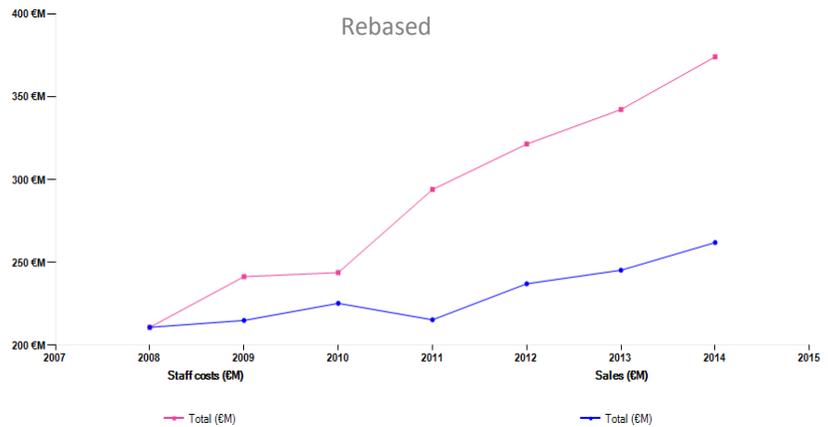


Secteur Public

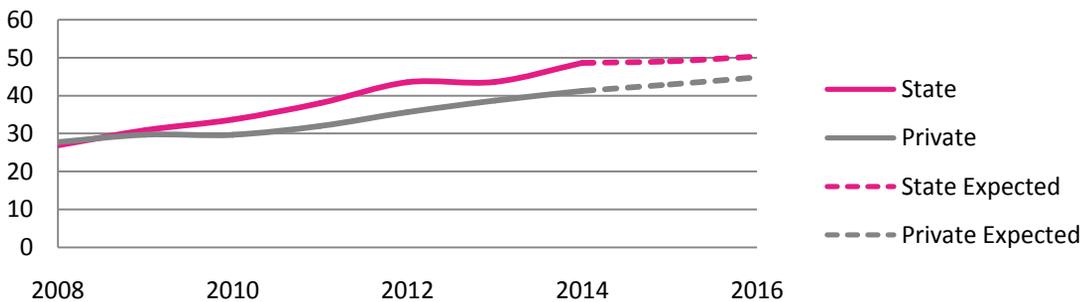


...Quel gâchis

Malheureusement, pour les entreprises de l'Etat tunisien, les charges de personnel ont explosé dans un contexte de faible croissance de revenus.



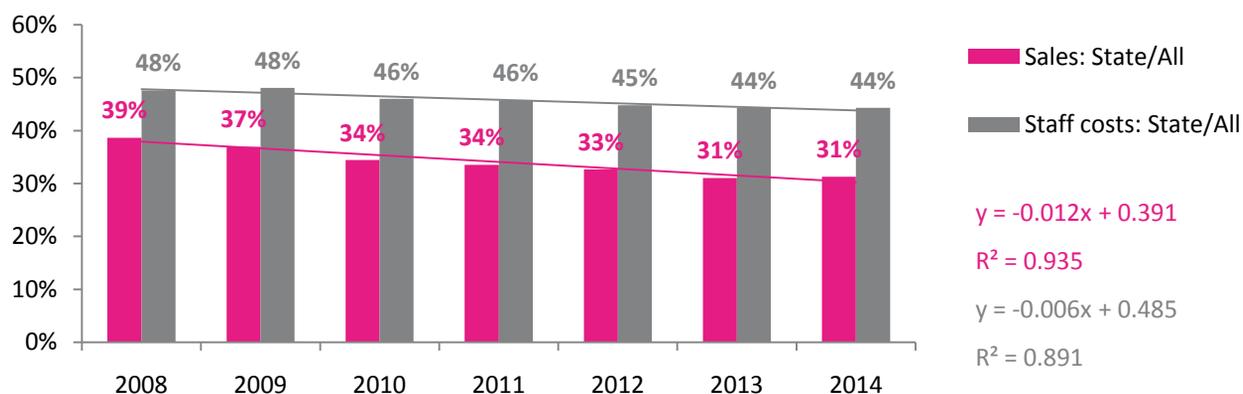
Avg Wage (ThTND)



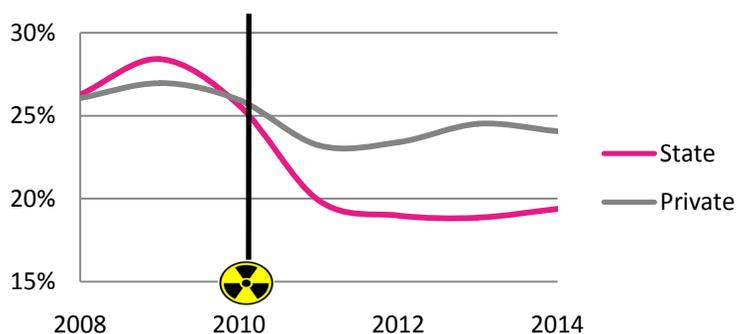
- Depuis 2009, les entreprises de l'Etat ont payé un salaire moyen plus élevé que celui du secteur privé,
- En 2014, le salaire moyen des entreprises publiques s'est élevé à 48 KTND vs. 41 KTND dans le secteur privé.
- Même pour les années à venir, le tableau ne devrait pas changer avec un salaire moyen de 50 KTND prévu pour les acteurs étatiques en 2016 vs. 44 KTND pour les entreprises privées.

Entreprises de l'Etat: Effritement des marges

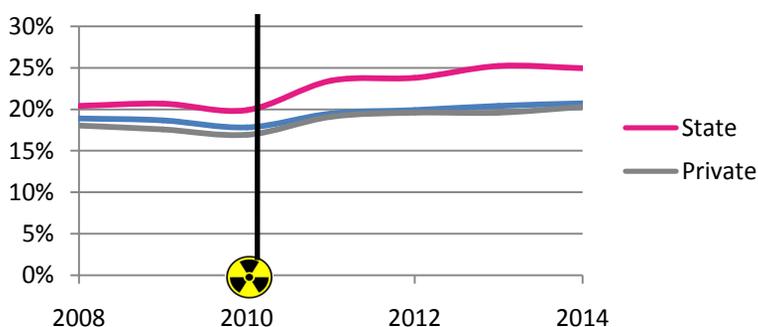
- La contribution du portefeuille de l'Etat aux revenus est visiblement en baisse tandis que celle relative aux charges de personnel est inexorablement en hausse.
- Ainsi, le ratio Charges de personnel/CA est passé de 20% en 2008 à 25% en 2014.
- Encore une fois, les entreprises privées ont surperformé avec seulement une augmentation de 2% sur la même période, pour atteindre 20% en 2014.



EBITDA Margin



Staff costs/ Sales



A quel coût ?

Les sociétés de l'Etat, qui généraient des marges plus élevées que celles du secteur privé, ont perdu du terrain depuis la révolution. Au fait, les marges d'EBITDA des entreprises publiques se sont effondrées à 19% vs. 24% pour le secteur privé en 2014.

Ceci est peu surprenant puisque 25% des revenus réalisés par les sociétés de l'Etat ont été absorbés par la masse salariale. Pour calmer la foule, les différents gouvernements ont opté pour des recrutements massifs, sans trop penser aux marges.

Imagine...

Nous avons simulé un scénario où les entreprises publiques réduiraient leur ratio Charges de personnel/CA en 2016 de 27% (actuellement prévu par AlphaMena) à 14%, soit le niveau attendu pour les entreprises privées.

		State-owned companies (e2016)	To meet private companies TNDM	Change	Private companies (e2016)
Sales	(TNDM)	3 167	3 167		9 411
Staff costs	(TNDM)	851	434	-417	1 290
Staff costs/Sales	(%)	27%	14%		14%
EBITDA	(TNDM)	786	1 203		2 286
EBITDA Margin	(%)	24.82%	37.98%		24%
EBIT	(TNDM)	205	621		1 561
EBIT Margin	(%)	6.46%	19.62%		17%
Attributable net profit	(TNDM)	2	335	333	1 086
Net Margin	(%)	0.07%	10.59%		12%
Ordinary shareholders' equity	(TNDM)	2 731	3 064		7 672
ROE	(%)	0.08%	10.95%		14%

Les résultats :

- Les entreprises de l'Etat pourraient économiser 417 MTND et donc potentiellement renforcer leur EBITDA,
- Ainsi, la marge d'EBITDA pourrait s'améliorer à 38% (contre 24% pour le secteur privé),
- La marge nette passerait de 0,07% à 10,6%,
- Le ROE augmenterait de 0,08% à environ 11% (contre 14% pour le secteur privé).

Comment ?

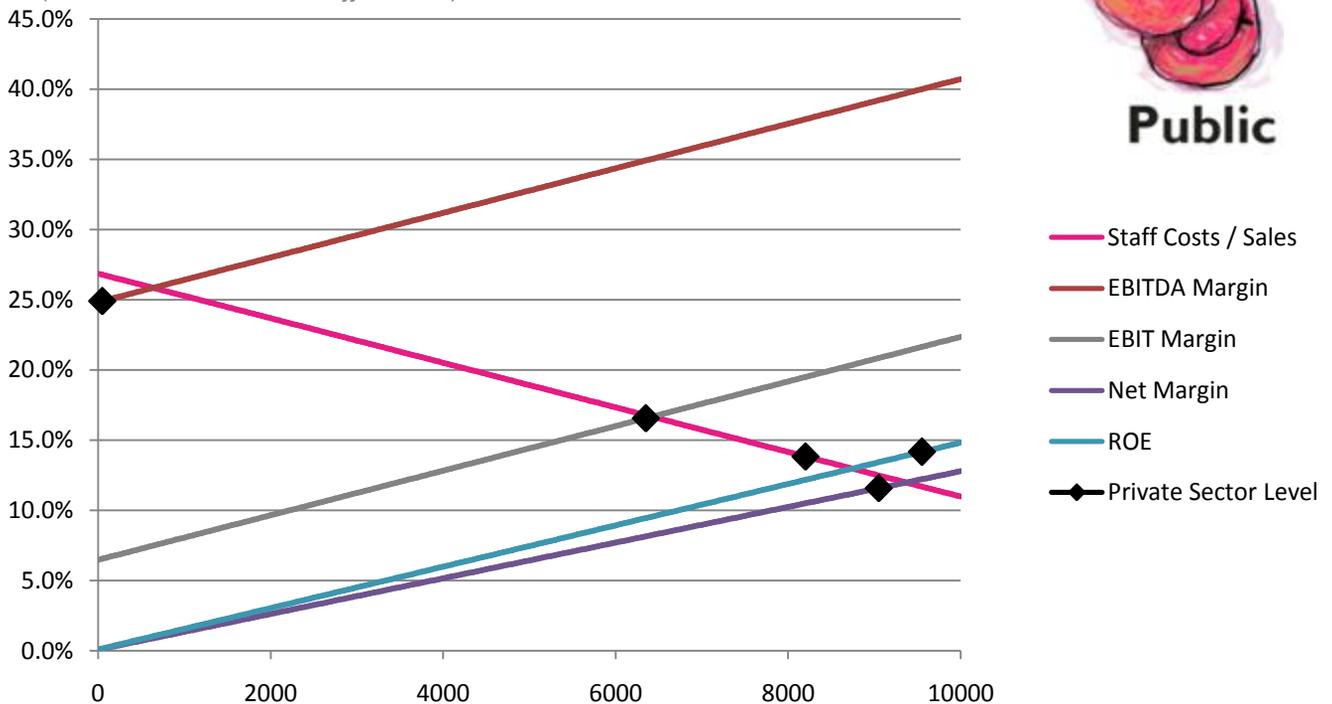
En admettant un salaire moyen en 2016 de 50 KTND (voir page 4), les entreprises publiques devraient licencier 8 279 employés dans le but d'atteindre un ratio Charges de personnel/CA de 14%.

→ Il s'agit de 45% du staff total (18 500 employés), **et donc ce scénario est seulement de la simple fiction....**

Plus de licenciements, Plus de marges ...

Ci-dessous une simulation chiffrée des marges (axe des ordonnées) en fonction du nombre d'employés à licencier (axe des abscisses).

(Simulation basée sur les Chiffres 2016)



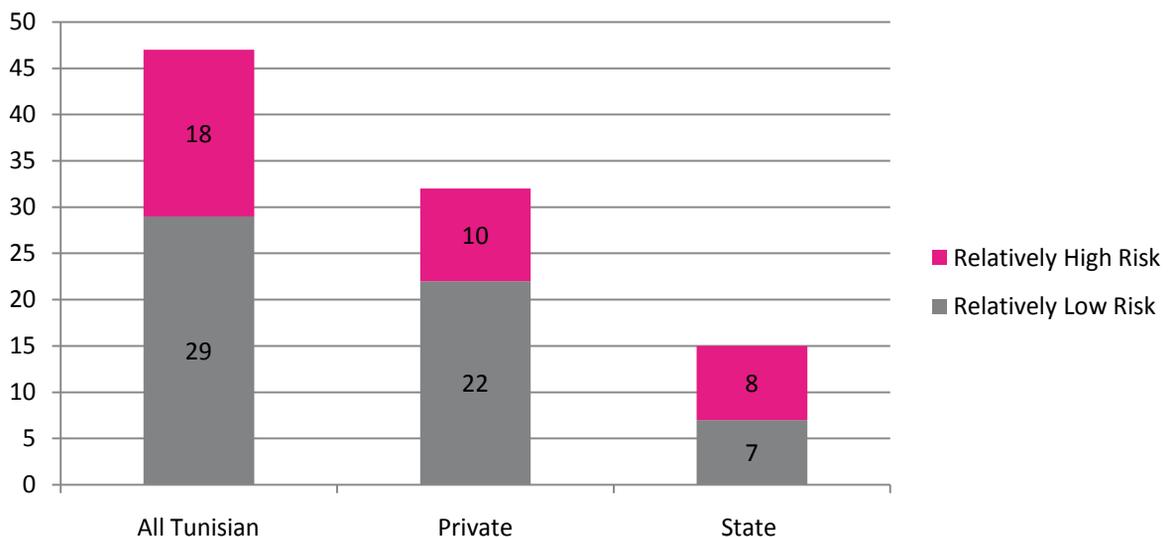
Etat contre le secteur Privé:

- Environ 8 200 employés devraient être licenciés au sein des entreprises de l'Etat pour s'aligner avec le secteur privé en termes du ratio Charges de personnel/CA (environ 13,8%).
- En termes de marge d'EBITDA : un plan social n'est pas nécessaire puisque les secteurs privés et publics afficheraient les mêmes marges (environ 24%).
- En revanche, en termes de marge opérationnelle, le plan social concernerait 6 350 employés pour atteindre le même taux (environ 16,55%).
- En termes de marge nette, autour de 9050 employés doivent être licenciés des entreprises publiques pour atteindre le même rapport (environ 11,57%)
- Afin d'afficher un ROE de 14,16% (le niveau attendu pour les entreprises privées), il est nécessaire de mettre en place un plan social pour 9 550 employés.

Equity Risk Score

Equity Risk Score* is a metric developed by AlphaMena to capture the risk embedded at the equity level. It can be applied to both financial and non-financial sectors and ranges from 0% (Low Risk) to 100% (High Risk).

For the sake of this study we considered an Equity Risk Score of more than 50% as relatively high-risk, and less than 50% as relatively low-Risk



- 38% des entreprises tunisiennes couvertes par AlphaMena affichent un Equity Risk Score relativement élevé.
- Durant les quatre dernières années, l'Equity Risk des entreprises tunisiennes s'est détérioré, notamment pour les entreprises de l'Etat. 53% des entreprises publiques sont considérées comme High Risk vs. 31% pour les sociétés privées.

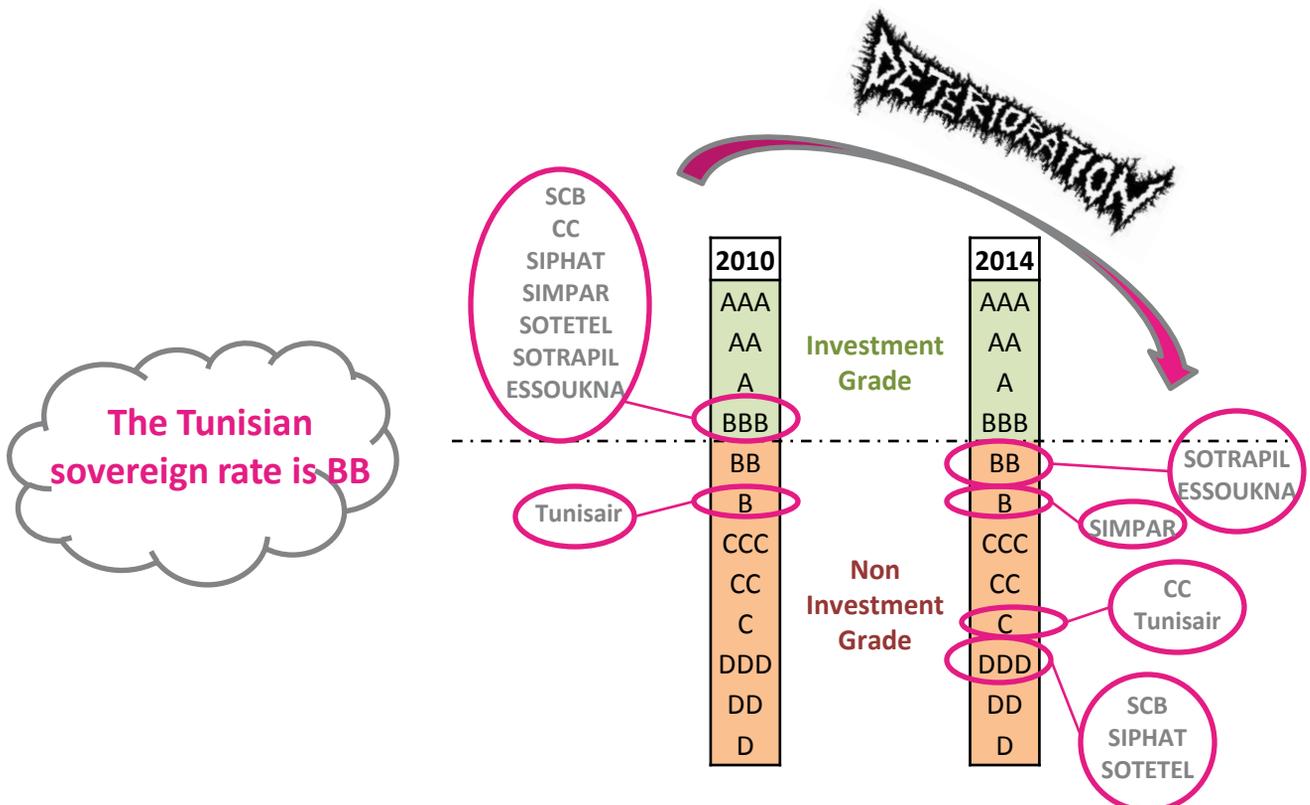
*Equity Risk is measured through fairly simple ratios that differ according to the profile of the company. The summary ranking is a weighted ranking of various items. The dot scale provides a quick reading of "how well" the company ranks; the inverted triangle is the sector average. More red dots means higher risks. Values for each risk measurement may differ from the ones posted for a single year: P/E is computed on $Y + 1/2(Y+1)$, various gearing and debt measures (with specific items for financials) are computed as three year averages ($Y-1, Y, Y+1$). Every value obtained this way is compared to a (hidden from view) matrix that provides a ranking.

AlphaMena Credit Risk

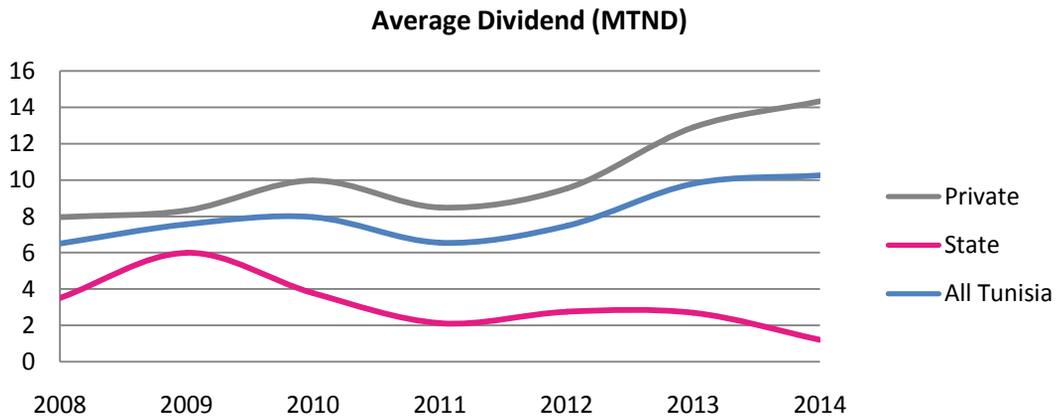
*AlphaMena's credit rating covers non-financial companies. The ratings below are standalone i.e. not capped by the sovereign rate.

- En 2010, 92% des entreprises non-financières tunisiennes couvertes par AlphaMena étaient en Investment Grade dont 33% sont détenues par l'Etat.
- A la fin de 2014, seulement 22% de notre couverture ont maintenu un profil de risque Investment Grade dont aucune entreprise publique.
- Seulement Tunisair était un Junk Bond en 2010, après 4 ans, toutes les entreprises publiques ont désormais un profil de risque spéculatif.

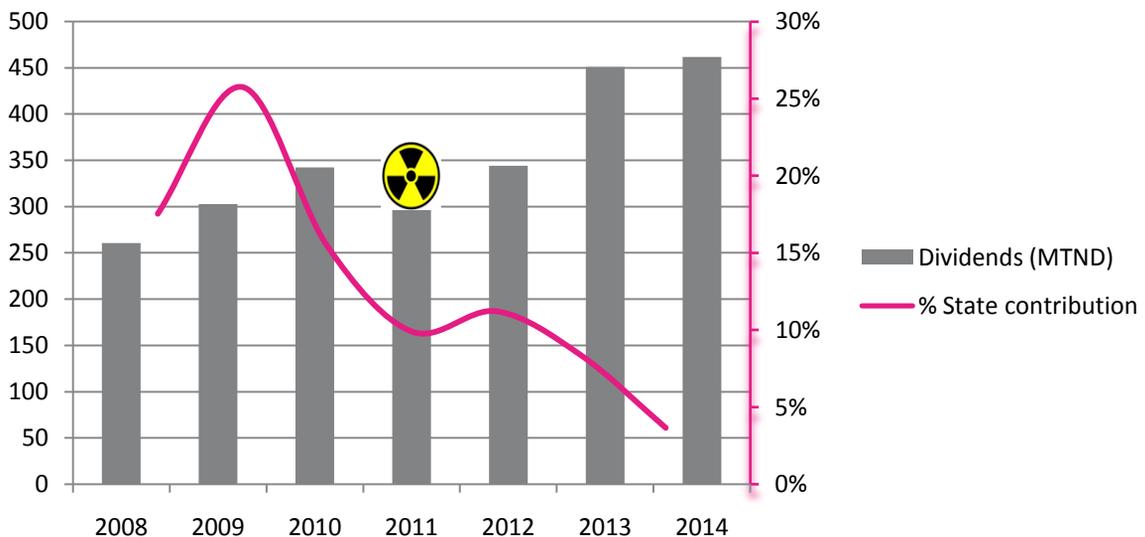
	2010		2014	
Number of Non-Financials Covered*	24	100%	27	100%
Of which investment grade	22	92%	6	22%
Of which State owned companies	7	32%	0	0%
Of which Private companies	15	68%	6	100%
Of which Non-investment grade	2	8%	21	78%
Of which State owned companies	1	50%	8	38%
Of which Private companies	1	50%	13	62%



- Les dividendes moyens distribués par les sociétés privées se sont établis à 14 MTND en 2014 contre 8 MTND en 2008.
- Bien évidemment, les entreprises publiques sont en retard, avec 1 MTND de dividendes moyens versés en 2014.
- Le sommet en termes de dividendes moyens versés aux actionnaires des entreprises publiques a été atteint en 2009.



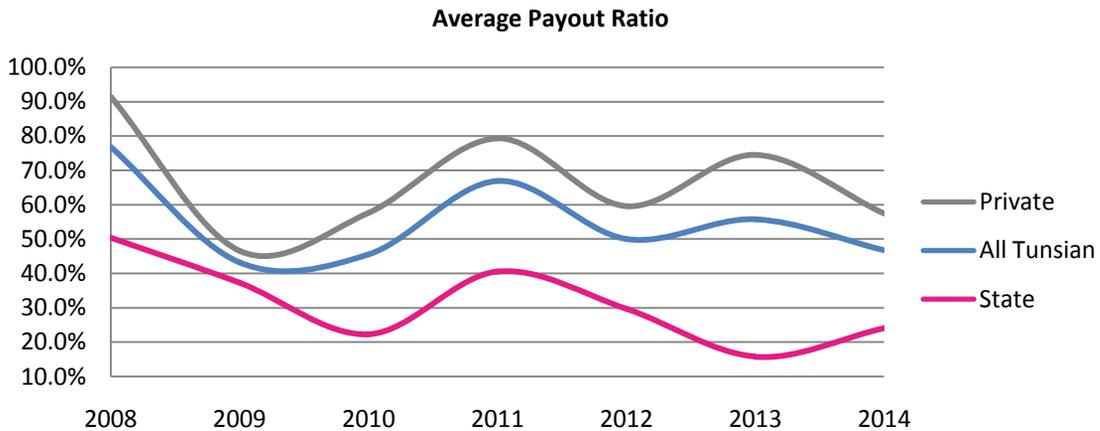
Cette tendance baissière est clairement visible en termes de contribution au dividende total de notre couverture tunisienne. Alors que le dividende total a augmenté durant ces dernières années, passant de 261 MTND en 2008 à 462 MTND en 2014 (avec une baisse de 301 MTND au cours de l'année de la révolution 2011), la contribution des entreprises publiques s'est étiolée, passant d'un pic en 2009 (une contribution de 26 %) à seulement 4% de l'univers tunisien en 2014.



24%: Pay Out moyen en 2014 des entreprises publiques.

Les entreprises privées ont été relativement généreuses avec leurs actionnaires avec 57% de pay out en 2014, soutenant le taux de distribution des bénéfices de notre couverture

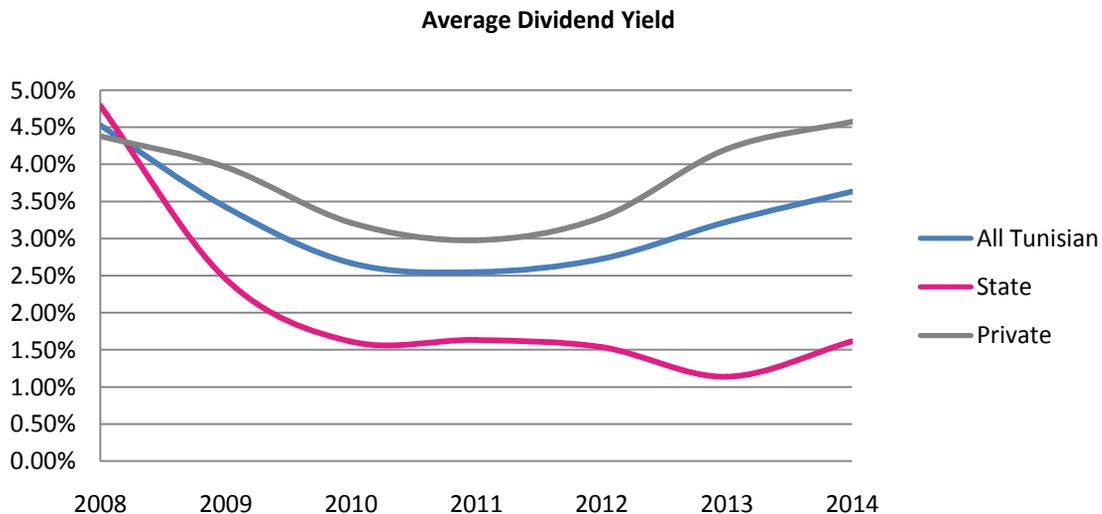
tunisienne à **46%.**



1,6%: Le rendement dividende moyen en 2014 des entreprises publiques.

Les entreprises privées affichent un meilleur rendement (4,58% en 2014), ramenant le yield

moyen de notre univers tunisien à **3,63%.**



Revue des banques publiques



Casablanca Paris London New York Tunis

I. Vue d'ensemble sur les entreprises publiques

1. Effondrement de la capitalisation boursière
2. Le paradis sur terre pour les employés du secteur public
3. Effondrement des marges
4. Et si on arrête l'hémorragie
5. Pardon les syndicats, vous n'allez aimer pas cette partie
6. Ça ne vaut pas le risque
7. Faible pay-out
8. L'actionnaire est le dernier des soucis

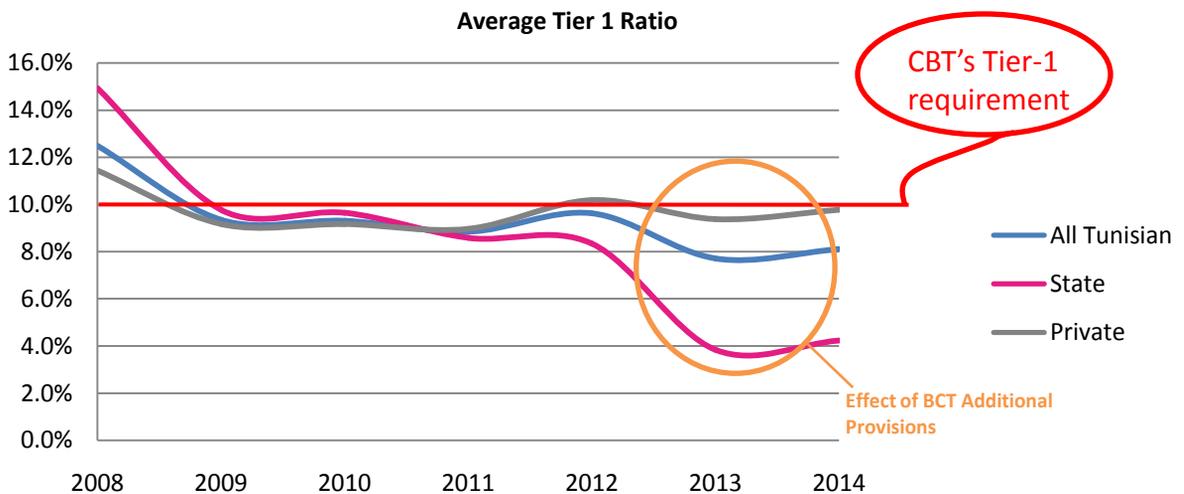
II. Revue des banques publiques

1. Banques sous-capitalisées
2. Une qualité d'actifs médiocre
3. Assèchement de liquidité dans un contexte difficile
4. Plus de crédits avec moins de marges
5. Où la destruction de valeur devient un art

De moins en moins capitalisées

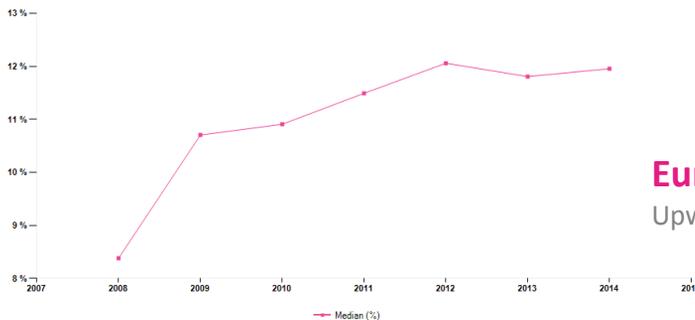
AlphaMena adopte une approche plus restrictive pour le calcul du Tier 1, qui mènera à un ratio plus faible comparé à celui publié par les banques. De toutes les manières, une vraie tendance baissière peut être identifiée, en particulier pour les banques publiques.

A partir de 2011, la situation des banques publiques s'est détériorée. Ces derniers sont désormais moins solides que les établissements privés, nécessitant la mise en place de plans de recapitalisation. En outre, les provisions additionnelles imposées par la BCT en 2013 ont contribué à l'affaissement du ratio Tier 1 des banques tunisiennes, où les établissements détenus par l'Etat ont été les plus matraqués.



Une revue du secteur bancaire européen, couvert par notre partenaire AlphaValue, fait état que les banques européennes ont, tout au long de ces dernières années, augmenté leur Tier 1. Puisque nous avons adopté la même approche dans le calcul du Tier 1, nous pouvons conclure que les banques tunisiennes seraient dans la nécessité d'augmenter leurs fonds propres.

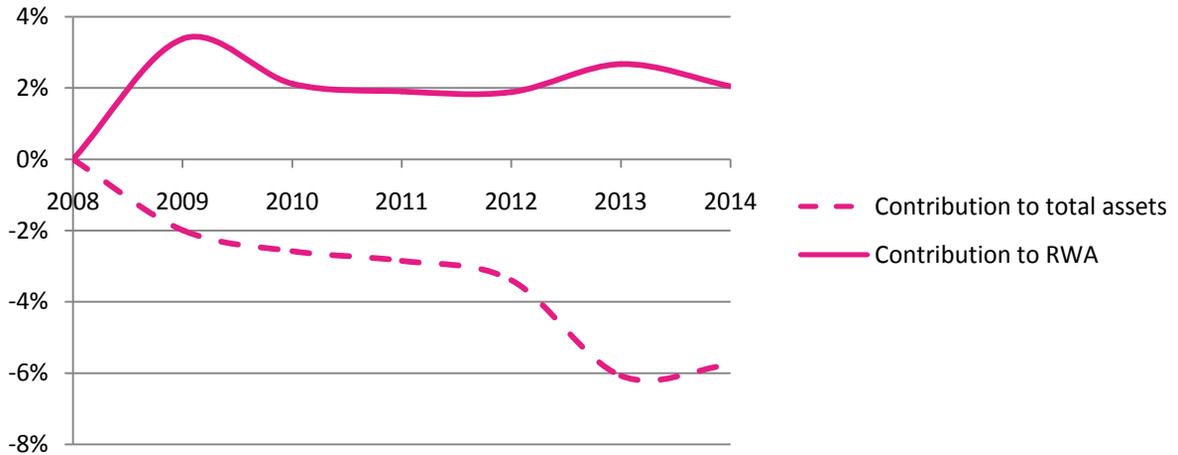
Par exemple, si STB était une banque dans la zone euro, elle aurait déclaré faillite avec des fonds propres négatifs (324 MTND en 2013).



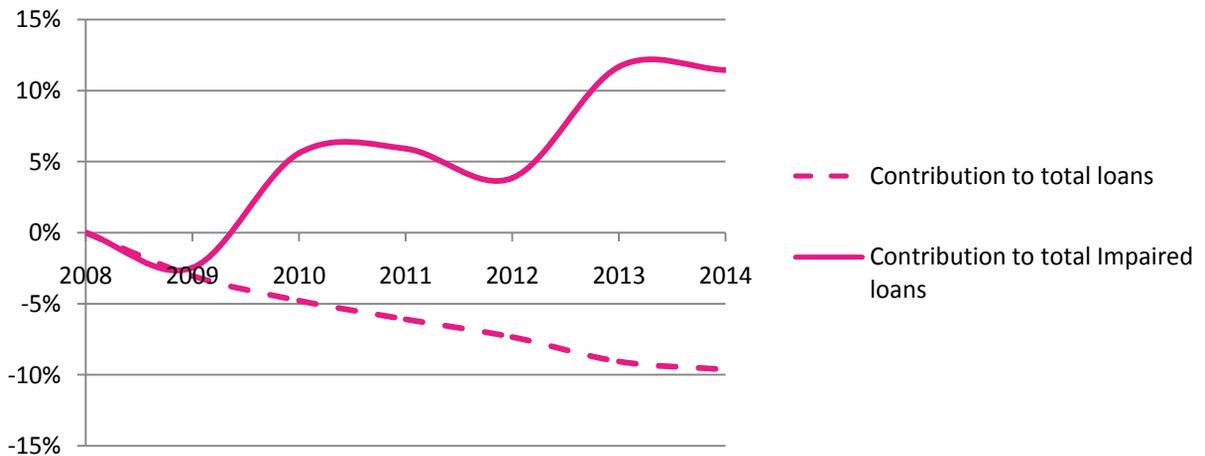
European Banks: Safety First
Upward trend

Des actifs plus risqués

Durant ces six dernières années, les banques publiques ont vu leur contribution au total actifs des établissements bancaires, diminuer de 6%. Cependant, leur poids dans le total des actifs pondérés par risque a augmenté, traduisant la dégradation de la qualité des actifs des banques de l'Etat.



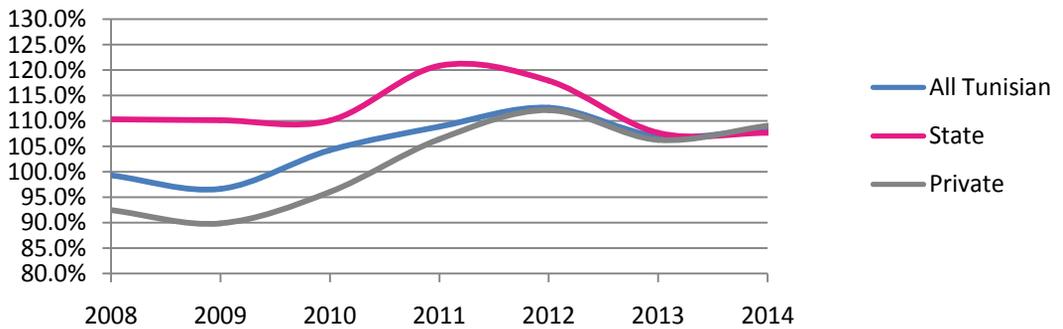
Alors que les banques publiques ont été moins dynamiques au cours de ces dernières années, leur part dans les prêts non-performants a flambé, encore une preuve sur la détérioration de la qualité de leurs actifs.



Crédits vs. Prêts

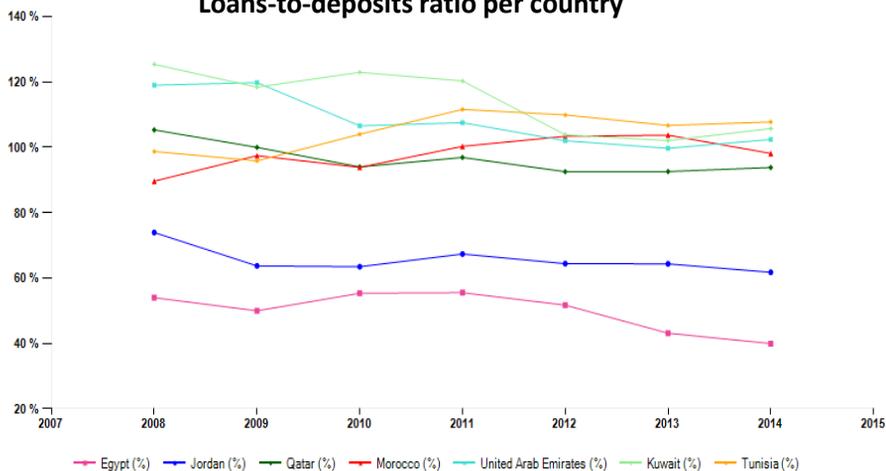
Les dépôts des clients, la principale source de financement de la plupart des banques de détail, ont échoué à couvrir de manière adéquate le niveau des prêts (aussi bien pour les banques de l'Etat que celles détenues par des privés).

Loans-to-deposits ratio



En se comparant à d'autres pays de la région MENA (22 banques couvertes par AlphaMena), les banques tunisiennes présentent le plus mauvais ratio Crédit/Dépôts en 2014. Pour combler ce gap, les banques tunisiennes ont cherché des ressources plus coûteuses, mettant, ainsi, leur marge d'intérêt sous pression.

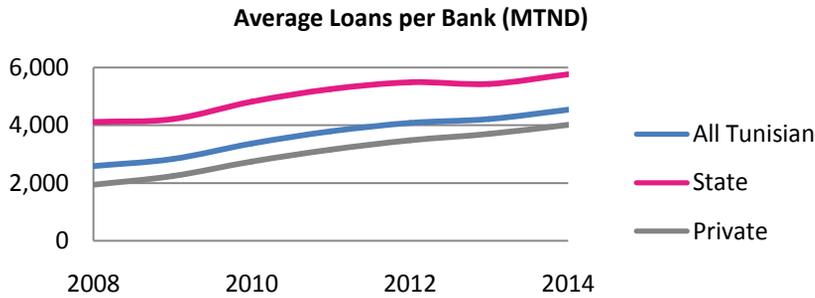
Loans-to-deposits ratio per country



Plus de crédits...

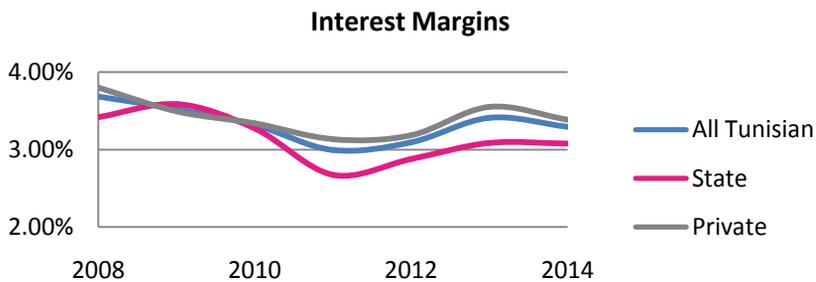
Sur une base moyenne, les banques de l'État ont tendance à accorder plus de crédits par rapport aux établissements privés (...oui, plus de prêts de mauvaise qualité).

En 2014, les banques détenues par l'État avaient un portefeuille moyen de prêts autour 5,761 MTND contre 4,016 MTND pour les banques privées.



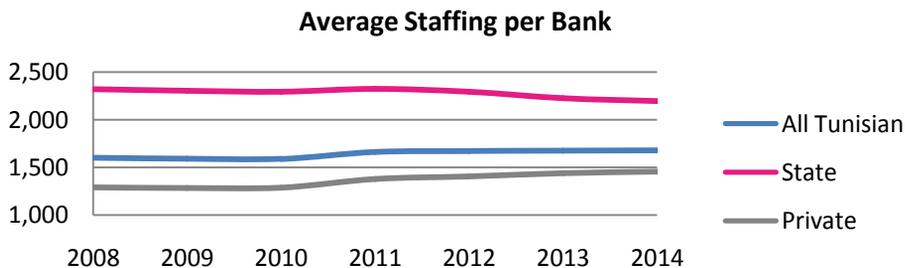
.....à faibles marges

Les marges d'intérêt des banques de l'Etat se sont effondrées en 2011, et malgré l'amélioration de cette dernière année, elles restent encore bien au-dessous de leur niveau pré-révolution.



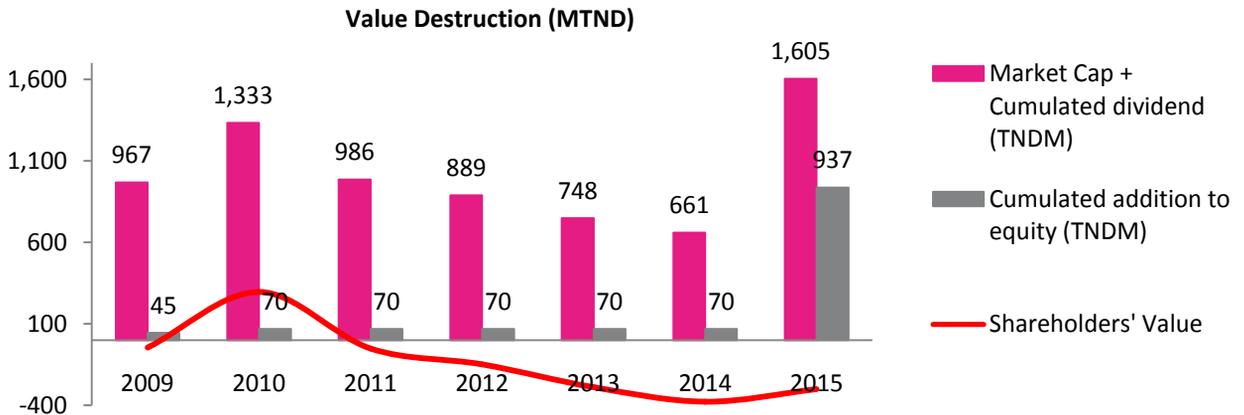
.....et un sureffectif

En 2014, l'effectif moyen des banques publiques est 1,5x plus large que celui des établissements privés.



Une destruction de valeur de 300 MTND ...

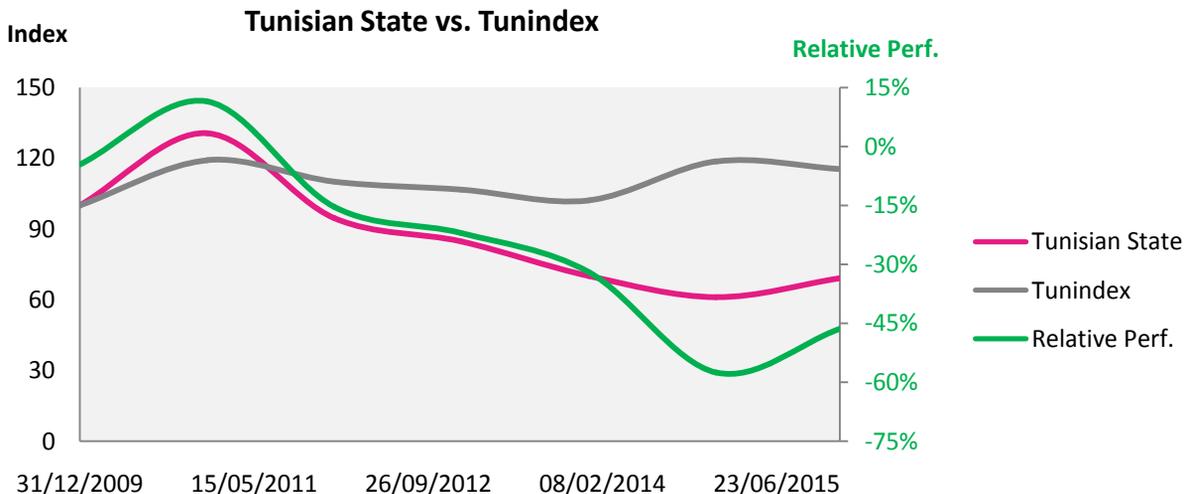
A partir de 2009, et en tenant compte des gains (pertes) en capital, des dividendes perçus et des augmentations de capital, les actionnaires des trois banques publiques dont l'Etat ont perdu environ 300 MTND (au 21/12/2015), et ce malgré la bonne performance boursière enregistrée par ces banques en 2015 (44% en moyenne).



Shareholders' value = Market cap (2015) + accumulated dividend (2010-2015) – accumulated addition to equity (2009-2015)

...Une sous-performance de 46%

Durant la même période, le Tunindex a progressé de 15% tandis que les banques publiques ont perdu plus de 30%, sous-performant l'indice de 46%.



Study compiled by:

Aymen Soufi
Financial Analyst

AlphaMena

Immeuble LIRA
Les Berges du Lac II 1053 Tunis
T. +216 36 450 460
www.alphamena.com
contact@alphamena.net

© 2015, AlphaMena All rights reserved. This publication internal use. No part of it may be reproduced, resold, other form, or used for generating or marketing any printed All opinions and estimates included herein represent of the date of this report and are subject to change without has been compiled from sources believed to be reliable, ensure that the information contained herein is not untrue make no representation that it is accurate or complete AlphaMena does not accept any liability whatsoever for use of this report or its contents, including the investment publication is strictly for subscriber's own, non-commercial, resold, stored or transmitted in any printed, electronic or printed or electronic publication, service or product. represent the personal, technical judgment of the analyst as without prior notice. The information contained herein reliable, but while all reasonable care has been taken to untrue or misleading at the time of publication, we complete and it should not be relied upon as such. for any direct or consequential loss arising from any investment view held in this report