

Département Recherches et Études

# REVUE DE RECHERCHES

[www.tunisievaleurs.com](http://www.tunisievaleurs.com)  
[recherche@tunisievaleurs.com](mailto:recherche@tunisievaleurs.com)

**Tunisie Valeurs**  
BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

membre d' **INTEGRA**  
PARTNERS

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

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ÉTUDES  
(216) 71 18 96 00

Rym Gargouri Ben Hamadou - [grym@tunisievaleurs.com](mailto:grym@tunisievaleurs.com)  
Lilia Kamoun Turki - [klilia@tunisievaleurs.com](mailto:klilia@tunisievaleurs.com)  
Aicha Mokaddem - [maicha@tunisievaleurs.com](mailto:maicha@tunisievaleurs.com)  
Hamza Ben Taarit - [bhamza@tunisievaleurs.com](mailto:bhamza@tunisievaleurs.com)



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

## Sommaire

■ Actualité Internationale .....	2
■ Conjoncture nationale .....	4
■ Flash Bourse .....	7
■ Secteur Bancaire .....	9
■ Secteur du Leasing .....	15
■ BH .....	20
■ BT .....	24
■ SFBT .....	27
■ TPR .....	30
■ SOTIPAPIER .....	33
■ MPBS .....	36
■ New Body Line .....	38
■ Magasin Général .....	41
■ UADH .....	44
■ Tunis Ré .....	47
■ Secteur immobilier .....	49
■ SIMPAR .....	51
■ Essoukna .....	54
■ SITS .....	57
■ Stockguide .....	60
■ Lexique .....	63



## Actualité Internationale

Rédigé le 30 Juin 2015

### L'effervescence mondiale des « FINTECH »

**Après les Telecom, les médias, la publicité, le commerce... c'est au tour de la finance de connaître sa « Révolution numérique ». Zoom sur la nouvelle mode des « Financial Technologies » ou « FINTECH ».**

C'est une nouvelle mode numérique qui envahit le monde de la Finance et fleurit de manière spectaculaire en Occident.

Les FINTECH - abréviation du mot anglo-saxon 'Financial Technologies', sont des start up technologiques qui se spécialisent dans les métiers financiers : crédits, assurance, gestion d'actifs, transactions, change, courtage...

Cette filière fait parler d'elle depuis trois - quatre ans mais a connu une effervescence particulière au lendemain de l'introduction en Bourse triomphale de l'américain Lending Club en décembre 2014.

Les chiffres témoignent du succès de cette industrie naissante : en un an, les investissements mondiaux dans les FINTECH ont triplé pour atteindre 12 milliards de dollars. En 2010, le secteur totalisait moins de 2 milliards de dollars !

Société	Pays	Année de création	Capitalisation Boursière (Md \$)	Activité
LUFAX	Chine	2011	10	Crédits et gestion d'actifs
Lending Club	Etats-Unis	2007	6,5	Crédits
Square	Etats-Unis	2009	6,0	Transactions (e-commerce)
Zillow	Etats-Unis	2006	5,4	Immobilier (achat, vente, location, financement)
Zenefits	Etats-Unis	2013	4,5	Plateforme de gestion des ressources humaines (salaires, assurance, primes, stock options..)
Stripe	Etats-Unis	2010	3,5	Transactions (e-commerce)
Powa Technologies	Royaume Uni	2007	2,7	Transactions (e-commerce)
Klarna	Suède	2005	2,5	Transactions (e-commerce)
XERO	Nouvelle Zélande	2006	2,4	Plateforme de comptabilité
Common Bond	Etats-Unis	2012	2,0	Crédits étudiants

#### La fin du système bancaire classique ?

Les établissements bancaires traditionnels se sont longtemps crus à l'abri derrière la réglementation lourde et contraignante. Ils avaient à peine commencé à s'habituer

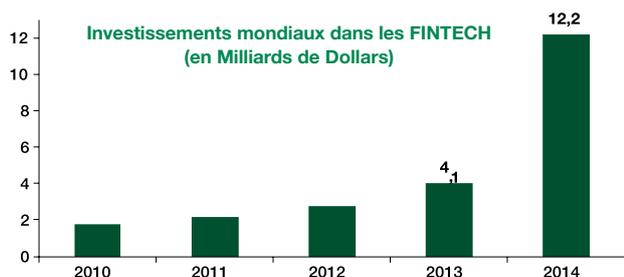
à l'arrivée de la concurrence numérique dans le domaine du courtage que les voilà aujourd'hui bousculés par les FINTECH dans leur coeur de métier. Ces nouveaux acteurs occupent aujourd'hui une part faible de l'industrie bancaire mais ils font baisser les prix grâce à leur structure de charge allégée (pas de réseau, effectif réduit, back office allégé...).

Plusieurs signaux confirment la menace des FINTECH : baisse des fréquentations des agences bancaires, enrichissement des offres en ligne permettant de souscrire à

tous les produits, recrudescence des applications mobile...

Cette 'cannibalisation' devrait se poursuivre car les gouvernements encouragent ces nouveaux entrants afin d'amener plus de concurrence dans le financement de l'économie réelle.

En réaction à cette évolution (ou révolution?), les banques se mettent à développer leur propre services dématérialisés, révisent leurs prix ou s'associent à des start up pour se positionner dans ce nouveau créneau. Banque de demain ou pas, les FINTECH sont en train de révolutionner la banque.



### La crise grecque en quatre étapes

**Bis Repetita... Cinq ans après le déclenchement de la crise, la Grèce est encore sous les projecteurs. « Réformes contre financements », les négociations perdurent dans un pays au bord de la faillite.**

#### 1- Quelle est l'origine de la crise grecque ?

La crise grecque est dans ses origines, une **crise d'endettement**. Rappelons-nous, au lendemain de la crise financière de 2007, les Etats se sont endettés hors proportion pour sauver les banques et relancer

l'économie. En conséquence de quoi, il y a eu, à partir de 2008, un gonflement de la dette publique de nombreux pays, dans un climat économique morose.

N'échappant pas à cette vague, la Grèce a cependant été pointée du doigt pour d'autres raisons, bien plus graves.

En 2009, le nouveau premier ministre, Georges Papandriou, dévoile une réalité cinglante des chiffres, maquillés depuis l'entrée du pays dans la zone Euro : un déficit de 13% du PIB et un endettement de 113% du PIB, déconnectés des exigences de Maastricht.

Ces annonces ont donné le signal

à des vagues de spéculation sur la dette grecque, détenue majoritairement par les investisseurs étrangers. Mauvais emprunteur, et affligée par les agences de notation, la Grèce s'est vue affecter des taux d'intérêts exorbitants qui sont venus peser davantage sur le déficit, **créant un effet boule de neige**.



## 2- La Grèce est dans une impasse...

Harcelée pour rétablir ses finances publiques, la Grèce se trouve contrainte de réduire ses dépenses (salaires, retraites, prestations sociales...) donc d'appauvrir les ménages qui inondent les rues par les manifestations.

La récession s'installe et la situation politique se dégrade avec une succession de plusieurs gouvernements en trois ans. **Le scénario de faillite de la Grèce se dessine.**

## 3- Plans de sauvetage

La troika (UE, BCE et FMI) a bien mis du temps pour décider du plan d'aide à la Grèce, freiné par l'Allemagne voulant que les créanciers privés contribuent dans le sauvetage du pays. Au final, il aura fallu neuf mois pour aboutir à un **premier plan de sauvetage** (printemps 2010) portant sur une enveloppe de **110 milliards d'euros, conditionnée par des mesures d'austérité sévères et**

## un plan d'ajustement structurel.

Des fonds qui se sont rapidement avérés insuffisants; une rallonge de 130 Milliards d'Euros a été accordée, une année plus tard.

Récession, tensions sociales, pauvreté, chômage... La situation n'a cessé de se dégrader dans l'intervalle où la **coupe budgétaire était devenue le maître mot du Gouvernement.**

## 4- Où en est-on cinq ans après ?

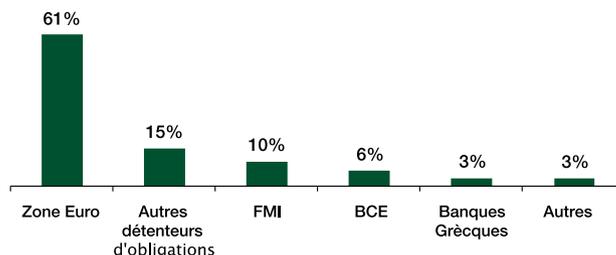
Encore plus qu'en 2010, la Grèce est aujourd'hui dans une impasse.

Le gouvernement, dominé par le parti de gauche radicale (c'est-à-dire anti-austérité), a poursuivi les pourparlers avec le FMI pour négocier l'étendue des réformes. Et malgré la victoire du «non» au referendum du 05 juillet, la Grèce a accepté un prêt de 86 milliards d'euros sur trois ans, assorti de nouvelles mesures de rigueur... A suivre donc ...

## La Grèce en chiffres 2014

- 325 Milliards d'Euros : Dette publique
- 175% : Dette publique (% du PIB)
- 27% : taux de chômage
- 3.4% du PIB : déficit budgétaire
- 0.6% : Taux de croissance

## Détenteurs de la dette grecque



## La « menace » des crédits étudiants

**En quelques années, les crédits étudiants sont devenus la deuxième source d'endettement des ménages américains. Un encours de plus de 1000 milliards de dollars qui inquiètent les autorités et les économistes, craignant l'explosion d'une nouvelle « bulle ».**

Pierre angulaire de l'architecture universitaire américaine, la dette étudiante prend des proportions de plus en plus inquiétantes aux Etats Unis. Selon les dernières statistiques publiées par la FED, l'encours de la dette s'élève à plus de 1000 milliards de dollars et est devenue le deuxième poste d'endettement des ménages derrière les crédits immobiliers.

Lancé dans les années 80, cette forme de crédit veut que l'étudiant

finance ses études par des prêts qui seront remboursés une fois arrivé sur le marché du travail. Ce modèle a bien réussi pendant une trentaine d'années mais avec l'avènement de la crise, les problèmes de chômage engendrés, et l'augmentation du coût des études; les jeunes diplômés se retrouvent piégés dans une trappe d'endettement.

Aujourd'hui, un étudiant américain quitte son université avec une dette moyenne de 30.000 dollars. Près

d'un foyer sur cinq aux Etats Unis est confronté à cette problématique; une situation d'autant plus inquiétante que le taux d'impayé a doublé depuis 2007.

Plusieurs médias et économistes font le parallèle avec la crise des subprimes et redoutent l'explosion d'une nouvelle bulle. La comparaison est toutefois à relativiser dans la mesure où la dette étudiante reste peu titrisée et est en majorité garantie pour le gouvernement américain.

Si les risques « financiers » sont ainsi contenus, il n'en est pas autant au niveau macroéconomique. L'évolution des prêts étudiants risque d'engendrer l'exclusion sociale et des difficultés d'accès au système bancaire pour les jeunes cadres. Le principal impact serait donc macroéconomique en pesant sur la consommation et l'investissement des ménages, auquel s'ajoute l'impact potentiel sur la dette publique (pour un montant correspondant à 6% du PIB).



Rédigé le 04 Septembre 2015

## Conjoncture Nationale

### La sortie de crise passe par l'investissement

Après avoir finalisé la transition politique, la Tunisie doit désormais s'attaquer aux problèmes socio-économiques qui n'ont pu être affrontés par les gouvernements qui se sont succédés depuis la Révolution.

Les défis sont multiples : relance de l'économie, résorption du chômage, rétablissement des finances publiques et de la situation extérieure... Autant de maux qui ne peuvent être rétablis que par **l'impulsion de l'investissement**, seule voie pour entériner une reprise durable.

Les autorités ne peuvent activer la baisse des taux d'intérêt pour relancer l'investissement au risque de voir ressurgir l'inflation. Elles devront alors mettre le cap sur les réformes et les annonces 'fortes' en vue de ranimer la confiance et le moral des entreprises. La refonte du Code d'investissement abonde dans le bon sens mais devrait s'accélérer, pour plus d'efficacité.

#### L'économie tunisienne en chiffres

- 1.7% : Taux de croissance en 2015
- 5.3% : taux d'inflation
- 5% du PIB : déficit budgétaire
- 40 Milliards de DT : encours de la dette publique
- 15% : taux de chômage

#### • Situation générale de l'économie tunisienne

Déjà difficile, la situation économique du pays s'est davantage aggravée en ce début d'année : Récession, chômage persistant, effondrement de l'investissement, finances publiques malmenées, détérioration de la situation extérieure... Retour sur les principaux maux qui rongent la Tunisie.

#### 1- Une croissance en berne :

1.7% : telles sont les dernières estimations officielles du Gouvernement du taux de croissance pour l'année en cours. **La Tunisie traverse ainsi son ralentissement le plus prolongé depuis plusieurs décennies.**

Tout comme 2011, année de la Révolution, cette année 2015 sera «sauvée» par une bonne saison agricole (d'huile d'olive en l'occurrence).

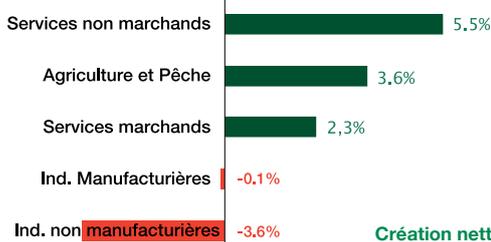
Hormis ce secteur primaire, toutes les autres activités décélérent ou reculent, avec à leur tête : l'activité minière (arrêt quasi-total de la compagnie de phosphates) et électromécanique (qui subit les séquelles de la baisse de la demande européenne).

De manière plus rétrospective, il est intéressant de noter que depuis quatre ans, le secteur des services

Structure du PIB tunisien	2010	2014	
Agriculture et Pêche	8%	9%	▲
Industries manufacturières	18%	16%	▼
<i>Dont Industrie mécanique &amp; Electrique</i>	5%	5%	
<i>Dont Textile</i>	4%	3%	
Industries non manufacturières	13%	11%	▼
<i>Dont Mines &amp; Hydrocarbures</i>	8%	6%	
Services marchands	44%	45%	▲
<i>Dont Transport</i>	9%	8%	
<i>Dont Commerce</i>	8%	8%	
<i>Dont Tourisme</i>	5%	4%	
Services non marchands	17%	19%	▲
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	

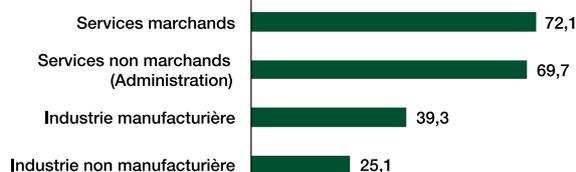
Source : INS

#### TCAM<sub>2011-2014</sub> de la valeur ajoutée



Source : INS

#### Création nette d'emplois sur la période 2011 - T1 2014 (en milliers de personnes)



Source : INS

non marchands (càd, les services fournis par l'administration) apparaît comme un nouveau catalyseur de la croissance économique.

Ce basculement - qui s'explique par l'augmentation des salaires dans la fonction publique\* - est loin d'être réjouissant surtout dans le contexte actuel où le secteur public est peu habilité à améliorer sa productivité, et donc, à créer de la richesse à moyen terme.

#### 2- Un chômage persistant :

La grave crise que traverse la Tunisie n'a évidemment pas pu résoudre les problèmes du marché du travail. Selon les derniers chiffres publiés par l'INS, le nombre de chômeurs dépasse aujourd'hui les 600.000 personnes, soit 15% de la population active et serait même deux fois plus élevé (30%) dans la famille des jeunes diplômés du supérieur.

Le taux de chômage a décliné comparativement au lendemain de la Révolution (fin 2011 - début 2012) où il effleurait les 20%; une baisse en grande partie absorbée par l'administration qui a été un important gisement d'emplois. Sans les 70.000 recrutements nets dans le secteur public, ce taux aurait persisté à 18%.

\*La valeur ajoutée retenue pour le secteur des services marchands est la masse salariale

### 3- Un investissement en panne:

A première vue, et comme le démontre le graphique ci-contre, l'investissement a fait du surplace depuis 2010. Une 'résistance' qui retomberait d'un cran (-15%) si l'on tenait compte de l'effet de l'inflation pour les investissements locaux et de l'effet change pour les IDE.

Avec une enveloppe d'à peine 16 milliards de DT, ne dépassant pas 20% du PIB et qui stagne depuis trois ans, la Tunisie est bien à la traîne en matière d'investissement. Sans doute accentuée par la Révolution, cette carence ne date pas d'hier; car même dans ses années 'phare', notre économie affichait un taux d'investissement de seulement 25% du PIB.

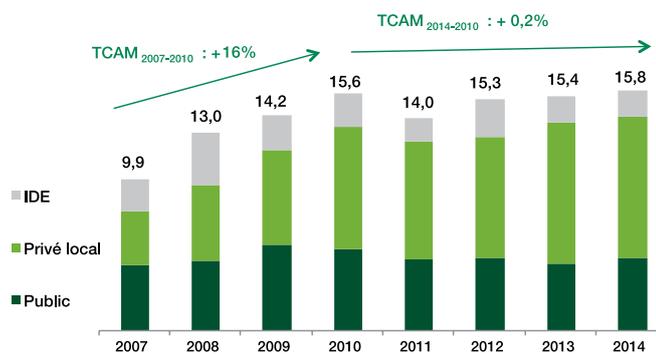
La relance de l'investissement ne pourrait se faire - comme le voudrait une situation ordinaire - par la baisse des taux d'intérêt, au risque de voir l'inflation ressurgir de plus belle. La seule manoeuvre possible pour le Gouvernement est donc de restaurer le moral des investisseurs, **car l'investissement, c'est avant tout une question de confiance.**

Grèves à outrance, bureaucratie, administration léthargique, non respect de la loi... sont autant de facteurs dissuasifs pour les investisseurs qui restent frileux et hésitants en attendant des jours meilleurs. Les étrangers, de leur côté, ressentent peut être une certaine sympathie vis-à-vis de la Tunisie pour avoir achevé avec succès sa transition politique mais n'ont pas encore franchi de manière franche le pas vers l'investissement. **Et puis le secteur public ne donne pas l'exemple.** Freiné par sa machine administrative, le gouvernement n'arrive pas à déployer l'enveloppe d'investissement promise. Sur une enveloppe annuelle de 5 milliards

### Un secteur public qui ne donne pas l'exemple

de dinars, l'Etat n'en décaisse réellement que la moitié chaque année. Du coup, les fonds qui ne sont pas mis à contribution dans les projets de développement sont détournés vers les dépenses courantes - et non productives - notamment les salaires. Une orientation pour le moins court-termiste cherchant à étouffer les tensions sociales au détriment de l'investissement, seul créateur de richesse à long terme et dont les séquelles sur les finances publiques sont sans appel.

Répartition des investissements en Milliards de DT



L'investissement c'est avant tout une question de confiance

### 4- Des finances publiques malmenées:

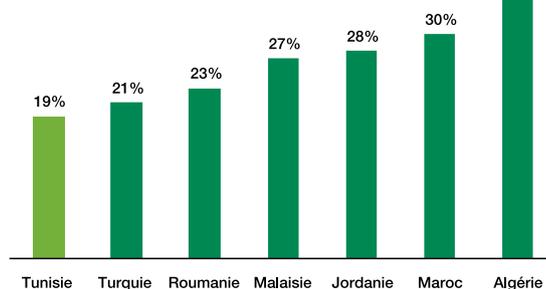
Les finances publiques s'essouffent par un **effet ciseau** : tassement des revenus d'un côté (difficultés à récolter les impôts, manque à gagner du Groupe Chimique, tarissement des privatisations ...) et une explosion des dépenses, avec à leur tête, les salaires. Le déficit budgétaire excède aujourd'hui les 4 milliards de dinars alors qu'il ne dépassait pas le milliard de dinars en 2010.

Pour financer ce creusement, il y a eu inévitablement un recours à la dette, qui s'élève désormais à 40 milliards de DT, soit 50% du PIB (contre 40% en 2010).

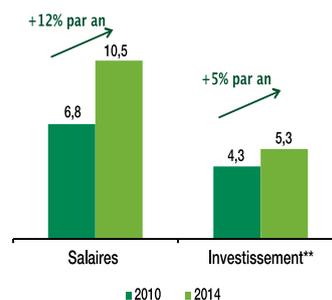
Avec les nouvelles données internes (croissance économique en deça des objectifs) et externes (baisse du prix du pétrole), le Gouvernement a révisé son budget. Une version actualisée qui soulage sans doute l'enveloppe de la compensation mais avec peu d'impact sur le déficit budgétaire, qui continue à subir les revendications sociales.

En tout état de cause, nous espérons que ce soulagement 'conjoncturel' n'amènera pas les autorités à renoncer - ou reporter - les réformes structurelles annoncées, aussi douloureuses soient-elles (fiscalité, compensation, douanes...).

Investissement en % du PIB



Evolution des dépenses publiques entre 2010 et 2014



\*\* Chiffres budgétisés; sachant que les montants réellement décaissés ont été moindres.



### 5- Détérioration de la situation extérieure

La détérioration de la situation extérieure est due principalement à l'aggravation du déficit commercial (export - import) qui a dépassé en 2014 les 13 milliards de dinars. **En d'autres termes, la Tunisie achète, chaque mois, de l'étranger 1 milliard de DT de plus que ce qu'elle ne vend !**

Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette baisse de régime :

- Des exportations en berne face au ralentissement économique en Europe qui accapare 70% des exportations tunisiennes, de la fermeture régulière des frontières libyennes et des difficultés logistiques récurrentes (ports, douanes...);
- Une augmentation plus rapide des importations accentuée par la dépréciation du dinar.

Le secteur off shore, encadré par la fameuse «loi 72», joue un rôle incontestable dans le dynamisme des exportations où il y contribue à hauteur de 65%. Ce régime a par ailleurs permis de «limiter les dégâts» et de neutraliser la baisse du taux de couverture\* qui a résisté autour de la barre de 70% (puisque les sociétés offshore affichent un taux de couverture de plus de 150%).

Les sociétés off shore ont bénéficié pendant quatre décennies d'un cadre fiscal avantageux (exonération totale de l'impôt), qui explique en même temps la réussite - manifeste - de ce créneau. La récente loi, entrée en vigueur en 2014, d'imposer une fiscalité sur l'export risque d'avoir des conséquences dommageables à moyen terme. Ce n'est pas tant le niveau de taux qui dissuade (qui reste relativement faible, à 10%) mais plutôt l'effet de signal vis-

à-vis des investisseurs étrangers. Un effet collatéral qui n'est pas de nature à encourager l'attraction d'IDE dans notre pays.

Si le déficit commercial n'est pas en soi un signe de mauvaise santé, il pose des problèmes s'il perdure et se creuse; et c'est bien le cas de la Tunisie. Car un déficit extérieur, à l'instar de tous les déficits, doit être financé. Et c'est pour cette raison que la Tunisie a fait son «come back» sur les marchés internationaux en janvier dernier pour l'émission de l'eurobond et que les institutions internationales ont été sollicitées.

#### • A quand une sortie de crise ?

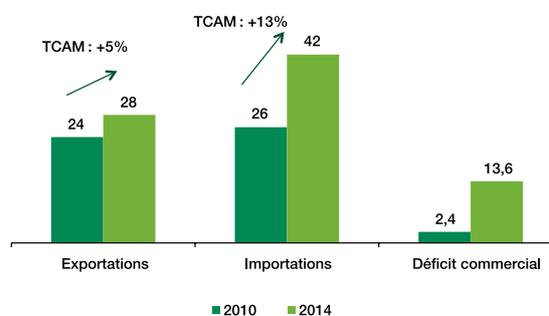
Les questions d'ordre politique étant désormais derrière nous, il est grand temps de s'attaquer - sérieusement - aux chantiers économiques et sociaux, exposés plus haut. **Et le mot d'ordre pour la sortie de crise tient dans la relance de l'investissement, car sans investissement, il n'y aura pas de reprise durable à moyen terme.**

Il serait innocent de prétendre que cette problématique pourrait être réglée sur les deux prochaines années mais ses graines doivent être semées aujourd'hui.

A notre sens, il faudrait un véritable «Big Bang» pour mettre fin à l'attentisme persistant des entreprises, en annonçant des mesures fortes pour restaurer l'Etat de droit, instaurer la sécurité, moderniser l'administration, accélérer les réformes...

Priorité du gouvernement, la réforme du Code d'incitation aux investissements abonde dans ce sens. Au bout de 22 ans, la réglementation en vigueur s'est essouffée et montré ses limites face à une nouvelle réalité socio-économique.

Evolution de la balance commerciale entre 2010 et 2014 (en Milliards de DT)



La nouvelle version - bien plus compacte et compréhensible - s'est voulue une refonte totale et a brassé très large : allègement des autorisations préalables, réduction - quoique timide - du champ d'intervention de la CSI, nouvelle gouvernance institutionnelle visant à regrouper l'arsenal de structures et mécanismes d'appui, création d'un Fonds de fonds, protection des investisseurs...Des idées séduisantes qui risquent de mettre du temps pour s'officialiser, en attendant de passer par l'Assemblée des Représentants du Peuple, mais a-t-on vraiment le temps?

\*Le taux de couverture est le rapport entre les exportations et les importations.



Rédigé le 01 Septembre 2015

## Flash Bourse

### Bilan 2015 & Perspectives

Dans un climat économique pour le moins morose, la Bourse de Tunis va à contre courant et signe une progression de 8% depuis le début de l'année. Une performance en « trompe l'oeil », alimentée par quelques valeurs 'stars', avec à leur tête la SFBT.

En vérité, c'est un sentiment d'attente qui plane depuis plusieurs mois sur la Bourse de Tunis. Des investisseurs qui craignent une dégradation de la rentabilité dans la conjoncture actuelle, même s'ils continuent à manifester un intérêt pour le papier frais, à l'image des résultats des deux offres publiques réalisées sur le marché (UADH et Office Plast).

Dans ce contexte tendu, nous privilégions une stratégie de stock picking sur des valeurs de fonds de portefeuille, avec des fondamentaux solides et disposant de pistes de croissance... au-delà des frontières..

#### Une performance à relativiser

Après le passage au vert entamé l'année dernière, la Bourse de Tunis affermit sa reprise avec une progression de 8% depuis le début de l'année. Un parcours boursier inattendu, qui va à l'encontre de l'évolution de l'économie et de l'atmosphère générale ressentie dans le pays.

Encore plus surprenant, le double « choc » des attentats terroristes (en mars et en juin) n'a pas véritablement secoué la place boursière qui a connu des baisses ponctuelles et contenues dans le temps. Le marché semble avoir développé une certaine résilience à ce type de chocs.

A y regarder de plus près, l'embellie du marché **est à relativiser car elle est propulsée par deux courants :**

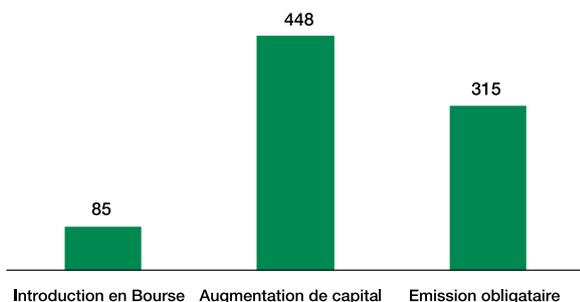
- La **SFBT** qui pèse à hauteur de 15% dans la composition de l'indice et qui a gagné 30% depuis le début de l'année. Depuis l'automne dernier, cette brasserie, filiale du groupe Castel, attire les investisseurs étrangers suite à la décision prise par le Gouvernement de porter leur part de 50% à 66%.

- Et dans une moindre mesure, les **banques publiques** - 5% de l'indice - et qui ont vu leur cours se doper l'année en marge des projets de recapitalisation (+96% pour la BH, +86% pour la BNA et +30% pour la STB).

Evolution du Tunindex depuis le début de l'année



Mobilisation d'épargne publique depuis le début de l'année (MDT)



Les volumes de transaction se sont également démarqués avec une moyenne quotidienne de 8MDT contre 5.5MDT en 2014. Là encore, le « phénomène SFBT » a été déterminant où le titre a généré à lui seul 28% des échanges du marché. Sur une base plus normative, le marché aurait retrouvé ses niveaux de 2014.

Dans un climat globalement morose, les nouveaux émetteurs se sont faits timides sur le marché. Deux opérations d'introduction à ce jour - le groupe UADH et la société Office Plast - et des augmentations de capital cannibalisées par la recapitalisation des deux banques publiques qui ont mobilisé à elles seules plus de 420MDT auprès du public.

#### Une croissance en berne des résultats en 2015

A ce jour, nous n'avons qu'une vision partielle sur les résultats des sociétés cotées avec la publication des indicateurs d'activité semestriels. Une vision mitigée dans ce contexte économique - et financier - extrêmement mauvais.

Le secteur bancaire - poids lourd du marché - tirera son épingle du jeu grâce à la «normalisation» du coût du risque après deux exercices successifs pénalisés par les provisions. L'activité intrinsèque du crédit continuera de pâtir de la conjoncture morose et de la concurrence que se livrent certaines banques pour la collecte de dépôts.



## Performance des valeurs boursières cotées sur les 8 premiers mois de l'année

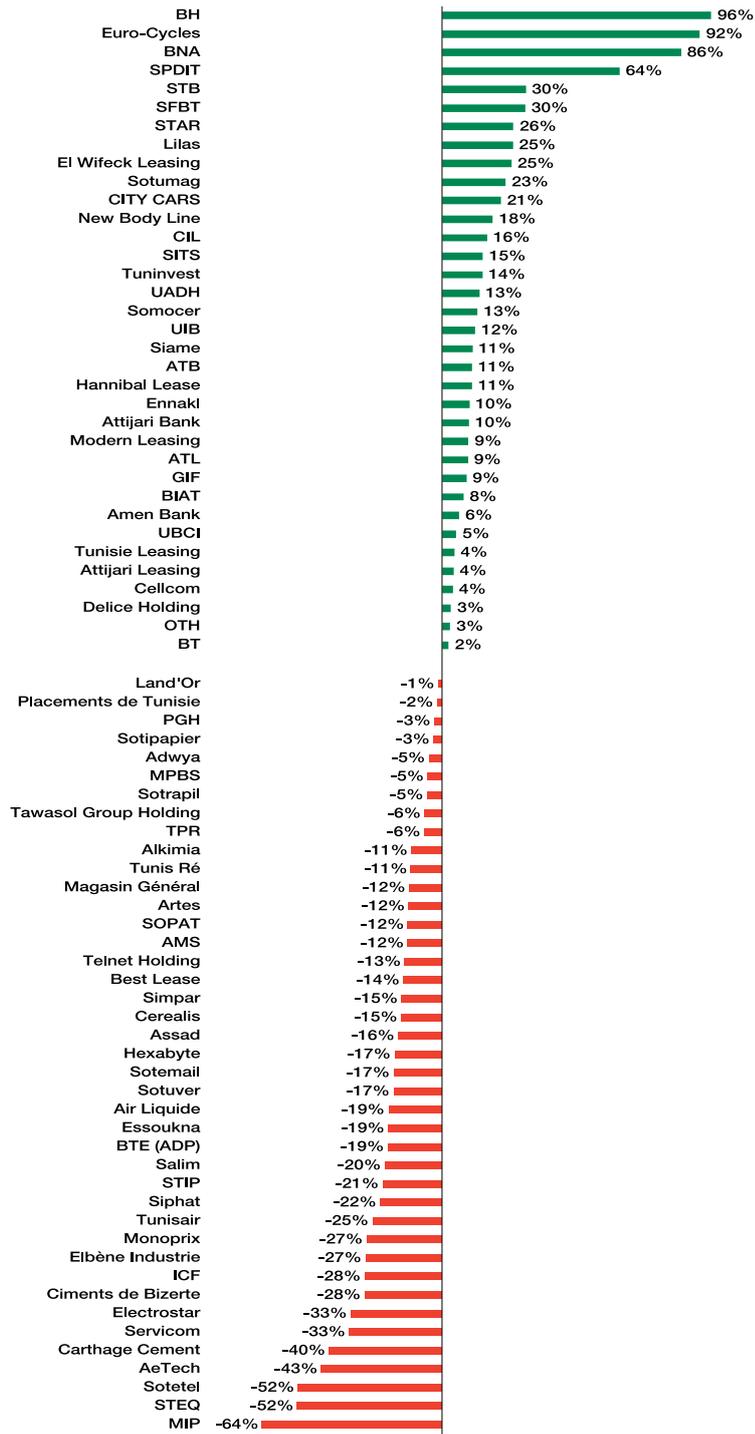
Les sociétés industrielles seront, quant à elles, marquées par la convergence :

- Du ralentissement de l'activité aussi bien sur le marché local, mais également à l'export avec les difficultés d'accès au marché libyen.

- De l'évolution des coûts de production en réaction au projet de suppression de la subvention énergétique et des revendications sociales.

Seules les activités de grande consommation, défensives par nature, résisteront à cette tendance baissière.

**Le stockpicking reste donc le maître mot dans ce cycle, privilégiant :** les valeurs défensives (SIMPAP, SITS, SFBT, Cerealis, Liliass), celles qui disposent de moteurs de croissance en dehors de nos frontières (TPR, Eurocycles, OTH) ou encore les valeurs financières solides (Attijari Bank, BIAT, STAR).



Rédigé le 19 août 2015

## Secteur bancaire

### Les valeurs bancaires font leur retour

Première victime de la crise post révolution, le secteur bancaire tunisien a subi les aléas d'un système économique en berne : assèchement de la liquidité, dégradation de l'environnement des affaires, hausse des impayés, sinistralité de plusieurs secteurs de l'économie... Parallèlement, le renforcement de l'arsenal réglementaire par la BCT a dévoilé d'importantes défaillances capitalistiques et organisationnelles chez certaines banques. Plus de 1 000MDt de provisions complémentaires ont été comptabilisés sur les 4 dernières années, et quatre banques ont lancé un plan de recapitalisation.

Sur le marché boursier, les valeurs bancaires suscitent l'engouement depuis le début de l'année. Certaines ont atteint des performances records de plus de 100% ! Aujourd'hui, l'heure est au bilan; la publication des résultats 2014 présente des signes de reprise, et les projets de recapitalisation des banques publiques nous rassurent quant à la pérennité de ces institutions : **Analyse\* d'un secteur qui fait son retour en bourse.**

\* Notre analyse porte sur les 11 banques cotées de la place

#### Le secteur bancaire coté :

- 11 banques cotées
- Capitalisation boursière : 8 milliards de dinars
- 45.5 milliards de dinars d'encours de crédits
- 2.6 milliards de dinars de PNB
- Performance boursière du secteur en 2015 : **+14.6%**

#### • Panorama du secteur bancaire :

Le secteur bancaire tunisien est relativement jeune. Né au lendemain de l'indépendance, c'est au cours des 30 dernières années que se sont opérées ses transformations majeures.

Aujourd'hui, le marché compte 29 établissements dont 11 banques cotées. Contrairement aux marchés voisins et occidentalisés, concentrés autour de quelques grandes institutions financières, le secteur bancaire tunisien se différencie par « son atomisticité ». Entre les banques publiques, les banques privées universelles, les banques spécialisées, les banques d'investissement,... une meilleure concentration du marché bancaire serait, aujourd'hui, bien plus souhaitable pour la stabilité du système financier.

Avec une capitalisation boursière de 8 milliards de dinars, le secteur bancaire est la première force du marché, représentant 41% de la capitalisation totale. Son état de santé reste un baromètre essentiel de l'investissement en bourse. Aujourd'hui, 4 ans après la révolution, l'heure est au bilan, et les prémisses d'une reprise semblent se dessiner.

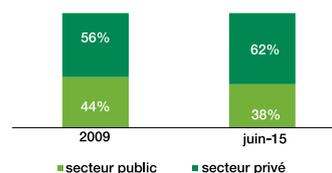
#### 1- Les banques publiques:

Au nombre de trois, elles s'accaparent 38% des actifs bancaires, autant dire que leur devenir est essentiel à notre système économique.

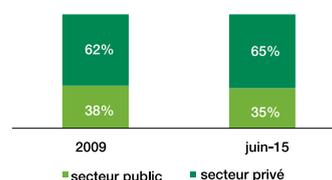
Détenues majoritairement par l'Etat, ces banques attirent l'attention de bon nombre d'investisseurs privés. Des opérations de prises de participation autant stratégiques que financières, qui prouvent l'intérêt

pour ce type de papier de la part de la sphère financière privée. Et cela se vérifie encore cette année avec les performances spectaculaires réalisées par ces 3 valeurs sur le marché.

#### Répartition des crédits



#### Répartition des dépôts



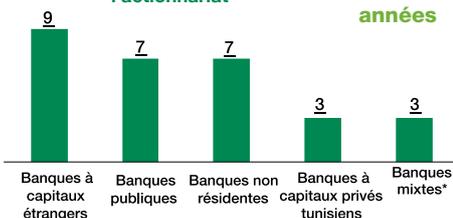
L'état de santé des 3 banques publiques est, toutefois, moins rassurant. Face à un environnement concurrentiel très agressif, et une gouvernance publique qui montre des signes de faiblesse, le secteur public a besoin, parallèlement à sa recapitalisation, d'une refonte totale de son mode de gouvernance. Une réforme de fond, initiée deux ans plus tôt, dont la concrétisation est aujourd'hui fortement attendue par les investisseurs.

Souvenez-vous, des missions d'audit ont été lancées en 2013 sur les 3 banques nationales. L'objectif était d'évaluer la situation financière, organisationnelle et sociale des banques, d'élaborer un programme stratégique de restructuration, et enfin de chiffrer le montant de leur recapitalisation.

A cette époque, plusieurs projets de restructuration ont été entendus : (1) transformer les 3 banques publiques en une banque de développement, (2) céder un bloc à un partenaire stratégique dans le cadre d'une privatisation, (3) fusionner les 3 banques en un pool bancaire public, (4) confier la gestion à des experts privés tout en gardant l'actionariat public... et tout cela accompagné de la création d'une société de gestion des actifs classés (AMC).

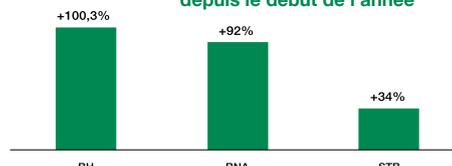
#### La part du secteur public dans l'activité bancaire s'est réduite au cours des dernières années

#### Paysage bancaire selon la nature de l'actionariat



\* Actionariat de référence partagé entre l'Etat tunisien et un Etat arabe

#### Performances boursières depuis le début de l'année





Aujourd'hui, les conclusions des différentes missions s'orienteraient vers le dernier scénario ; les banques resteraient étatiques, et la gouvernance serait quant à elle « privée ». Un business model qui permettrait aux trois banques d'améliorer leur compétitivité, de renforcer leur notoriété, et de faciliter l'accès à de futurs partenaires stratégiques ou techniques privés.

Pour ce qui est de la facture de la recapitalisation, elle est quasiment chiffrée. Une enveloppe de 1 300MDt sera nécessaire pour recapitaliser les banques publiques, dont 757MDt rien que pour la STB. Un montant colossal qui sera pour l'essentiel financé par l'Etat. A l'heure actuelle, la privatisation d'une ou des 3 banques, n'est donc plus à l'ordre du jour, mais des opérations de cession de participations minoritaires à des partenaires privés ne sont pas à exclure.

- **STB** : Doyenne des banques publiques, elle est sans conteste la banque la plus touchée par la crise post révolution. Pénalisée par un lourd héritage de créances classées reçu lors de l'opération d'absorption de la BDET et la BNDT, sa pérennité est aujourd'hui mise à mal : des fonds propres 2014 négatifs, des créances classées de 2 400MDT, représentant 30% des engagements de la banque et plus du tiers des créances classées du secteur. Aujourd'hui, et dans le cadre d'un plan de recapitalisation, la STB a décidé de procéder à une augmentation de capital d'un montant de 757MDT. Un montant conséquent qui permettra à la banque de se conformer aux ratios de solvabilité exigés par la BCT et d'assurer sa pérennité (un ratio de solvabilité de 12.7% dès 2015).

- **BNA** : Historiquement créée pour le financement du secteur agricole, la concurrence sur le marché a orienté la banque vers une plus grande diversification sectorielle. A la différence des deux autres banques publiques, le renforcement des fonds propres de la BNA pourrait passer par la cession de ses participations non stratégiques. A noter que la banque détient un portefeuille de participations important comprenant des titres cotés tels que SFBT, SIMPAR ou encore Air Liquide qui recèlent des plus values latentes intéressantes.

- **BH** : Dernière née du secteur public, la Banque de l'Habitat s'est imposée comme la banque pionnière dans le crédit logement en Tunisie. En 2014, la réactivité de la banque face aux défaillances révélées est à féliciter. Courant le mois de juillet, la banque a entamé la deuxième étape de son processus de restructuration avec l'ouverture des souscriptions à l'augmentation de capital de 110 MDT. Cette opération a été précédée de l'émission d'un emprunt obligataire subordonné de 90MDt, clôturé avec succès au mois de mai dernier. La recapitalisation devrait permettre à la banque de se conformer aux ratios de solvabilité exigés par la BCT et d'assurer une croissance saine sur les 5 prochaines années.

## 2- les banques privées tunisiennes

- **BT** : Fondée en 1884, la Banque de Tunisie est la plus ancienne banque du pays. Sans détenir la majorité, la banque est contrôlée à hauteur de 34% par le groupe français CIC. Avec un flottant de plus de 50%, elle demeure « opérable ».

« Vieille Dame du secteur », la BT est depuis longtemps une référence en termes de rigueur et de qualité de portefeuille sur le marché.

Une rigueur qui a un prix : une croissance timide de l'activité et des parts de marché qui stagnent. Aujourd'hui face à un environnement très agressif, la banque a décidé de presser le pas et de dynamiser sa croissance.

- **BIAT** : Fondée en 1976, la BIAT est détenue par plusieurs groupes industriels privés tunisiens. Son principal actionnaire est le groupe Mabrouk qui détient 39% du capital de la banque. Dans un contexte économique post révolution dégradé, la BIAT a fait preuve de solidité et de croissance, et préserve son statut de première banque de la place en termes de dépôts et de PNB.

- **Amen Bank** : 2<sup>ème</sup> banque privée du pays, Amen Bank fait partie du Groupe Amen, composé d'une quarantaine de sociétés opérant dans plusieurs secteurs clés de l'économie : finance, agroalimentaire, immobilier, tourisme, santé, etc. Un groupe diversifié et engagé dans de nombreux projets d'investissements, qui alimente la croissance de la banque.

En 2013, Amen Bank a ouvert son capital à un nouvel actionnaire de référence, la SFI (filiale de la Banque Mondiale), devenant le deuxième plus important actionnaire avec une participation de 10%.

## 3- Les filiales de banques étrangères

- **UIB** : Fondée en 1963, par le regroupement de cinq grandes banques internationales, l'UIB a été privatisée en 2002 via la cession de 52% du capital de la banque à la Société Générale. Depuis, des programmes d'assainissement et de recapitalisation de la banque ont été lancés : une augmentation de capital de 145MDt en 2007 et de 150MDt

en 2014, toutes deux soutenues par son actionnaire de référence (la Société Générale). Aujourd'hui, 13 ans après sa privatisation, la politique d'assainissement commence à porter ses fruits : un bénéfice record de 57MDt et une première distribution de dividendes en 2014.

- **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 devenant aujourd'hui la 3<sup>ème</sup> banque privée du pays derrière la BIAT et Amen Bank.

- **ATB** : Filiale du groupe jordanien Arab Bank, la banque -atypique-, se distingue de ses consœurs par son activité de placement, prépondérante dans la structure de son PNB. La banque joue un rôle important dans le financement du budget de l'Etat par voie d'adjudication; celle ci détient un portefeuille conséquent de 1 000MDt de BTA.

- **UBCI** : Filiale de la banque BNP Paribas depuis 2004, l'UBCI est réputée pour sa gestion rigoureuse. Avec un taux de couverture de 85.2%, et un taux de créances classées de 6.2%, l'UBCI est la banque la plus saine et la mieux provisionnée de la place.

## 4 - La Banque Mixte

- **BTE** : Créée en 1982, au terme d'un partenariat étatique entre les Emirats Arabes Unis et la Tunisie, la BTE reste peu active sur le marché, avec un total engagements de 585MDt, représentant une part de marché de 1%. Action à dividende prioritaire, le titre BTE était historiquement apprécié pour son rendement en dividendes généreux (un yield de 6 à 8% en moyenne).



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

## Les principaux agrégats du paysage bancaire coté sur l'année 2014:

	Résultat net consolidé (MDt)	Taux de créances classées	Taux de couverture
AB	89,20	12,3%	69,7%
ATB	55,20	6,7%	78,7%
Attijari Bank	74,41	8,7%	84,9%
BH	55,30	19,0%	70,4%
BIAT	116,64	7,4%	70,8%
BNA	Non publié	Non publié	Non publié
BT	88,67	7,9%	68,1%
BTE*	-10,90	20,5%	55,0%
STB	-25,39	28,8%	51,0%
UBCI	28,31	6,2%	85,2%
UIB	54,58	10,6%	80,6%

\*Résultat individuel

### • Les indicateurs d'activité au 30 juin 2015 :

#### 1- Les dépôts :

La collecte bancaire affiche un certain essoufflement sur le premier semestre. Le secteur enregistre une légère baisse de 0.1% des dépôts à **45 437MDt**. Parallèlement, les tensions sur la liquidité semblent réapparaître, avec un accroissement des interventions de la Banque Centrale sur le marché monétaire (une injection de 5 541 MDT en moyenne quotidienne, contre un montant de 3 322MDt à fin 2014). Sans grande surprise, la **BIAT** maintient sa position de leader en termes de dépôts, avec une part de marché de 16.6% et un total dépôt de 7 644MDT à fin juin 2015.

La force commerciale d'**Attijari Bank** continue de payer, la banque enregistre une hausse de 5% de ses dépôts à 4 738MDt, parmi les plus importantes de la place.

Après une politique agressive menée sur l'année 2014 (+11.5%), **Amen Bank** affiche une décollecte de 8% sur le premier semestre 2015. Une évolution principalement liée à une décollecte sur les ressources longues (-16% sur les placements à terme), qui pourrait être en faveur d'une amélioration de la rentabilité de la banque. La banque maintient tout de même une position solide, de deuxième banque privée en termes de dépôts

#### 2- Les crédits :

Sur le premier semestre de l'année, les encours de crédits ont enregistré une hausse de 2.5% à **46 647MDt**, une croissance molle qui témoigne d'un climat d'investissement encore fragile.

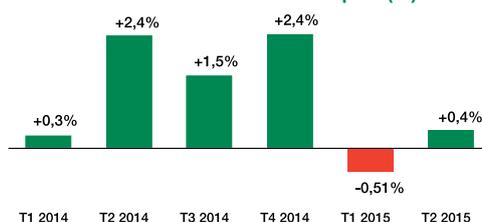
Avec une croissance de 4.5%, la **BNA** confirme sa position de leader dans les crédits, soit une part de marché de 15.5%. Un montant conséquent, dont la qualité reste à ce stade difficilement appréciable. A noter que la banque n'a pas encore publié ses états financiers à fin 2014, ni dévoilé son plan de restructuration, ni la politique de risque à mettre en place sur les prochaines années. Seul le montant de la recapitalisation est, à ce stade, estimé aux alentours de 270MDt.

**Amen Bank** confirme pour le deuxième semestre consécutif sa première place de banque privée en termes de crédits devantant de peu la BIAT, avec une part de marché de 13.1%.

**BT** signe la plus forte progression des crédits de la place, avec une hausse de 7.1% à 3 422MDt. Face à des banques de plus en plus actives, la BT prend aujourd'hui conscience de l'enjeu concurrentiel, et se veut plus agressive sur le marché.

Avec une baisse de 2% de ses crédits, la **STB** continue de perdre des parts de marché : 11.8% à fin juin 2015, contre une part de marché de 16% un an plus tôt. Le plan de recapitalisation de la banque devrait redonner un nouveau dynamisme à la banque et aspirer vers une croissance plus solide.

### Evolution trimestrielle des dépôts (%)



Banque	Encours des dépôts au 30/06/2015 (en MDt)	Evolution depuis le début de l'année	Part de marché
BIAT	7 644	1,7%	16,8%
BNA	5 853	0,1%	12,9%
STB	5 422	1,7%	11,9%
Amen Bank	5 089	-8,1%	11,2%
Attijari Bank	4 738	5,2%	10,4%
BH	4 628	-0,1%	10,2%
ATB	3 409	-4,1%	7,5%
UIB	3 194	0,9%	7,0%
BT	2 890	-1,1%	6,4%
UBCI	2 053	1,7%	4,5%
BTE	516	9,6%	1,1%
<b>Total</b>	<b>45 437</b>	<b>-0,1%</b>	

Banque	Encours des crédits au 30/06/2015 (en MDt)	Evolution depuis le début de l'année	Part de marché
BNA	7 209	4,5%	15,5%
Amen Bank	6 102	-0,2%	13,1%
BIAT	6 061	2,4%	13,0%
STB	5 492	-2,1%	11,8%
BH	5 024	5,4%	10,8%
Attijari Bank	3 693	2,6%	7,9%
UIB	3 556	3,3%	7,6%
BT	3 422	7,1%	7,3%
ATB	3 121	0,2%	6,7%
UBCI	2 382	3,8%	5,1%
BTE	585	10,0%	1,3%
<b>Total</b>	<b>46 647</b>	<b>2,5%</b>	



### 3- Le PNB :

Sur les six premiers mois de l'année, le PNB du secteur a enregistré une progression solide de 8.3% à 1 374MDt. A l'instar de 2014, la hausse a principalement émané des revenus de placement. Ces derniers ont gagné 1 de point de pourcentage dans la structure du PNB à 23.3%. Le poids de la marge d'intérêt est quant à lui resté stable, représentant 55% du PNB à fin juin 2015. Néanmoins, on note une reprise de l'activité d'intermédiation pour certaines banques qui semblent modérer leur course aux parts de marché, au profit d'une meilleure rentabilité.

Deuxième meilleure performance de la place après l'ATB, **BH** enregistre un gain de 14% de son PNB à 126.3MDt. Une progression qui a profité de la réalisation de plus values sur son portefeuille de placement. Avec une hausse de 35%, le poids de l'activité de placement est ainsi passé de 18.5% à 21.8%.

Avec une progression de 7%, la **BIAT** consolide sa place de 1ère banque en termes de PNB. Contrairement au secteur, la progression a principalement émané de la marge d'intérêts (+13%) et des revenus sur commissions (+21%). Rappelons que la banque bénéficie d'un avantage solidement conservé vis-à-vis de ses concurrentes : une collecte très bon marché et des niveaux de commissions parmi les plus élevés de la place.

A l'instar de la BIAT, **ATB** fait partie des rares banques à enregistrer un renforcement du poids de sa marge d'intérêt, représentant 35% de son PNB, contre 28% un an plus tôt. Une situation qui permettrait à la

banque de réduire son exposition aux activités de placement en Bons du Trésor, particulièrement dans un environnement de hausse des taux. Ainsi, quasiment toutes les banques ont affiché un renforcement du

Banque	PNB (MDt)		Variation
	30/06/14	30/06/15	
BIAT	234,7	251,5	7,1%
BNA	169,1	178,9	5,8%
Amen Bank	126,1	140,4	11,3%
Attijari Bank	130,8	139,1	6,4%
STB	131,7	134,8	2,4%
BH	110,5	126,3	14,3%
BT	100,8	105,9	5,1%
UIB	94,7	105,3	11,2%
ATB	84,3	99,6	18,1%
UBCI	72,8	77,5	6,5%
BTE	13,8	15,0	8,2%
Secteur	1 269	1 374	8,27%

de pourcentage à 20.7%, et celui d'**Attijari Bank** gagne 4.5 points à 24.2%.

de poids des revenus de placement et dans une moindre mesure des marges sur commissions. Parmi les hausses les plus importantes, le poids des revenus de placement de la **STB** s'est renforcé de 5.7 points

de pourcentage à 20.7%, et celui d'**Attijari Bank** gagne 4.5 points à 24.2%.

Structure du PNB au 30/06/2014

Banque	Marge d'intérêts	Marge sur commissions	Revenus nets de portefeuille
Amen Bank	44,1%	23,1%	32,8%
ATB	27,9%	19,8%	52,3%
Attijari Bank	53,1%	27,2%	19,7%
BH	59,8%	21,7%	18,5%
BIAT	52,0%	21,4%	26,5%
BNA	67,9%	15,2%	16,8%
BT	55,2%	21,2%	23,6%
BTE	52,9%	31,5%	10,2%
STB	62,6%	22,4%	15,0%
UBCI	60,8%	27,0%	12,2%
UIB	63,6%	28,7%	7,7%
Secteur	55,3%	22,3%	22,3%

Structure du PNB au 30/06/2015

Banque	Marge d'intérêts	Marge sur commissions	Revenus nets de portefeuille
Amen Bank	44,2%	22,6%	33,2%
ATB	35,3%	18,0%	46,8%
Attijari Bank	50,0%	25,8%	24,2%
BH	58,4%	19,8%	21,8%
BIAT	54,9%	24,2%	20,9%
BNA	67,5%	13,6%	18,9%
BT	53,1%	20,1%	26,8%
BTE	53,6%	34,1%	10,0%
STB	61,1%	18,3%	20,7%
UBCI	58,2%	25,8%	16,0%
UIB	65,0%	26,2%	8,8%
Secteur côté	55,3%	21,4%	23,3%



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

## • Les perspectives d'avenir et opinion de Tunisie Valeurs :

Quatre ans après la révolution, les valeurs bancaires font leur retour sur le marché. Le renforcement de l'arsenal réglementaire,

l'assainissement opérée en 2013, la publication de résultats réconfortants en 2014 et la recapitalisation des banques publiques, sont autant d'éléments qui nous réconfortent sur l'avenir du

secteur ...vers une croissance plus saine.

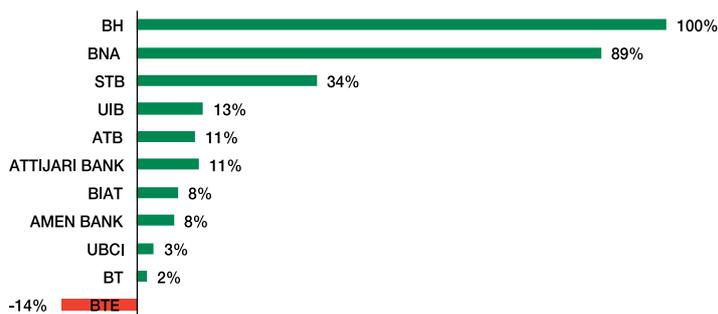
Evidemment, le secteur n'est pas encore sorti de la crise : les tensions sur la liquidité persistent, la concurrence est très agressive

et l'investissement demeure en berne. Et si la majorité des valeurs bancaires suscitent l'intérêt du marché, une stratégie de sélection est recommandée.

	Bénéfice consolidé 2015e (MDt)	Capitalisation (MDt)	PER <sub>2015e</sub>	P/B <sub>2015e</sub>	Yield <sub>2015e</sub>	Opinion
AMEN BANK	102,47	660,0	6,4	0,9	4,1%	Cs (+)
ATB	57,64	462,0	8,0	0,8	4,8%	Cs (+)
ATTIJARI BANK	82,58	1 001,7	12,1	2,3	6,0%	+
BH*	69,99	476,0	6,8	1,0	1,8%	+
BIAT	127,45	1 377,0	10,8	1,8	3,7%	+
BNA**	29,36	457,0	15,6	0,7	1,4%	Cs
BT	90,94	1 566,0	17,2	2,2	2,9%	Cs (+)
BTE	0,48	21,3	44,1	0,2	2,3%	-
STB*	10,38	932,3	n.s	1,8	0,0%	Cs
UBCI	30,11	510,0	16,9	1,6	1,2%	Cs
UIB	60,43	556,4	9,2	1,6	3,1%	+
<b>Secteur coté</b>	<b>8 020</b>	<b>12,1</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0%</b>		

\*ratios post augmentation de capital

\*\* hors éléments exceptionnels liés à la cession éventuelle de ses participations non stratégiques



• **Amen Bank** : Sur les années 2013-2014, la course aux parts de marché entreprise par la banque a pénalisé sa rentabilité (+11.5% dépôts, +11.5% crédits et +1.3% PNB). A l'opposé en 2015, et à la lumière des résultats semestriels, la croissance de l'activité semble plus modérée, privilégiant cette fois-ci l'amélioration de son PNB. Celui-ci devrait enregistrer une hausse de 10.7% à 280MDt. La qualité de portefeuille de la banque reste à surveiller et les efforts de provisionnement doivent se poursuivre. Avec un bénéfice consolidé estimé à 102MDt en 2015, la banque traiterait à un P/B de 0.9x, des niveaux de valorisation qui demeurent corrects. **Nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.**

• **ATB** : L'activité de la banque est atypique avec une forte pondération des revenus de placement dans son PNB (47% à fin juin 2015). Une exposition qui a préservé la liquidité de la banque, avec un ratio Dépôts/ Crédits très confortable de 114% en 2014. Depuis quelques années, l'ATB a commencé à s'orienter vers une activité bancaire plus classique. La marge d'intérêt est ainsi passée de 28% en 2010 à 34% sur le premier semestre 2015. La banque reste, cependant, exposée au risque de taux. La croissance des bénéfices est régulière et la qualité d'actifs est bonne. **Nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.**

• **Attijari Bank** : Depuis sa privatisation, Attijari Bank est parvenue à se construire une image de banque dynamique et fortement compétitive par rapport à ses concurrentes. Sa réactivité commerciale est d'autant plus à saluer, qu'elle s'est accompagnée d'une politique d'assainissement très rigoureuse (un taux de créances classées de 8.7% et un taux de couverture de 85% en 2014), et des niveaux de rentabilité attrayants (un ROE<sub>2014</sub> : 22%). La valorisation de la banque est plus chère que le reste du secteur, toutefois le potentiel de croissance le justifie. De plus, avec un rendement en dividendes 2015 estimé de 6%, la banque bénéficie d'une politique de dividendes parmi les plus attractives de la cote. **Nous recommandons d'acheter le titre.**

• **BH** : Dans le cadre de son augmentation de capital, la BH a dévoilé un Business Plan sur la période 2015-2019 qui allie à la fois croissance et rigueur prudentielle. La BH se dote des moyens nécessaires pour consolider son positionnement dans un paysage bancaire de plus en plus concurrentiel : relance commerciale, assainissement du bilan, amélioration du système de gouvernance, refonte du système d'information, et mise en place d'un plan de développement des ressources humaines. De nouveaux paliers de rentabilité devraient être atteints avec une croissance moyenne des bénéfices de 24% par an et un ROE moyen de 19% sur la période. Outre les fondamentaux solides, la qualité du management, et les perspectives prometteuses de la banque, les niveaux de



valorisation sont également attrayants, un P/E<sup>2015e (post augmentation)</sup> de 6.8x et un P/B<sup>2015e (post augmentation)</sup> de 1x, plaçant la BH aux côtés des banques privées les moins chères du secteur. **Nous recommandons le titre à l'achat.**

• **BIAT** : La première banque de la place reste fidèle à sa stratégie : une collecte peu onéreuse et des niveaux de commissions parmi les plus élevés du secteur. Une stratégie qui devrait se refléter au niveau de son activité: un PNB 2015 estimé à 536MDt, largement supérieurs aux résultats de la place. La bonne tenue des résultats sur les dernières années, nous réconforte sur la capacité de la banque à maîtriser son risque, sans pénaliser sa capacité bénéficiaire (un taux de créances classées de 7.4% et un taux de couverture de 71%). Les bonnes nouvelles devraient encore être au rendez-vous en 2015, la banque devrait enregistrer selon nos estimations un résultat net part du groupe de 127MDt en 2015 (+9% par rapport à 2014).

Malgré des niveaux de valorisation supérieurs à la moyenne sectorielle, le titre constitue un choix d'investissement judicieux : une valeur parmi les plus liquides du marché, à faible profil de risque, et aux perspectives de croissance encore prometteuses. **Nous recommandons d'acheter le titre.**

• **BNA** : En dépit d'une valorisation attrayante, **nous restons neutre sur la valeur.** Les perspectives futures de la banque restent fortement corrélées au plan restructuration non encore communiqué. On peut toutefois s'attendre à une année 2015 juteuse, qui profiterait des plus values éventuelles sur la cession de ses participations non stratégiques... affaire à suivre.

• **BT** : Véritable référence en termes de rigueur et de qualité de portefeuille sur le marché, la doyenne du secteur est, cependant, restée timide au niveau de sa croissance. Aujourd'hui, la banque prend conscience de son potentiel et se veut plus active sur le marché. Une prise de risque supplémentaire qui devrait, à priori, être bien maîtrisée grâce à une assise financière très confortable et une culture de risque bien ancrée dans la maison. Plus importante capitalisation du secteur, la banque traite à un P/B<sup>2015e</sup> de 2.2x, un niveau de valorisation qui demeure élevé par rapport à la moyenne du marché bancaire. La nouvelle dynamique envisagée par la banque pourrait justifier cet upside... En retour, de bons résultats et des niveaux de valorisation plus attrayants pour le futur. Mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation actuels, **nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.**

• **BTE** : L'année 2014 a été une mauvaise année pour la BTE. La banque, fortement appréciée pour son rendement généreux, a décidé, de ne pas distribuer de dividendes au titre de l'exercice 2014. Une annonce qui vient à la suite de la dégradation de sa situation financière sur les deux dernières années (un déficit de 5MDt en 2013 et de 11MDt en 2014). En 2015, la banque devrait afficher un léger retour à l'équilibre. La valorisation du titre est élevée et la liquidité est très réduite. **Nous recommandons d'alléger la position sur le titre.**

• **STB** : Dans le cadre de son augmentation de capital de 757MDt, la STB a publié un business plan qui s'articule autour des axes suivants : assainissement du bilan, développement de

nouveaux produits, amélioration du système de gouvernance, refonte du système d'information et mise en place d'un plan de restructuration des ressources humaines. Un business plan qui nous semble toutefois ambitieux, la banque table sur une croissance moyenne des bénéfices de 46% par an (contre une croissance moyenne historique de 9%). Quant à la qualité de portefeuille, une opération drastique de nettoyage des actifs classés ne peut être visible tant que la société de gestion d'actifs AMC\* n'a pas été mise en place. Le taux de créances claswsées restera à des niveaux élevés (21% à l'horizon 2019). Au niveau consolidé, la banque pâtit des mauvais résultats de certaines de ses filiales. Les résultats du groupe devraient être inférieurs à ceux de la mère et atteindre, selon nos estimations, 10MDt en 2015. Post augmentation, la capitalisation de la banque serait ramenée à 932MDt. A ce niveau de valorisation, la banque traiterait à un P/B<sup>2015e</sup> de 1.8x, des niveaux qui demeurent élevés par rapport à la moyenne sectorielle (P/B<sup>2015e</sup> de 1.3x). **Nous restons neutre sur la valeur, en attendant plus de visibilité sur les résultats de la restructuration.**

• **UBCI** : Positionnée en bas de tableau, la filiale de la banque française peine à prendre sa place sur le marché, et le contexte concurrentiel n'a pas facilité son développement. Toutefois, grâce à sa qualité de portefeuille et sa politique de couverture rigoureuse, l'UBCI a les bases nécessaires pour construire une croissance saine. Sa valorisation demeure élevée, un P/E<sup>2015e</sup> de 16.9 x et un P/B<sup>2015e</sup> de 1.6x, et la liquidité est faible sur le marché. **Nous recommandons de conserver le titre.**

• **UIB** : Totalemment assainie, suite à la dernière opération de recapitalisation de 150MDt, la banque joue la surprise en 2014 et affiche un bénéfice largement supérieur aux prévisions annoncées (un bénéfice individuel de 57MDt, contre 34MDt annoncé). Un résultat qui nous réconforte sur la capacité de la banque à réaliser ses objectifs de croissance. La politique d'assainissement a également porté ses fruits, avec un taux de créances classées de 10.6% et un taux de couverture de 80.6%. L'activité intrinsèque de la banque présente des résultats en ligne par rapport au reste du secteur. Sans compter la politique de distribution de dividendes tant attendue par les investisseurs, qui a donné un nouveau souffle au titre sur le marché. Les niveaux de valorisation demeurent corrects. **Nous recommandons d'acheter le titre.**

\*Au stade de projet, la société de gestion d'actifs (AMC) aura pour objectif de racheter les créances classées, principalement du secteur touristique, auprès des banques et des sociétés de recouvrement.

Rédigé le 17 Juin 2015

## Secteur du Leasing

### L'heure est au «Stock picking» pour le leasing

Sur les quatre années qui ont suivi la Révolution, le secteur du leasing a marqué le pas sur fond de ralentissement économique, de hausse du coût des ressources et d'augmentation des impayés, marquant une rupture avec ses « années glorieuses » (2006 à 2010).

Si certaines sociétés ont clairement souffert de la conjoncture passée, d'autres ont su jouer la carte de la 'sagesse' et sauvé - tant bien que mal - leurs fondamentaux.

Très lié à la santé de l'investissement, le secteur du leasing est appelé à rebondir dès que le climat des affaires sera rétabli dans le pays. En attendant, les valeurs de leasing sont délaissées en Bourse depuis 2010 où l'indice sectoriel a perdu 27% de sa valeur. Une correction surdimensionnée pour certaines sociétés qui affichent un bilan globalement sain. **Nous recommandons une stratégie de stock picking**, exposée dans la présente étude.

#### Le leasing en chiffres

- 9 sociétés, dont 8 cotées
- 3% de la capitalisation boursière
- 3 milliards de DT d'encours
- 1.5 milliard de DT de mises en force
- 12% de la FBCF privée

#### • Aperçu général sur le secteur du leasing en Tunisie :

Avec huit sociétés cotées, le secteur du leasing est aujourd'hui bien représenté en Bourse. Seule l'AIL - filiale de la BTK - n'a pas encore fait le pas vers le marché.

Si le poids du secteur dans la capitalisation boursière reste assez faible (≈ 3%), sa contribution dans le marché obligataire est incontestable puisqu'il est à l'origine de la moitié des émissions obligataires chaque année. Le secteur du leasing coté peut être subdivisé en deux catégories : (1) les sociétés filiales de banques et (2) les sociétés indépendantes.

#### 1- Les sociétés de leasing filiales de banques :

• **Tunisie Leasing** : créée en 1984, Tunisie Leasing est la doyenne des sociétés de leasing dans le pays. Contrairement à ses concurrents qui sont restés 'mono produits', TL s'est spécialisée dans d'autres métiers financiers (factoring, LLD) et d'autres pays (Algérie). Un profil qui limite la comparabilité avec ses pairs et qui en fait en même temps la plus importante capitalisation du secteur (180 MDT). Tunisie Leasing est restée pendant longtemps une cible «opéable» jusqu'à ce que le groupe AMEN procède à une montée dans le capital en 2009 pour en prendre le contrôle (53% aujourd'hui);

• **Attijari Leasing** : filiale à hauteur de 65% d'Attijari Bank, la société s'est concentrée sur son activité commerciale après avoir 'nettoyé' son bilan. Attijari Leasing et ATL sont souvent au coude à coude pour la 3<sup>ème</sup> place du secteur (derrière Hannibal Lease);

• **ATL** : le contrôle capitalistique de cette société n'est pas clair puisque son plus gros actionnaire - l'ATB - ne détient que 32% du capital et la BNA y est actionnaire à hauteur de 10%. Le concessionnaire automobile ENNAKL a également constitué une position (10%), certainement dans une optique de synergies (financement de véhicules);

• **Wifack Leasing** : Là encore, la classification de la société est sujette à interprétation puisque son principal actionnaire - la STB - n'y détient que 31%. Dernière née du secteur du leasing (2002), la jeune société vient de prendre un tournant stratégique avec son projet de reconversion en banque universelle aux côtés de l'ICD (filiale de l'Islamic Development Bank qui détiendrait 30% du capital); une métamorphose qui devrait se concrétiser d'ici la fin de l'année;

• **Modern Leasing** : Filiale du groupe BH (60%), la société a été particulièrement affectée par la crise qui a plombé son portefeuille. Tout comme sa maison mère, la société a entamé un plan de recapitalisation financière visant à renforcer ses fonds propres;

• **Best Lease** : Dernière société introduite en Bourse, Best Lease se distingue pour être l'unique acteur « islamique » sur le marché; un cachet qui a en même temps freiné sa croissance du fait de la rareté des ressources adéquates. Le capital de la société est détenu à hauteur de 63% par le groupe saoudien Dallah Al Baraka.

#### 2 - Les sociétés de leasing «indépendantes» :

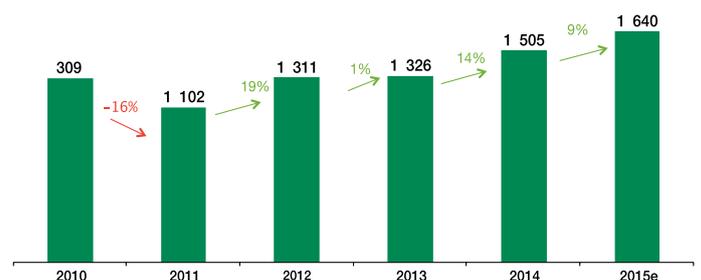
• **CIL** : Le capital de la société est majoritairement détenue par son Directeur Général. Historiquement challenger, la société a perdu du terrain ces dernières années, privilégiant la prudence aux parts de marché;

• **Hannibal Lease** : La société a affiché un comportement totalement opposé à la CIL, avec une croissance spectaculaire sur les dernières années la hissant à la 2<sup>ème</sup> position du secteur. Introduite en Bourse en 2013, la société est majoritairement détenue par le groupe Djilani.

Part de marché en termes de Mises en Force			
	2010	2014	
1- Tunisie Leasing	20,2%	18,4%	▼
2- Hannibal lease	13,5%	14,6%	▲
3- ATL	15,5%	13,7%	▼
4- Attijari Leasing	11,7%	13,4%	▲
5- CIL	13,2%	12,4%	▼
6- Wifack Leasing	6,1%	8,7%	▲
7- Modern Leasing	4,8%	6,7%	▲
8- Best Lease	4,5%	5,3%	▲

Société	Principal Actionnaire
Tunisie Leasing	Groupe Amen (53%)
Attijari Leasing	Attijari Bank (65%)
ATL	ATB (32%)
Wifack Leasing	STB (31%)
Modern Leasing	Groupe BH (60%)
Best Lease	Dallah Al Baraka (63%)
CIL	M. Mohamed Brigui (30%)
Hannibal Lease	Groupe Djilani (38%)

#### Evolution des mises en force du secteur coté (MDT)





## • Faits saillants de l'exercice 2014 et Perspectives 2015 :

### 1- La production du secteur :

En 2014, le secteur du leasing a retrouvé le chemin de la croissance (+14%) après avoir fait du sur-place une année auparavant. Seule **Tunisie Leasing** s'est inscrite en repli par rapport à la concurrence; un décrochage qui s'est fait en début d'année au moment où la société a été la première à augmenter ses prix.

Mises en force (MDT)	2013	2014	2015e	Var 14-13	Var 15e-14
Tunisie Leasing	304	295	297	-3%	1%
Hannibal Lease	182	234	255	29%	9%
ATL	190	221	241	16%	9%
Attijari Leasing	211	215	230	2%	7%
CIL	173	200	212	16%	6%
Wifeck Leasing	114	139	154	22%	11%
Modern Leasing	78	108	121	39%	12%
Best Lease	74	93	102	26%	10%
<b>Secteur coté</b>	<b>1 326</b>	<b>1 505</b>	<b>1 640</b>	<b>14%</b>	<b>9%</b>

### 2- Le produit net de leasing:

Le refinancement est par essence au cœur de l'activité de leasing: les sociétés se financent en « gros » pour prêter au « détail ».

Depuis quatre ans, les leaseurs tunisiens font face à un effet ciseau négatif avec d'un côté, un renchérissement du coût de ressources dans un contexte d'illiquidité et de l'autre, une pression sur les prix dans un environnement de plus en plus concurrentiel.

Sur la période 2010 - 2014, le spread de leasing du secteur (apparent) a baissé de plus de 100 points de base pour se retrouver à 3,2% et ce, en dépit de l'augmentation généralisée des taux de sortie (+90 points en deux ans).

Les taux moyens de sortie de la **CIL** et de **Best Lease** - et par conséquent leurs spread de leasing - se situent au dessus de la moyenne du secteur en partie grâce à une proportion relativement plus forte de leasing immobilier où les taux pratiqués sont plus élevés mais également

pour avoir affiché une croissance prudente et sélective pour la **CIL** et pour avoir une singularité 'islamique', pour **Best Lease**, qui la met à l'écart de la guerre des prix.

A l'opposé, et en raison d'une forte proportion de billets de trésorerie dans la structure de financement, **Hannibal Lease** affiche un coût de ressources bien plus élevé que ses pairs (7,2%) et par conséquent la marge la plus faible de la place (2,4%). La croissance du produit net de la société semble reposer sur le volume au dépens de la rentabilité.

Malgré la poursuite de la hausse du coût des ressources, **nous nous attendons pour 2015** à une progression de 8% du produit net profitant d'un effet plein de la hausse des taux de sortie réalisée au courant de l'année dernière.

Avec une croissance attendue de plus de 20% au niveau de son produit net, **Modern Leasing** sera l'exception. La filiale de la BH devrait profiter de l'augmentation de capital (10 MDT) pour soulager les tensions sur son produit net, avec un effet plein sur l'exercice 2016.

Pour la deuxième année consécutive, **Attijari Leasing** a marqué le pas. La filiale d'Attijari Bank semble vouloir 'digérer' la forte croissance de ses années phare de 2009 à 2012 (+50% en moyenne par an). Cette perte de vitesse a laissé de la place à **Hannibal Lease**, un nouveau « challenger » qui a fait preuve d'un dynamisme remarquable ces deux dernières années (+11% et +29% respectivement en 2013 et 2014).

L'année 2014 a été sous le signe du rebond pour la **CIL**. Après avoir enchaîné deux années successives de léthargie (+4% par an), la société a remis le pied sur l'accélérateur mais sans pour autant rattraper son retard par rapport à ses confrères. La société demeure la dernière dans le top 5 du classement.

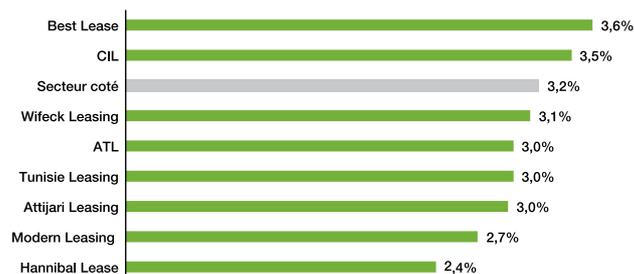
Pour 2015, nous nous attendons à une décélération de la croissance dans le secteur (+9%), un rythme, en relation avec la santé de l'économie pour l'année en cours et, qui laisse à désirer comparativement aux années 'glorieuses' du secteur (+40% par an sur la période 2006-2010 !).

A moyen terme et au-delà de cette période transitoire que traverse la Tunisie, nous pensons que le secteur est bien disposé à rebondir dans un climat plus favorable à l'investissement. Le leasing est devenu aujourd'hui l'interlocuteur incontournable des PME, bien plus que les banques qui continuent à se ruiner sur les 'grands' groupes.

Produit net de leasing (MDT)	2013	2014	2015e	Var 14-13	Var 15e-14
Tunisie Leasing*	22,7	22,8	24,6	1%	8%
Hannibal Lease	11,4	13,2	13,9	16%	5%
ATL	18,6	18,1	18,4	-2%	2%
Attijari Leasing	15,7	16,5	17,7	5%	7%
CIL	17,6	17,8	18,6	1%	4%
Wifeck Leasing	10,2	11,9	13,3	17%	12%
Modern Leasing	6,9	7,5	9,1	9%	22%
Best Lease	7,7	9,3	10,7	21%	15%
<b>Secteur coté</b>	<b>110,7</b>	<b>117,2</b>	<b>126,3</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>

\*Retraité des dividendes des filiales

### Spread de leasing apparent (2014)



### 3- La productivité

Dans un environnement commercial et financier aussi hostile, l'optimisation des charges de fonctionnement devient un facteur clé de performance. En 2014, et pour la deuxième année successive, la productivité du secteur s'est globalement détériorée face à une évolution timide du produit net de leasing.

Même si en hausse ces dernières années, le coefficient d'exploitation de la **CIL** demeure le plus faible du secteur faisant preuve -à juste titre- d'une rigueur dans une période où l'activité a été bridée. En queue de peloton, nous retrouvons trois sociétés : **Hannibal Lease**, **Tunisie Leasing** et **Modern Leasing**.

Le dérapage au niveau des charges est particulièrement frappant chez **Hannibal Lease** dont les charges de fonctionnement ont progressé de 15% par an sur la période 2010

- 2014 (contre seulement 4% pour le produit net) pour accompagner la vigueur commerciale des dernières années. Pour rappel, le coefficient d'exploitation de la société ne dépassait pas les 37% en 2010 !

Quant à **Tunisie Leasing**, son coefficient élevé découle de l'extension du réseau sur le dernier quinquennat (à Djerba et à Béja) sans que ces nouvelles agences n'aient pu atteindre leur seuil de rentabilité, mauvaise conjoncture oblige.

Enfin, pour ce qui est de **Modern Leasing**, la société a de tout temps affiché une faible productivité par rapport à ses paires, une carence que le management s'est engagé à rétablir lors de son introduction en Bourse en 2010. Une promesse qui n'a pas pu être tenue dans le climat difficile des dernières années.

### 4- Coût du risque & Qualité de portefeuille

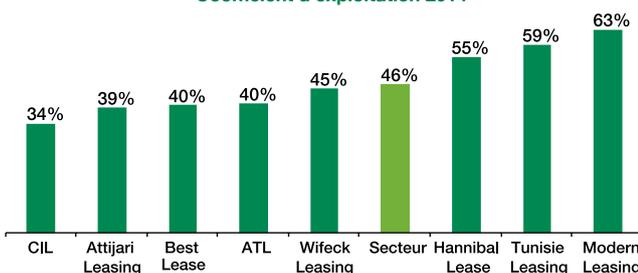
La qualité de portefeuille s'est globalement détériorée depuis la Révolution alors qu'en 2010, quasiment tous les opérateurs affichaient un taux de couverture supérieur à 70% - conformément au seuil minimum fixé par la BCT à l'époque. Pourtant, beaucoup d'efforts de provisionnement ont été conciliés : en moyenne 15% du produit net de leasing a été alloué à la couverture des risques (contre 5% en 2009).

Taux de créances classées	2010	2014	
Tunisie Leasing	6,3%	6,3%	≈
Hannibal Lease	6,2%	6,1%	≈
ATL	5,7%	8,6%	▲
Attijari Leasing	15,9%	10,4%	▼
CIL	7,6%	7,7%	≈
Wifeck Leasing	3,0%	4,8%	▲
Modern Leasing	5,4%	11,3%	▲
Best Lease	6,1%	4,5%	▼
<b>Secteur coté</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>▲</b>

Taux de couverture	2010	2014	
Tunisie Leasing	77,5%	78,1%	▲
Hannibal Lease	64,7%	70,8%	▲
ATL	79,9%	71,2%	▼
Attijari Leasing	74,9%	64,0%	▼
CIL	75,2%	68,0%	▼
Wifeck Leasing	100,0%	78,0%	▼
Modern Leasing	84,0%	60,3%	▼
Best Lease	72,5%	70,3%	▼
<b>Secteur coté</b>	<b>76,4%</b>	<b>70,4%</b>	<b>▼</b>

Coefficient d'exploitation	2013	2014	2015e	Var 14-13	Var 15-14
Tunisie Leasing	54%	59%	57%	▲	▼
Hannibal Lease	54%	55%	56%	▲	▲
ATL	38%	40%	42%	▲	▲
Attijari Leasing	35%	39%	39%	▲	≈
CIL	32%	34%	34%	▲	≈
Wifeck Leasing	39%	45%	44%	▲	▼
Modern Leasing	65%	63%	57%	▼	▼
Best Lease	38%	40%	38%	▲	▼
<b>Secteur coté</b>	<b>43%</b>	<b>46%</b>	<b>46%</b>	<b>▲</b>	<b>≈</b>

Coefficient d'exploitation 2014

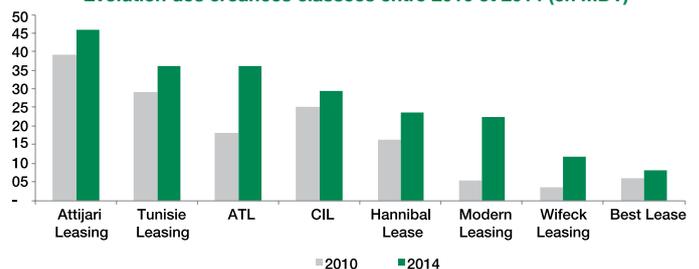


Avec un taux de couverture de 78%, **Tunisie Leasing** et **Wifeck Leasing** sont celles qui ont le plus grande marge de manoeuvre pour décontracter leur politique de provisionnement sur les prochaines années. A l'opposé, des sociétés comme **Attijari Leasing** ou **Modern Leasing** devront sacrifier de leur

benefice pour se conformer au ratio de couverture de 70%.

**Modern Leasing** est incontestablement celle dont le portefeuille a le plus souffert de la conjoncture avec des créances classées multipliées par 4 entre 2010 et 2014.

Evolution des créances classées entre 2010 et 2014 (en MDT)





## 5- Résultat net & ROE

La rentabilité financière (ROE) du secteur du leasing est faible dans l'absolu (11%) et comparativement à l'industrie bancaire (15%). Il y a cependant lieu de noter qu'hormis

**Attijari Leasing** et **CIL**, tous les autres opérateurs ont procédé à des augmentations de capital en numéraire entre 2010 et 2014; des recapitalisations intervenues dans des périodes où l'évolution de l'activité a été réprimée (effritement

des marges, baisse de la productivité, coût du risque), de quoi expliquer la dilution de la rentabilité.

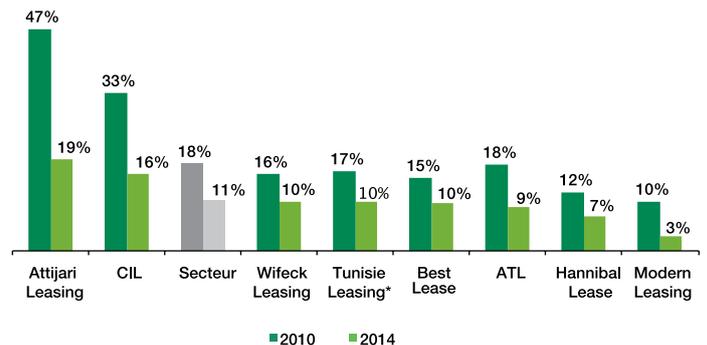
Pour ce qui est de **Tunisie Leasing**, le résultat net ainsi que le ROE s'appréhendent mieux au niveau

du groupe qui rappelons-le intègre l'activité de factoring, de LLD, de leasing en Algérie ainsi que des activités annexes (capital risque et intermédiation en Bourse).

Résultat net (MDT)	2013	2014	2015e	Var 14-13	Var 15e-14
Tunisie Leasing*	14,7	14,6	15,8	-1%	9%
Hannibal Lease	2,4	3,1	3,3	29%	5%
ATL	6,5	6,1	6,1	-7%	1%
Attijari Leasing	5,8	6,0	6,0	3%	0%
CIL	8,6	8,1	8,5	-5%	4%
Wifeck Leasing	4,1	4,2	4,4	2%	5%
Modern Leasing	0,2	0,9	1,5	466%	61%
Best Lease	3,2	3,9	4,2	22%	8%
<b>Secteur coté</b>	<b>45,4</b>	<b>46,8</b>	<b>49,7</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>

\* comptes consolidés

Evolution du ROE entre 2010 et 2014



\* Comptes consolidés

## 5- Valorisation & Opinion de Tunisie Valeurs

Quatre ans après la révolution, les valeurs de leasing restent boudées en bourse alors que le secteur bancaire entrevoit des jours meilleurs. Pour certaines sociétés, la correction a été surdimensionnée comparativement à la qualité des fondamentaux et à la capacité de rebond à moyen terme.

Sur la base du Price to Book, qui reste le ratio de valorisation le plus pertinent pour les sociétés financières en général, deux sociétés **Wifack Leasing** et **Attijari Leasing** affichent des ratios décalés par rapport à la moyenne du secteur.

	Capitalisation (MDT)	PER2015e	P/B 2015e	Yield2015e	Opinion
Tunisie Leasing*	180	11,4	1,1	4,6%	Acheter
Hannibal Lease	45	13,6	0,9	5,1%	Conservier
ATL	66	10,6	0,9	7,7%	Acheter
Attijari Leasing	57	9,6	1,4	4,4%	Conservier (+)
CIL	71	8,6	1,2	5,3%	Acheter
Wifeck Leasing	77	17,3	1,6	3,2%	Conservier (+)
Modern Leasing	32	21,0	1,0	4,6%	Conservier
Best Lease	51	11,8	1,1	6,1%	Acheter
<b>Secteur coté</b>	<b>578</b>	<b>11,6</b>	<b>1,1</b>	<b>5,0%</b>	

\*Ratios calculés sur la base des comptes consolidés

• **Tunisie Leasing** : La société se distingue par rapport à ses paires par une plus grande diversité et un moindre risque. Le moteur de croissance du groupe est aujourd'hui en dehors de frontières (MLA); la filiale algérienne semble avoir résolu sa problématique de refinancement qui a longtemps freiné son essor. TL est sur le point de finaliser une prise de participation stratégique dans la société panafricaine ALIOS; une opération d'envergure qui réduira d'autant la comparaison avec le reste du secteur. Le groupe affiche des fondamentaux solides et un portefeuille sain. La valorisation est attractive. Nous réitérons notre opinion positive sur le titre.

• **Hannibal Lease** : Parti à la course aux parts de marché, la société a réussi à relever le défi de la croissance, mais aux dépens des marges et de la productivité. Encore bonne, la société pourrait

payer, à moyen terme, le prix de la cette croissance rapide par un dérapage au niveau de la qualité de son portefeuille. A ce stade, nous préférons jouer la carte de la prudence et émettons une opinion neutre sur la valeur.

• **ATL** : Bien positionnée sur le marché, la société a pâti des effets de la crise sur son portefeuille mais les ratios prudentiels demeurent globalement bons. La valorisation est intéressante par rapport à la qualité des fondamentaux. Avec un payout de 80%, ATL affiche le yield le plus élevé du secteur (7.7%). Le contrôle capitalistique fragmenté en fait une cible opérable pour un établissement qui souhaite se positionner dans le secteur. Le titre est à l'achat.

• **Attijari Leasing** : Commercialement, le succès d'Attijari Leasing n'en dément pas. La société a pu en quelques années se refaire

une place dans le secteur après une hibernation pour cause de nettoyage de bilan. Tirant les bonnes leçons de la volatilité observée sur les marchés des taux, Attijari Leasing a équilibré la structure de ses ressources sur les dernières années en augmentant la proportion des ressources à taux fixe. La problématique de la couverture des risques n'étant pas encore réglée, la société se voit consacrer encore des efforts de provisionnement. La valorisation est plus chère que le reste des acteurs, néanmoins le potentiel de cette société est important si les synergies avec la maison mère sont réellement déployées. Nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.

- **CIL** : Le portefeuille de la société aura eu gain de cause avec la décision de réduire la voilure. Si la société a perdu sa place dans le top 3, elle a le mérite d'avoir préservé la qualité de son portefeuille. Encore très peu de sacrifice à concilier pour conformer le portefeuille aux recommandations de la BCT. La productivité n'est plus à démontrer et la valorisation est intéressante. Nous recommandons d'acheter le titre.

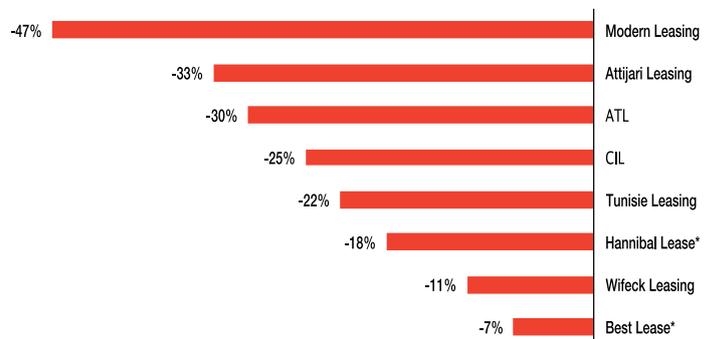
- **Wifeck Leasing** : Se voulant « régionale », la société est partie, à ses débuts, à la conquête du Sud du pays mais a élargi, au fil des années, son champ d'intervention sur la capitale. La société a pu se trouver une place dans le secteur tout en conservant sa rentabilité. Principal reproche à faire à Wifeck Leasing : la société n'a pas su profiter du marché obligataire pour diversifier ses sources de financement qui restent à majorité d'origine bancaire, fortement exposées au risque de taux. De prime abord, et d'un point de vue financier, le projet de transformation en banque universelle ne nous semble pas très séduisant : dotée

de 190 MDT, la nouvelle entité mettrait bien du temps pour retrouver le niveau de ROE actuel d'El Wifack (10%). Nous en saurons plus d'ici quelques semaines, sitôt que le projet sera exposé dans ses détails. Wait and see alors.

- **Modern Leasing** : C'est sans doute la plus grande perdante de la 'Révolution' puisque tous les indicateurs de la filiale de la BH ont viré au rouge, particulièrement la qualité d'actifs. Déjà très faible, la rentabilité financière devrait être davantage diluée avec l'augmentation de capital en vue et les efforts de provisions qui devraient se poursuivre. La société a repris la distribution de dividendes après trois années de non distribution. L'adossement de la société au groupe BH est un élément qui plaide pour la valeur. Nous recommandons de conserver le titre.

- **Best lease** : Dernier arrivant en Bourse, Best Lease affiche un cachet unique dans le secteur puisqu'il s'agit de la seule société de leasing islamique, une rareté qui peut attirer certains investisseurs à la quête de ce type de papier. Cette singularité a maintenu la société en dehors de la guerre des prix et a permis d'afficher les meilleures marges du secteur. La promulgation (très prochaine?) du cadre réglementaire des sukks permettra à la société de diversifier ses sources de financement et d'accélérer sa croissance. Les fondamentaux de la société sont globalement bons et se comparent à la moyenne sectorielle. Le parcours boursier du titre depuis son introduction en Bourse (-9.5%) a dégagé un potentiel d'upside. Nous recommandons le titre à l'achat.

Performance boursières des sociétés de leasing depuis 2011



\*Performance depuis l'introduction en bourse

# Analyse Valeur - BH

Rédigé le 3 Juillet 2015

**(+)** Acheter

## Quand « L'Etat » opte pour la gouvernance « privée »

Benjamine du secteur public, la Banque de l'Habitat mérite une attention à part, à l'annonce de l'opération d'augmentation de capital. Les conclusions de la mission d'audit ont abouti à la mise en place d'un plan de recapitalisation pour un montant global de 200MDt (un emprunt subordonné de 90MDt réalisé au cours du mois d'avril 2015, et une augmentation de capital de 110MDt prochainement émise). En parallèle, un plan stratégique sur 5 ans a été élaboré, amorçant un tournant décisif pour la banque publique... Un potentiel certain pour de nouveaux investisseurs privés !

En bourse, la banque est valorisée à 362MDt. Ramenée à des fonds propres 2015 consolidés estimés à 472MDt, la banque afficherait, post augmentation, un P/B<sub>2015e</sub> de 1.0x, un niveau de valorisation très attractif comparé à la moyenne du secteur bancaire (P/B<sub>2015e</sub> de 1.6x). Confiant par rapport aux fondamentaux de la banque, de la qualité de son management et compte tenu de la valorisation attractive, **nous recommandons un positionnement à l'achat sur le titre BH.**

### • Présentation de la banque :

La banque de l'Habitat a été créée en 1989 suite à la transformation de la Caisse Nationale de l'Épargne Logement (CNEL) en une banque commerciale. La Banque de l'Habitat s'est imposée comme la banque pionnière dans le crédit logement en Tunisie, jouant un rôle majeur dans l'accès à la propriété des tunisiens durant ces 20 dernières années.

Au lendemain de la révolution, les conséquences économiques qui ont suivi, ont mis en avant de nombreuses faiblesses capitalistiques, mais également stratégiques et prudentielles, qui ont une incidence directe sur la pérennité de la banque étatique. S'en est suivie, et à l'instar des deux autres banques publiques, le démarrage d'une mission d'audit qui a duré deux années. Sous la recommandation des institutions internationales, l'ensemble des aspects ont été traités (volets institutionnel, financier, de performance, et social), aboutissant à un plan global de restructuration qui s'articule autour des axes suivants : (1) une recapitalisation\* pour un montant de 200MDt, (2) l'élaboration d'une stratégie de relance commerciale, (3) un plan d'assainissement du bilan et une gestion du risque plus adéquate, (4) une amélioration du système de gouvernance,

(5) la refonte du système d'information, et (6) la mise en place d'un plan de développement des ressources humaines.

Aujourd'hui, la banque s'apprête à entamer son augmentation de capital, dévoilant un business plan qui allie performance et rigueur prudentielle.

### • Analyse financière de la banque

#### 1- Les dépôts

Avec une collecte moyenne de 236MDt sur les 4 dernières années et un réseau de 105 agences, la BH se classe en milieu de tableau avec une part de marché de 10% à fin mars 2015.

Du fait de son statut de banque 'immobilière', la structure des dépôts est majoritairement constituée de ressources longues et coûteuses (68%). A titre d'exemple, le Plan Epargne Logement (PEL), produit phare de la banque, offre aux épargnants un placement à un taux garanti sur une période pouvant aller jusqu'à 6 années, et qui permet à l'issue de la phase d'épargne, d'obtenir un crédit habitat à un taux préférentiel connu à l'avance. Un produit d'appel, mais qui pèse fortement sur son coût de ressources\*\* : un taux de 4.3%

en 2014, parmi les plus élevés du secteur.

Pour pallier à la cherté de ses ressources, BH veut rompre avec une image essentiellement «immobilière» et diversifier ses maturités en privilégiant davantage les dépôts à vue. La progression de dépôts à vue de 7% an, prévue par le management, devrait réduire le coût de ses ressources de 4.3% en 2014 à 3.6% en 2019 soit une baisse moyenne de 13pb par an. La banque ne quittera pas pour autant la sphère immobilière, mais s'orientera vers des produits de maturité moins longue et à moindre coût. La progression de la collecte s'accompagnera également par une politique d'extension plus dynamique du réseau.

#### Prix :

**20.120 DT**

#### Capitalisation Boursière

**362.2 MDT**

#### BH / SECTEUR BANCAIRE

PER <sub>2014</sub>	6.5X	12.6X
PER <sub>2015E</sub>	6.7X	10.8X
P/B <sub>2014</sub>	1.6X	1.8X
P/B <sub>2015E</sub>	1.0X	1.6X
YIELD <sub>2015E</sub>	2.3%	3.2%
ROE <sub>2014</sub>	23%	14%
PERFORMANCE <sub>YTD</sub>	+96.3%	+14.7%

#### Actionnariat :

Etat :	49.19%
Horchani Finance* :	10%
Blakeney Investors Fund :	6.89%
Mohamed Habib Guerrida :	4.56%
Autres :	29.36%

\*Dont 0.08% détenus par M. Rached Horchani

A savoir que le réseau d'agences de la BH est relativement réduit par rapport au reste du secteur (un réseau de 105 agences contre une moyenne de 140 agences par banque). La banque projette l'ouverture moyenne de 10 agences par an pour atteindre un total de 150 agences en 2019.

La banque table ainsi sur une progression de 10.4% par an de ses dépôts pour atteindre 7 590MDt en 2019.

#### Evolution des dépôts (MDt)



\* La recapitalisation de la BH est réalisée en deux phases :

- Emission d'un Emprunt obligataire subordonné pour un montant de 90MDt (l'opération a été réalisée au cours du mois d'avril 2015).

- Augmentation de capital pour un montant de 110MDt au prix de 11Dt (5Dt de nominal + 6Dt de prime d'émission (ouverture de la période de souscription le 27/07/2015 jusqu'au 11/09/2015).

Ce programme de restructuration devrait permettre à la banque de se conformer aux exigences prudentielles de la BCT, soit un ratio Cooke minimum 10% et un ratio de solvabilité Tier 1 de 7%.

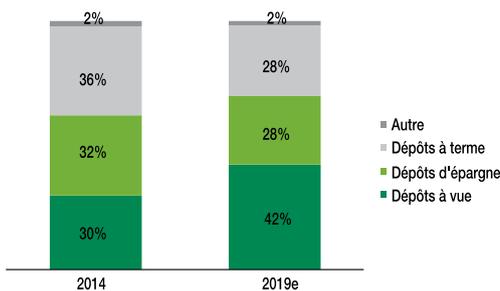
\*\* Le coût de ressources de l'année N est calculé tenant compte de la moyenne entre l'année (N-1) et l'année N



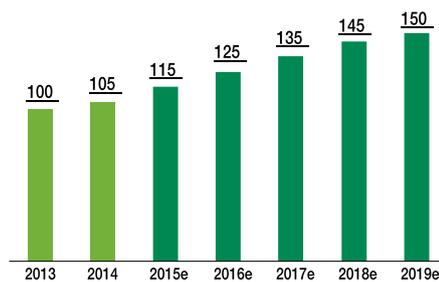
# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

Structure des dépôts



Evolution du réseau d'agences



Une ouverture moyenne de 10 agences par an

## 2- Les crédits

Dans un climat économique morose, les encours de crédits de la banque ont enregistré, sur les 3 dernières années, une croissance de 5%, avec une reprise qui semble toutefois s'amorcer en 2014 (+14%). Pionnière dans le crédit logement, 42% des engagements de la banque sont destinés au secteur immobilier (acquéreurs + promoteurs). Une proportion qui est néanmoins

en baisse depuis 2009 où elle représentait 51% du portefeuille crédits de la banque.

Dans la même logique de diversification de son portefeuille, et dans un souci de réduire son risque de concentration, la banque projette de renforcer son positionnement sur d'autres secteurs de l'économie et préserver son positionnement sur les crédits pour particuliers. Ceci étant,

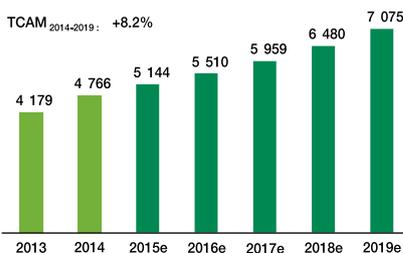
BH maintiendra son leadership sur les crédits immobiliers, qui continueront à occuper une place prépondérante dans les engagements de la banque.

Sur les cinq prochaines années BH devrait enregistrer une hausse moyenne de 8.2% de ses encours de crédits pour atteindre 7 075MDt en 2019. Des réalisations qui

resteront tributaires d'une situation économique et d'un climat des affaires plus favorables.

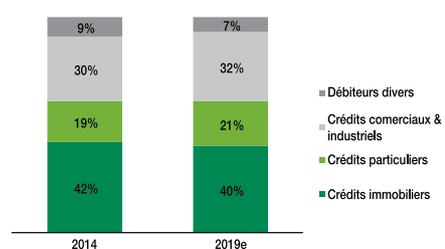
Le rythme de croissance inférieur à l'évolution des dépôts devrait mécaniquement améliorer le ratio de couverture des crédits par les dépôts (dépôts / crédits), et atteindre, dès 2015, les standards de la BCT (100%).

Evolution des crédits (MDt)



Les crédits immobiliers resteront le cœur de métier de la banque

Structure des crédits



## 3 - Le PNB

La structure du PNB est dominée par les revenus d'intérêt avec une proportion moyenne de 70% sur la période 2012 -2014.

Une pondération bien au-dessus de la moyenne sectorielle (58%) qui crée une forte sensibilité des revenus de la banque aux évolutions de taux. La donne a quelque peu changé en 2014. Au vu d'un contexte peu propice à l'investissement, à l'assèchement de la liquidité et à une concurrence plus agressive entre les banques, la marge d'intérêt s'est contractée et la hausse du PNB a principalement émané de l'activité de placement de la banque. La BH

a doublé ses revenus de portefeuille, lui permettant ainsi de compenser la stagnation de ses revenus d'intérêt et d'afficher une croissance de 19% du PNB. La marge d'intérêt a ainsi perdu 10 points de pourcentage passant de 71% à 61% en 2014.

Principal moteur du PNB, l'amélioration de la rentabilité sur les prochaines années passera par une optimisation de la marge d'intérêt, qui continuera à peser pour l'essentiel du PNB de la banque.

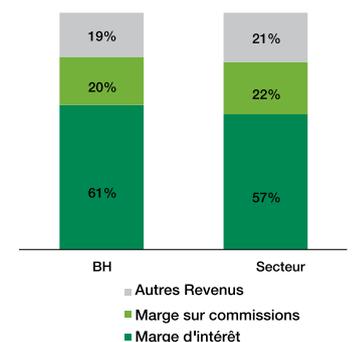
En se positionnant sur des secteurs viables plus rentables et en maîtrisant la concurrence, le spread d'intérêt devrait s'améliorer de 11Pb en

moyenne par an, passant de 2.98% en 2014 à 3.15% en 2019.

Aux côtés des revenus d'intérêts, la banque mise également sur son activité de placement, principalement en BTA, (+15% par an) et la progression des commissions grâce à la promotion de nouveaux services bancaires et le relèvement de certains tarifs (+17% par an).

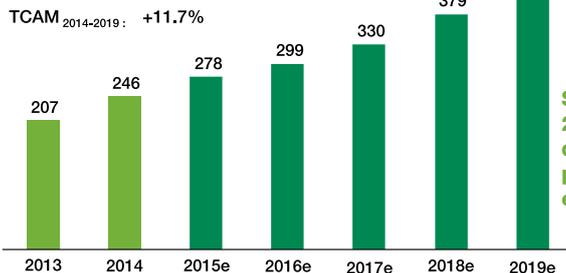
Ainsi, et à un rythme de croissance supérieur au trend historique (+6% par an), le PNB de la banque devrait enregistrer, selon le management, une progression moyenne de 12% par an pour atteindre de 427MDt en 2019.

Structure du PNB en 2014





Evolution du PNB (MDt)



Sur le premier trimestre 2015, BH affiche la deuxième meilleure progression du secteur en termes de PNB

Banque	PNB (MDt)		Variation
	31/03/14	31/03/15	
BIAT	108,4	117,9	8,7%
BNA	90,4	87,7	-3,0%
Amen Bank	61,8	68,1	10,2%
Attijari Bank	61,8	66,0	6,9%
STB	62,6	62,7	0,2%
BH	49,8	61,6	23,7%
UIB	45,3	49,1	8,5%
ATB	39,8	47,4	19,0%
BT	43,8	46,4	6,0%
UBCI	35,6	37,6	5,6%
BTE	6,7	9,1	36,4%
<b>Secteur</b>	<b>606</b>	<b>654</b>	<b>7,9%</b>

#### 4 – La productivité

La productivité de la banque n'a cessé de se détériorer depuis 2008. Les charges d'exploitation ayant évolué 4x plus vite que le PNB, le coefficient d'exploitation de la banque est passé de 39% en 2008 à 53% en 2013.

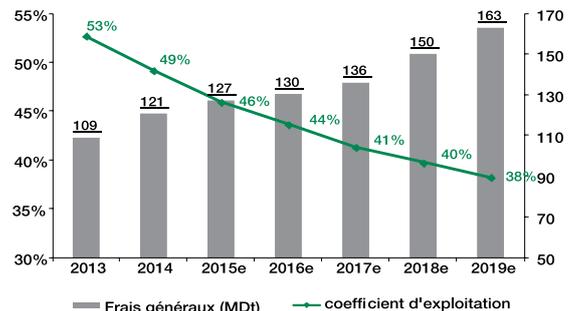
Sur l'année 2014, la croissance du PNB a permis d'améliorer mécaniquement la productivité de la banque avec un coefficient d'exploitation de 48%, inférieur à la moyenne sectorielle estimée à 50%. L'effort devrait se poursuivre au cours des prochaines années. Parmi les axes prioritaires, la banque devrait mettre en place une politique de compression des charges afin de pallier au sureffectif en ressources humaines. Cette stratégie se traduira par un plan sur 5 ans : recrutements ciblés, départs à la retraite, assainissement de l'effectif et une politique de rémunération plus adaptée. Avec une croissance moyenne de 6% par an des charges d'exploitation, le coefficient d'exploitation de la banque devrait passer de 49% en 2014 à 38% en 2019, retrouvant ainsi sa gestion rigoureuse de 2008.

#### 5 – Qualité de portefeuilles & rentabilité

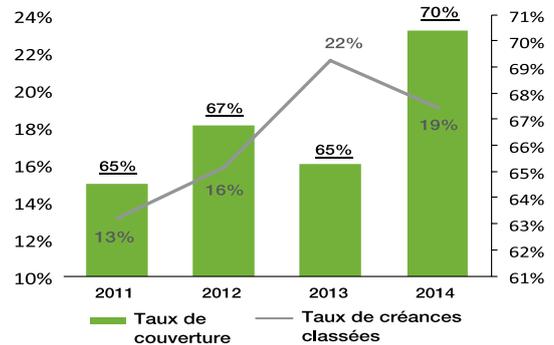
A l'instar du secteur, BH n'a pas échappé à la dégradation de la qualité de son portefeuille depuis la révolution. Les créances classées ont doublé, ramenant le taux de créances classées de la banque à 21.6% à fin 2013.

Mais c'est surtout la publication de la circulaire 2013 de la BCT\* qui a dévoilé une gestion du risque peu rigoureuse. En 2013, la banque a dû constater une enveloppe de provisions pour un montant total de 311MDt, impactant directement ses résultats : un déficit record de 220MDt et des fonds propres réduits à 227MDt. Malgré l'enveloppe de provisions allouée sur l'exercice 2013, le taux de couverture est resté inférieur aux normes exigées par la BCT à 65% (contre un minimum exigé de 70%).

L'année 2014, est placée sous le signe du rattrapage. L'assainissement majeur opéré, la banque crée la surprise avec un bénéfice record de 50MDt et un taux de couverture en nette amélioration (70.4%).



Evolution de la qualité de portefeuilles



\* La BCT a publié en décembre 2013 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, des provisions supplémentaires sur les garanties hypothécaires relatives aux créances classées ayant une ancienneté supérieure à 3 ans (classe 4).

en KDt	2011	2012	2013	2014
Résultat avant provisions	100 844	104 541	110 840	140 593
Dotations aux provisions	81 983	85 934	270 205	90 295
Résultat net	18 862	18 606	-220 139	50 298
Fonds propres	441 334	453 314	226 544	277 411
Ratio Cooke*	10,23%	10,70%	4,49%	4,70%

\* un minimum exigé de 9% entre 2011-2013 et de 10% à partir de 2014

# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

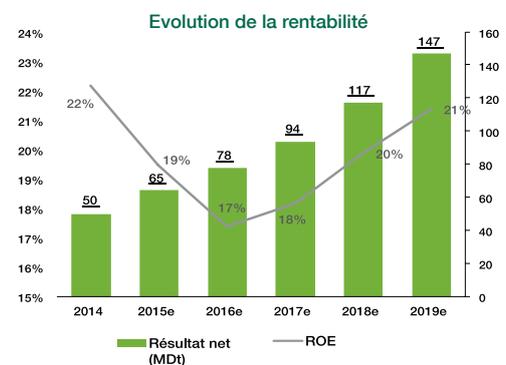
Dans le cadre de son plan d'assainissement, BH démarre en 2015 une nouvelle politique de gestion du risque qui s'articule autour de trois axes : **(1)** le renforcement de l'effort de recouvrement **(2)** l'assainissement du portefeuille douteux par la cession d'une partie des créances douteuses à la société de recouvrement **(3)** une politique de gestion de nouveaux crédits plus ciblée, tenant compte d'une orientation sectorielle, d'un renforcement des garanties et du développement d'un système de notation et de scoring plus fiable.

L'impact sera directement visible sur les ratios réglementaires (un taux de créances classées de 12.6% et un taux de couverture de 90% à l'horizon 2019). L'injection de fonds permettra à la banque de se conformer aux exigences prudentielles de la BCT: un ratio Cooke supérieur à 10% en 2015, contre un taux de 4.70% en 2014.

De nouveaux paliers de rentabilité devraient être atteints avec une croissance moyenne des bénéfices de 24% par an et un ROE moyen de 19% sur la période... Sans compter un rendement en dividendes de 4% à partir de 2016.. autant d'atouts pour séduire les investisseurs privés !

L'amélioration de la rentabilité émanant principalement de la banque, le groupe devrait enregistrer

un trend de croissance légèrement inférieur, de 23% par an pour atteindre, selon nos estimations, 154MDt en 2019.



## • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Le plan de recapitalisation de la banque amorce sa deuxième étape, avec l'ouverture le 27 juillet des souscriptions à l'augmentation de capital de 110MDt. En parallèle, la banque lance sa phase de «relooking» commercial, organisationnel, managérial et social ...un chantier indispensable pour se positionner dans un paysage bancaire de plus en plus concurrentiel.

Si la banque restera «à capital public», le futur laisse entrevoir un business model «privé». Un atout de taille pour renforcer la crédibilité de la banque envers les institutionnels privés, les potentiels futurs partenaires techniques et stratégiques, et le marché financier en général.

Depuis le début de l'année, le titre a connu un important engouement sur le marché, affichant une performance record de 96% valorisant la banque à 362MDt. Aujourd'hui et en dépit

de l'importante progression du cours, la banque affiche des niveaux de valorisation très attractifs, un P/E<sub>2015e</sub> (post augmentation) de 6.7x et un P/B<sub>2015e</sub> (post augmentation) de 1.0x, la plaçant aux côtés des banques privées les moins chères du secteur.

Confiants par rapport aux fondamentaux de la banque, de la qualité de son management et compte tenu de la valorisation attractive, nous recommandons un positionnement à l'achat sur le titre BH

**Une croissance annuelle moyenne de 24% des bénéfices sur la période 2014-2019**

## Business plan de BH

en KDT	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Créances sur la clientèle	4 178 551	4 766 184	5 144 471	5 509 898	5 958 571	6 480 263	7 074 965
Progression		14,1%	7,9%	7,1%	8,1%	8,8%	9,2%
Dépôts clientèle	4 071 526	4 634 049	5 213 219	5 698 515	6 246 651	6 882 690	7 590 360
Progression		13,8%	12,5%	9,3%	9,6%	10,2%	10,3%
<b>PNB</b>	<b>207 244</b>	<b>245 921</b>	<b>277 552</b>	<b>298 850</b>	<b>329 970</b>	<b>378 536</b>	<b>427 136</b>
Progression		18,7%	12,9%	7,7%	10,4%	14,7%	12,8%
Dotations aux provisions	270 205	90 295	73 233	67 869	70 454	71 099	64 555
Frais généraux	109 140	120 851	127 467	130 421	136 247	150 286	163 207
Coefficient d'exploitation	53%	49%	46%	44%	41%	40%	38%
<b>Résultat net</b>	<b>-220 139</b>	<b>50 298</b>	<b>64 690</b>	<b>77 904</b>	<b>93 516</b>	<b>117 477</b>	<b>147 146</b>
Progression			28,6%	20,4%	20,0%	25,6%	25,3%
<b>Résultat net part du groupe *</b>	<b>-211 000</b>	<b>55 301</b>	<b>69 993</b>	<b>83 525</b>	<b>99 474</b>	<b>123 793</b>	<b>153 840</b>
Progression			26,6%	19,3%	19,1%	24,4%	24,3%

Source : Document de référence

\* estimations du résultat net part du groupe par Tunisie Valeurs



# Analyse Valeur - BT

Rédigé le 16 Juillet 2015

(+)

Conserver

## Entre rigueur et croissance

Du haut de ses 1.6 milliards de Dinars de capitalisation, la doyenne du secteur cherche un équilibre entre une gestion prudente et une politique commerciale plus audacieuse.

Si la banque a réussi à imposer sa rigueur comme exemple, elle est cependant restée plutôt timide au niveau de sa croissance. Aujourd'hui la banque prend conscience de son potentiel, encore sous exploité, et se veut plus agressive sur le marché.

Importante capitalisation du secteur, la banque traite à un P/B2015e de 2.2x, un niveau de valorisation qui demeure élevé par rapport à la moyenne du marché bancaire.

La nouvelle dynamique envisagée par la banque pourrait justifier cet upside...en retour, de bons résultats et des niveaux de valorisation plus attractifs pour le futur. En attendant une concrétisation, et compte tenu des niveaux de valorisation, **nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.**

Prix :

10.480 DT

Capitalisation Boursière

1 572 MDT

BT/ SECTEUR BANCAIRE

PER <sub>2014</sub>	17.7X	12,5X
PER <sub>2015E</sub>	17.3X	10,8X
P/B <sub>2015E</sub>	2.2X	1,5X
YIELD <sub>2015E</sub>	2.9%	3.2%
ROE <sub>2014</sub>	15%	15%
PERFORMANCE <sub>YTD</sub>	+2%	+14%

### • Présentation de la banque :

Fondée en 1884 la Banque de Tunisie est la plus ancienne banque du pays.

« Vieille Dame du secteur », la BT est depuis longtemps une référence en termes de rigueur et de qualité de portefeuille sur le marché. Une gestion du risque qui marque son apogée en 2013. Alors que les provisions additionnelles sur la circulaire 2013 du secteur culminent à plus de 800MDT, la BT s'en sort sans aucun dommage : unique banque à ne constater aucune provision supplémentaire!

Mais cette rigueur a un prix : une croissance timide de l'activité et des parts de marché qui stagnent, en bas de tableau. Face à un environnement très agressif, la banque a décidé de presser le pas et de dynamiser sa croissance. Une prise de risque supplémentaire qui devrait, à priori, être bien maîtrisée grâce à une assise financière très confortable et une culture de risque bien ancrée dans la maison.

### • Analyse financière de la banque

#### 1- Les dépôts

Sur les 4 dernières années, la BT a enregistré une croissance moyenne de 6.8% de ses dépôts, inférieure

à l'évolution globale du secteur de 7.7% par an.

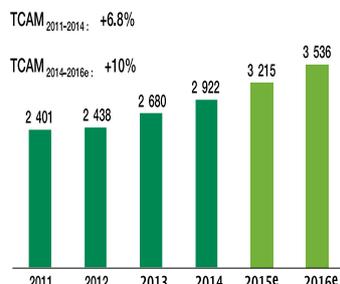
Avec un total dépôt de 2 922MDT, la banque est peu active dans le paysage bancaire tunisien, référencié comme une banque « discrète » peu concurrente aux autres banques privées telles que la BIAT, Attijari Bank ou encore Amen Bank, qui affichent des niveaux de dépôts bien plus importants entre 4 500MDt et 7 500MDt. Avec une collecte moyenne de 126MDT par an, la BT se classe en bas de tableau avec une part de marché de 6.5% à fin mars 2015.

La structure de la collecte de la banque est équilibrée entre les différentes maturités, lui permettant d'afficher un coût de ressources en ligne avec la moyenne sectorielle (3.8%).

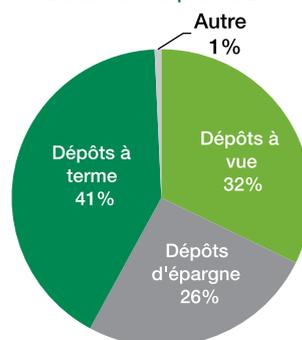
Depuis deux ans, la banque a amorcé une stratégie commerciale plus agressive, affichant des niveaux de croissance des dépôts plus importants que par le passé (un TCAM de +9.5%). Une stratégie qui devrait se poursuivre sur les prochaines années et qui sera axée sur une croissance du réseau commercial (le management table sur l'ouverture de 7 nouvelles agences en 2015), mais également sur une offre plus compétitive, qui devrait inévitablement être accompagnée par une hausse

du coût des ressources. Ainsi, la BT devrait enregistrer, selon nos prévisions, une croissance de 10% par an des dépôts pour atteindre 3 536MDt en 2016.

Evolution des dépôts (MDt)



Structure des dépôts en 2014



### Actionnariat :

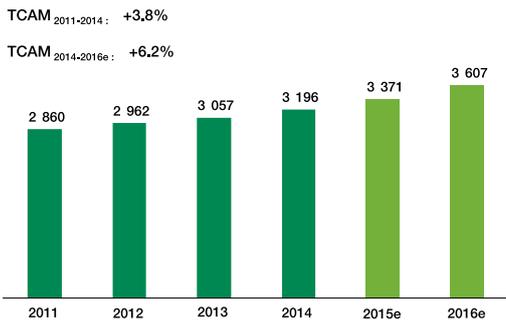
Banque Fédérative du Crédit Mutuel :	34%
Groupe El Fekih :	9.5%
Groupe Kammoun :	5.6%
Autres :	50.9%

### 2- Les crédits

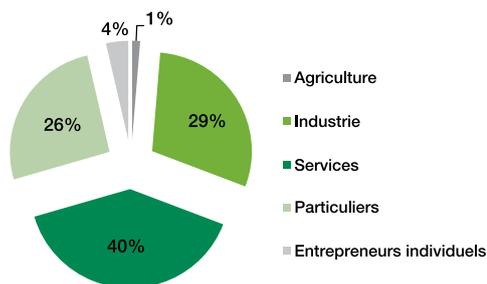
Comme nous l'avons mentionné, la BT a de tout temps privilégié la prudence à la croissance (un TCAM des crédits de 3.8% par an sur les 4 dernières années). Une culture qui affecte son positionnement dans le secteur. Devancée par des banques plus « bagarreuses » telles que Attijari Bank et UIB, la BT perd, sur les 5 dernières années, 3 places dans le classement, enregistrant une part de marché crédits de 7% à fin mars 2015.

Aujourd'hui la banque prend conscience de l'enjeu concurrentiel, et se doit d'être plus agressive. Sa stratégie sera autant axée sur les PME, que les Grandes Entreprises, et devrait, selon nos estimations, afficher sur les deux prochaines années, une croissance moyenne des crédits de 6% à **3 607MDt.**

## Evolution des crédits (MDt)



## Structure des crédits en 2014



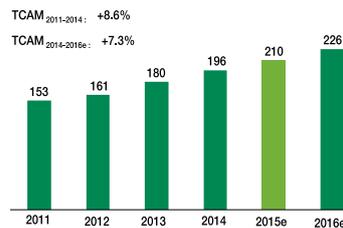
**La concurrence plus rude sur le marché fait perdre des places dans le classement**

### 3 – Le PNB

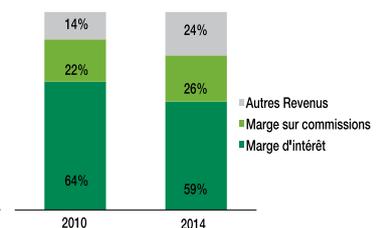
En 2014, et pour contrebalancer le ralentissement de la marge d'intérêt (+4%), la banque a centré ses efforts sur l'amélioration des revenus de placement (+29%) et de commissions (+9%), lui permettant de maintenir une croissance satisfaisante de son PNB à 9%. Ainsi, le poids de la marge d'intérêt a diminué dans la structure du PNB, passant de 64% en 2010 à 59% en 2014.

Pour ce qui est des perspectives futures, les revenus d'intérêt continueront à peser pour l'essentiel du PNB de la banque. La stratégie plus agressive de la banque pourrait, de ce fait, pénaliser sa marge d'intérêt et à fortiori la croissance de son PNB. Ainsi, et en préservant une politique de placement dynamique, la banque devrait, selon nos prévisions, afficher une croissance moyenne de 7% de son PNB, légèrement en dessous de son trend historique.

## Evolution du PNB (MDt)



## Structure du PNB

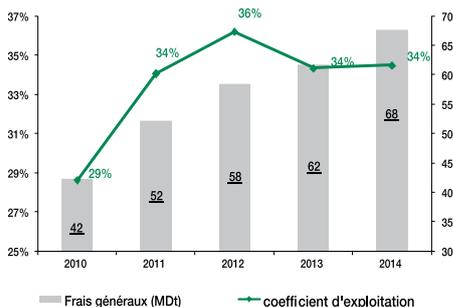


### 4 – La productivité

Réputée pour sa gestion rigoureuse, la banque a toutefois vu sa productivité se dégrader depuis 2011 (augmentation des charges sociales, extension du réseau), enregistrant un coefficient d'exploitation de 34% en 2014 (contre un taux de 29% en 2010). Une productivité en baisse, mais qui se maintient à des niveaux très corrects, toujours inférieurs à la

moyenne sectorielle (un taux moyen de 50%).

Sur les prochaines années, et compte tenu du programme d'extension du réseau, le coefficient d'exploitation devrait, selon nos estimations se stabiliser aux alentours de 35%. Des niveaux plus que conformes aux standards internationaux de l'industrie !



**Une stratégie plus agressive pourrait freiner la croissance de son PNB**

### 5 – Qualité de portefeuilles & rentabilité

Malgré une politique de risque très prudente, la BT n'a pas échappé à la dégradation de la qualité de son portefeuille depuis 2011. En effet, la banque est fortement exposée au secteur hôtelier. Un secteur, des plus sinistrés depuis la révolution, et qui représente, selon le management, environ 45% du total des créances classées de la banque.

Les efforts de provisionnement se sont également réduits. Loin des taux de couverture exemplaires de 90%, la banque a affiché sur les 3 dernières années un taux en dessous du minimum exigé par la BCT.

Les créances classées ont progressé 3x plus vite que le total des encours, ramenant le taux de créances classées 2014 de la banque à 7.9%, contre un taux de 5.4% en 2010. Des niveaux qui restent toutefois très satisfaisants.

Reste le point fort de la BT, une assise financière très solide et un ratio Cooke culminant à 22%, bien supérieur aux standards de la BCT. Une arme sans pareille, qui lui permettrait d'assoir sa nouvelle politique de crédits plus dynamique.

Cependant, des fonds propres élevés, peuvent s'avérer plus difficilement rentables.

La banque affiche un ROE de 15.5%, bien moins attrayant que la majorité de ses consoeurs. La banque aurait tout intérêt à optimiser la gestion de ses ressources pour améliorer sa rentabilité.

Au niveau consolidé, le groupe a enregistré en 2014 un bénéfice de 88.7MDt qui devrait, selon nos prévisions atteindre 97MDt en 2016 soit un TCAM de 4.6%.

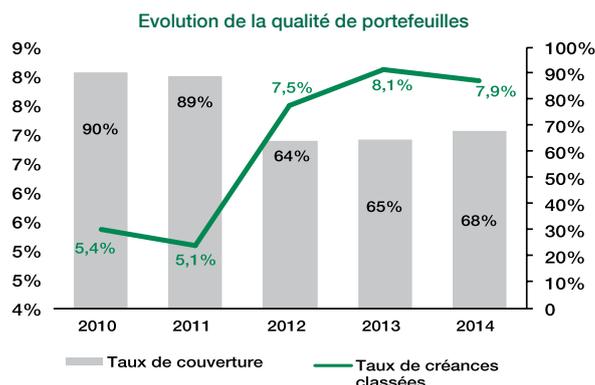
### • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Deuxième plus importante capitalisation du marché, la BT a affiché un parcours boursier timide de +2% depuis le début l'année.

Aujourd'hui, la banque traite à un P/B<sub>2015e</sub> 2.2x et un PER<sub>2015e</sub> de 17.3x, une valorisation qui demeurent élevée par rapport à la moyenne sectorielle.

La stratégie de croissance plus dynamique devrait avoir un réel impact sur les bénéfices à long terme... La banque aura alors gagné son pari : une croissance des parts de marché, une gestion du risque optimisée et une amélioration de la rentabilité ! Attendons de voir ...mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation, **nous maintenons notre recommandation «conserver avec perspectives positives sur le titre».**

2014 (Kdt)	Bénéfice consolidé	ROE
UIB	54 578	29,6%
BH	55 300	23,0%
ATTIJARI BANK	74 408	21,5%
BIAT	116 637	20,5%
<b>BT</b>	<b>88 668</b>	<b>15,5%</b>
AMEN BANK	89 202	15,0%
ATB	55 195	11,8%
UBCI	28 309	10,7%



en KDt	2010	2011	2012	2013	2014
Résultat avant provisions	95 220	90 639	83 637	102 482	113 593
Dotations aux provisions	39 519	32 973	20 258	28 750	25 916
Résultat net	55 701	57 666	63 379	73 732	87 677
Fonds propres	440 749	471 415	505 543	540 275	582 953
Ratio Cooke*	17,38%	17,55%	19,39%	20,03%	22,04%

\* un minimum exigé de 8%, qui passe à 10% en 2014

### Prévisions de Tunisie Valeurs

en KDT	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Créances sur la clientèle	2 860 432	2 961 617	3 057 252	3 195 652	3 371 413	3 607 412
Progression		3,5%	3,2%	4,5%	5,5%	7,0%
Dépôts clientèle	2 401 451	2 438 012	2 680 214	2 922 394	3 214 633	3 536 097
Progression		1,5%	9,9%	9,0%	10,0%	10,0%
PNB	153 389	161 347	179 797	196 445	210 098	226 113
Progression		5,2%	11,4%	9,3%	6,9%	7,6%
Dotations aux provisions	32 973	20 258	28 750	25 916	27 313	29 395
Frais généraux	52 250	58 413	61 728	67 740	73 557	79 925
Coefficient d'exploitation	34%	36%	34%	34%	35%	35%
Résultat net	57 666	63 379	73 732	87 677	89 928	95 993
Progression		9,9%	16,3%	18,9%	2,6%	6,7%
Résultat net part du groupe	64 759	67 333	74 911	88 668	90 944	97 078
Progression		4%	11%	18%	3%	7%

## Analyse Valeur - SFBT

Rédigé le 09 Septembre 2015

**Acheter (+)**

### SFBT... «LA» Blue chip du marché

Première capitalisation du marché, la SFBT a retrouvé son statut de *Blue chip* en 2015 en devenant la valeur la plus dynamique de la cote. La capitalisation du Groupe a doublé de taille depuis début 2014, une performance boostée par les investisseurs étrangers suite à la levée de la restriction de la participation étrangère, en septembre dernier, de 50% à 66%.

Contrairement à certaines idées reçues, les dernières années ont prouvé que l'activité de la SFBT est faiblement corrélée à la saison touristique. En effet, depuis 2011, les chiffres du groupe sont en forte croissance dégageant une capacité bénéficiaire 2015 dépassant les 130MDT.

**Nous demeurons confiants sur les perspectives du groupe grâce à sa situation financière solide, sa croissance sereine et la qualité de son management. Nous réitérons notre opinion positive sur le titre.**

#### • Présentation du Groupe :

Avec près de 900 millions de dinars de ventes en 2014, le groupe SFBT se situe parmi les plus importantes sociétés industrielles privées tunisiennes. Le groupe compte aujourd'hui dans son périmètre 25 sociétés présentes dans différents pôles d'activité : Boissons gazeuses, bière, eau, lait et jus. Sur les trois premières activités, la groupe préserve bien son leadership.

#### Activité 'Boissons Gazeuses' (BG):

Le Groupe est leader sur ce segment avec 92% de part de marché. Ce positionnement résulte non seulement du fait que la SFBT détient la représentation locale du leader mondial de boissons gazeuses Coca-Cola mais aussi du bon positionnement de sa marque locale « Boga » dont la gamme s'est élargie avec succès. Bien loin, on retrouve le groupe Boujbel, via sa société SNBG, qui détient le reliquat du marché avec le groupe Meddeb (8%) à travers une large gamme de produits : Viva, Florida, Fayrouz, RC, Raoua, Cidre Meddeb...

Sur la branche des 'Boissons Gazeuses', le Groupe SFBT a connu une croissance soutenue de ses revenus sur les cinq dernières années (+11%/an les portant à 361MDt en

2014). Cette bonne performance est le fruit de l'effet conjoint de l'augmentation de la capacité de production, de la hausse des prix de vente et du développement des marchés export notamment l'Afrique de l'Ouest qui représente désormais près de 8% du chiffre d'affaires 'BG'.

En effet, avec la hausse des prix des intrants (concentré, sucre, énergie...) et la lourde taxe (droit de consommation) que supporte le groupe sur la branche 'BG', la révision des prix de ventes était nécessaire ces deux dernières années.

Alors que cette branche d'activité est dominante au niveau du chiffre d'affaires, la réalité est toute autre au niveau de la rentabilité. Génératrice

de faible marge et consommatrice d'investissements récurrents de maintenance en raison de la vétusté des outils de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du Groupe.

Les moteurs de croissance de la branche « BG » seraient :

1- Le marché libyen: une aubaine qui s'offre à la SFBT. Suite à la fermeture des usines de Coca Cola en Libye en raison des problèmes sécuritaires, la SFBT est devenue, depuis la fin de l'année 2014, le fournisseur de la marque Coca Cola en Libye le temps que la situation dans le pays se rétablisse;

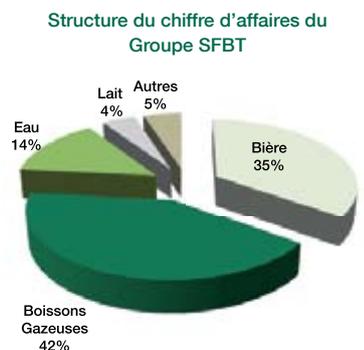
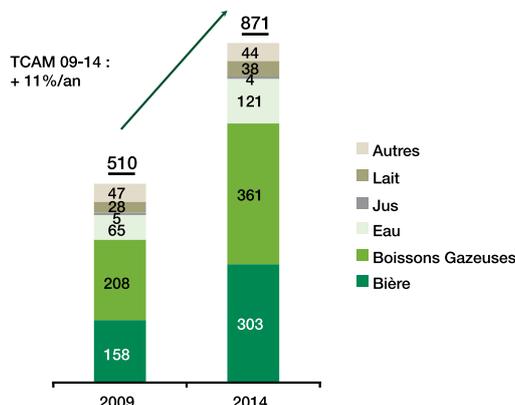
2- Une levée éventuelle des droits de consommation qui était censée être effective depuis 2010 et qui

<b>Prix :</b>	<b>22.020 DT</b>	
<b>Capitalisation Boursière</b>	<b>2 312 MDT</b>	
<b>SFBT / MARCHÉ</b>		
PER <sub>2015e</sub>	17.0	12.7
PER <sub>2016e</sub>	15.7	12.0
P/B <sub>2015e</sub>	3.8	1.8
Yield <sub>2015e</sub>	3.1%	3.3%
Performance <sub>YTD</sub>	21.1%	4.7%
ROE <sub>2015e</sub>	25.9%	

<b>Actionnariat :</b>	
Castel : 55.5%	70%
BNA : 10.0%	30%
STAR :	5.5%
Autres actionnaires* :	29.0%
* dont étrangers (5.6%)	

tarde à être appliquée. A noter que le taxe actuelle porte sur des niveaux excessivement élevés (47,5% TTC) contre une moyenne internationale inférieure à 20% ;

3- Une baisse probable de la rétrocession revenant à Coca Cola sur les ventes en Tunisie.





### Activité 'Bière':

Le groupe SFBT continue de dominer le marché malgré l'entrée de Heineken sur le marché en 2007. Avec 93% de part de marché, le Groupe se trouve bien à l'abri de la concurrence grâce à sa politique de **diversification** (2 marques locales - Celtia et Stella - et trois étrangères - 33, Löwenbräu et Beck's) et **d'innovation** (nouvelles déclinaisons de la marque Stella 'Black' et nouveau packaging (fut de 5 litres).

Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté ces deux dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence du mois de Ramadan avec les mois d'été ou encore la lourde fiscalité.

Cette activité qui pèse à hauteur de 35% dans le chiffre d'affaires du Groupe est incontestablement celle qui devrait continuer à hisser vers le haut la rentabilité de la SFBT.

### Activité 'Eau':

L'intérêt pour cette activité a commencé depuis les années 2000, avec le rachat des sociétés Marwa et SOSTEM qui exploitent les marques (Marwa, Safia et Garc) et l'introduction de la marque 'Cristalline' et 'Melliti' quelques années plus tard.

En l'espace de 5 ans, le groupe a doublé son chiffre d'affaires «eau» et s'est s'adjugé une part de marché de 50%, devançant de loin ses concurrents (Groupe Mzabi et Boujbel qui commercialisent respectivement les marques Sabrina/Jannet et Fourat).

Malgré son jeune âge, cette branche est désormais le deuxième contributeur dans les résultats du groupe, après la bière.

Les perspectives de croissance de cette filière restent solides avec le changement des habitudes de consommation et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau).

### Activités 'Jus et Lait':

Malgré un portefeuille riche en marques, la contribution de ces deux activités reste marginale dans le chiffre d'affaires du groupe (à peine 5%).

L'idée du Groupe en pénétrant ces segments d'activité est de compléter sa gamme de produits et toucher une plus large population. Néanmoins, malgré les moyens déployés par le

management pour redresser ces deux activités, elles continuent à tirer vers le bas la rentabilité du Groupe du fait de la concurrence accrue (Délice et vitalait principalement dans le lait le Groupe Boujbel et Meddeb dans le jus) et des faibles marges.

Le groupe a lancé récemment la marque «STIL» en lait et boissons au jus capitalisant sur la notoriété de ce brand name.

### • Analyse financière du Groupe SFBT :

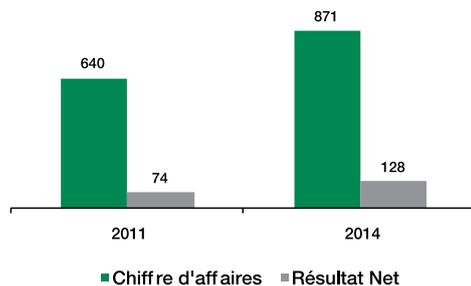
Sur la période « Post Révolution », et malgré la conjoncture difficile qui a marqué la Tunisie, la croissance du bottom line du Groupe a été assez solide (**+20% par an à 128MDT**) contredisant les idées reçues sur la maturité du secteur. Cette bonne performance est la résultante de

plusieurs atouts dont profite le Groupe:

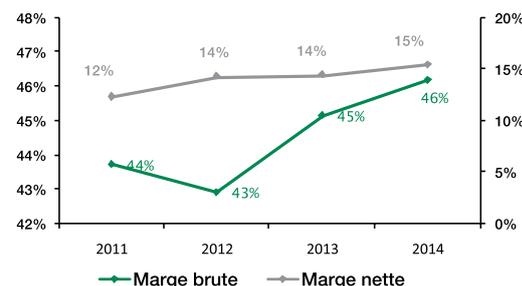
- Un positionnement quasi-monopolistique sur les deux branches 'boissons gazeuses et alcoolisées' ;
- Des marges confortables sur les activités 'bière et eau' ;
- Un outil d'exploitation substantiellement amorti constituant une barrière à l'entrée de la concurrence et lui permettant de préserver ses marges ;
- Une situation financière solide favorisant un faible recours à la dette.

Soucieux de préserver son leadership sur le marché, le Groupe ne cesse d'investir dans la maintenance de ses équipements et l'extension de sa capacité de production. Sur les 4 dernières années, le Groupe a cumulé une enveloppe de 350MDT d'investissements avec un faible recours à la dette (dette nette de 10MDT, 2% de gearing).

Evolution du CA et du résultat net du Groupe (MDT)



Evolution de la marge brute et nette sur la période 2011-2014





# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

## • Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

L'année 2015 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique ratée qui devrait quelque peu affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité assez soutenue, un résultat net de 134MDT correspondant à un ROE de 25.9%.

La force du Groupe SFBT réside dans la récurrence de ses revenus. Des événements exogènes tels que survenus dernièrement constituent un manque à gagner, certes, mais ne représentent pas de menaces quant à ses perspectives d'avenir.

Toujours précurseur et soucieux de son développement, le Groupe s'est attelé durant ces cinq dernières années à lancer un plan de développement durable qui s'est traduit par une économie d'énergie de 30% et une

économie d'eau de 20%. De telles initiatives nous confortent sur l'avenir du Groupe et sa vision long termiste.

Nous avons la conviction que la stratégie adoptée par le Groupe est la bonne: renforcer son positionnement sur les activités à plus forte valeur ajoutée (telle que l'eau et la bière) dont la dynamique de croissance reste intacte et profiter des marchés africains pour l'activité 'Boissons gazeuses' (notamment la Libye pour l'activité boissons gazeuses et bière sans alcool).

## • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Sur la Bourse, le titre SFBT a été la vedette de l'année 2014 enregistrant une performance de 90%, suite à la levée de la restriction de la participation étrangère de 50% à 66%. Le joli parcours du titre s'est poursuivi en début d'année portant la

capitalisation du Groupe à des niveaux records dépassant les 3 milliards de dinars en mai dernier. Cette tendance s'est, néanmoins, renversée au fur et à mesure que la part des étrangers s'approchait du seuil réglementaire des 66%.

Sans grande surprise, c'est son partenaire stratégique Castel, longtemps limité par la contrainte réglementaire qui a renforcé sa participation dans le capital, la portant à 55%. Une consolidation qui dénote de la confiance dans le Groupe et qui donne un signal fort au marché de la volonté du partenaire Castel de construire une relation solide et pérenne. D'autres fonds d'investissement étrangers ont également suivi dans le même sillage ramenant la part des étrangers à 61%.

Au total, l'ouverture du capital a généré plus de 270MDT de devises pour le pays, une aubaine dans la conjoncture actuelle, qui devrait peut être

encourager les autorités à déplaçonner davantage la participation étrangère... Après la correction qu'a subie le titre depuis le mois de mai, il traite désormais à 22Dt, correspondant à une capitalisation de 2.3milliards de dinars, la ramenant à des niveaux abordables (17x les bénéfices 2015e contre une moyenne internationale de 22x pour le secteur). Nous recommandons de se positionner sur le titre qui offre un potentiel de hausse assez intéressant (+25% selon nos estimations).

**Blue chip du marché, le titre SFBT se fait de plus en plus comme valeur incontournable dans un portefeuille d'investissement en bourse.** Doté d'une situation financière solide, d'une croissance saine et sereine, d'un management de qualité, nous demeurons confiants sur les perspectives du Groupe. Nous réitérons notre opinion positive sur le titre qui marie rémunération généreuse (65% de payout) et valorisation attrayante.

## Prévisions de Tunisie Valeurs

en KDt	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>640 306</b>	<b>763 105</b>	<b>832 806</b>	<b>870 866</b>	<b>931 827</b>	<b>987 737</b>
progression	15%	19%	9%	5%	7%	6%
<b>Marge brute</b>	<b>279 877</b>	<b>327 445</b>	<b>375 943</b>	<b>402 187</b>	<b>428 640</b>	<b>454 359</b>
Taux de Marge brute	43,7%	42,9%	45,1%	46,2%	46,0%	46,0%
<b>EBITDA</b>	<b>148 670</b>	<b>180 190</b>	<b>212 269</b>	<b>218 205</b>	<b>235 354</b>	<b>248 185</b>
Marge d'EBITDA	23,2%	23,6%	25,5%	25,1%	25,3%	25,1%
<b>Résultat net Part du Groupe</b>	<b>74 000</b>	<b>100 658</b>	<b>112 168</b>	<b>128 158</b>	<b>136 375</b>	<b>147 445</b>
progression	4%	36%	11%	14%	6%	8%
Marge nette	12,3%	14,2%	14,4%	15,4%	15,4%	15,7%

Evolution du cours depuis début 2014





## Analyse Valeur - TPR

Rédigé le 12 Juin 2015

**(+)** Acheter

### Un groupe qui tient bon face à la crise

Leader sur le marché, TPR est devenu en quelques années un groupe intégré dans l'industrie des profilés aluminium. Une nouvelle physionomie - fruit d'une stratégie de croissance externe - dont le but est d'ancrer le positionnement de la marque sur le marché local et de se distinguer davantage sur les marchés étrangers.

Sur la période écoulée, les résultats du groupe ont été assez mitigés sur fonds de ralentissement économique, de hausse des matières premières et d'efforts d'investissement non encore rentabilisés. Le groupe n'a pas pour autant perdu sa solidité, son bilan demeure sain et à faible levier financier.

L'année 2015 marque le démarrage de la filiale algérienne - Profal Maghreb - et ce, après sept longues années de retard. Un timing qui favorise le positionnement sur le titre d'autant plus que la valorisation actuelle occulte le potentiel de cette jeune société (P/E 2016e de 12.3x). Le rendement du titre TPR est également intéressant (yield de 5.4%) pour un groupe industriel qui investit régulièrement dans des projets de croissance. **Nous recommandons le titre à l'achat.**

#### • Présentation du Groupe TPR :

TPR est spécialisée dans la production de profilés d'aluminium, un produit destiné essentiellement au secteur du bâtiment (menuiserie, aménagements intérieurs, revêtements de façades...) mais couvre également des besoins dans le secteur industriel (transport, télécom, solaire...).

Malgré la prolifération de la contrefaçon et des importations illégales dans le pays, TPR continue -tant bien que mal- à occuper une position de leader avec une part de marché de 70%. Une résistance fruit d'une qualité de produits inégalée et largement reconnue par les professionnels.

Le groupe TPR est bien positionné sur les marchés export (où il écoule près de 40% de son CA), particulièrement européens qui lui offrent un contexte de change favorable. Le groupe ne néglige pas non plus les marchés maghrébins (l'Algérie notamment) sur lesquels il profite d'une notoriété historique. D'une simple société industrielle, TPR est devenue en quelques années **un groupe de profilés, intégré en amont et en aval.** Une physionomie fruit d'une stratégie de croissance externe dynamique qui s'est matérialisée par la création de diverses filiales :

- **Alufond** (créée en 2010 - investissement de 3 MDT) : il s'agit d'une fonderie située à Jbel El Ouest permettant de recycler les déchets d'aluminium et d'améliorer les marges;

- **Alucolor** (créée en 2013 - investissement de 1 MDT) : la société est en phase d'installation à Mdjez el Bab, elle est spécialisée dans le traitement de surfaces,

- **Lavaal International** (créée en 2012 - investissement de 0.9 MDT) : société implantée en Italie, spécialisée dans la fabrication d'accessoires en aluminium;

- **Metecnal** (créée en 2013 - investissement de 2.3 MDT) : deuxième filiale implantée en Italie, cette société est spécialisée dans la fabrication d'accessoires pour l'industrie des fluides;

- **Profal Maghreb** (créée en 2008 - investissement de 7.3 MDT) : c'est sans doute « LE » projet phare du groupe TPR et la raison même de son introduction en Bourse en 2007. Profal Maghreb est une duplication de la société mère sur le marché algérien (extrusion d'aluminium).

Après sept longues années de retard, Profal Maghreb a fini pas démarrer courant 2015.

Juridiquement constituée en 2008, cette filiale a échappé à la réglementation algérienne plafonnant la participation des étrangers à 51% du capital; Profal Maghreb est en effet détenue à 100% par la maison mère.

#### • Analyse financière du Groupe TPR :

L'élargissement du périmètre de TPR oblige évidemment l'analyse des comptes consolidés du groupe. Ces derniers ont été assez mitigés sur la période écoulée (2010-2014) sous la succession de plusieurs facteurs négatifs :

- Une demande locale affectée par un secteur BTP post révolution en berne (+5% par an)
- Une stagnation des exportations face à une Europe en crise;
- Une marge brute effritée (-3 points de taux entre 2010 et 2014) suite à l'appréciation du Dollar et à la hausse du prix de l'aluminium qui, à l'image de la plupart des « commodités », a atteint des pics en 2014;
- Et last but not least, une hausse importante des charges opérationnelles (salaires + frais divers). Celle-ci est particulièrement remarquable au niveau de Lavaal. Implantée en Italie, cette filiale souffre d'une structure de charges relativement lourde (salaires,

**Prix :**  
**4.250 DT**

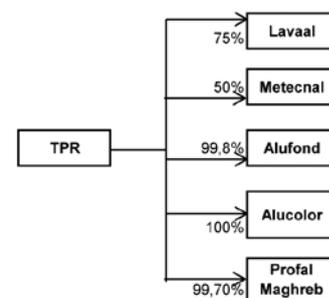
**Capitalisation Boursière**  
**191 MDT**

	TPR / Marché	
PER <sub>2015E</sub>	15,4	12,7
PER <sub>2016E</sub>	12,3	12,4
P/B <sub>2014</sub>	2,0	2,2
YIELD <sub>2015E</sub>	5,4%	3,2%
PERFORMANCE <sub>YTD</sub>	-1,2%	10%
ROE <sub>2014</sub>	12%	

#### Actionnariat :

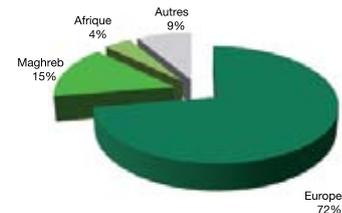
**Famille Bayahi :** 75%  
**Public:** 25%

#### Périmètre du groupe TPR



Toutes ces filiales sont consolidées selon la méthode d'intégration globale

#### Structure du CA Export du groupe TPR



\*Le groupe dessert l'Europe via la société mère et les deux filiales italiennes Lavaal et Metecnal

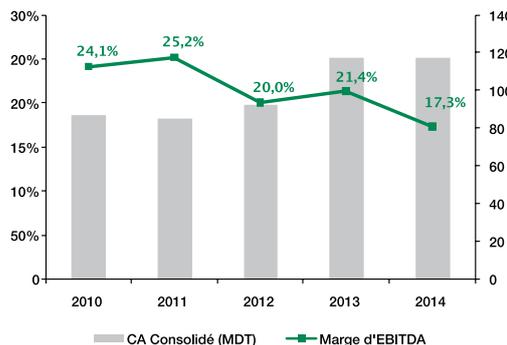
énergie, infrastructure...). Situation qui sera rétablie par la délocalisation de la société en Tunisie avant la fin de l'année 2015, selon le management.

Tous ces éléments ont exercé une pression sur les niveaux de rentabilité du groupe TPR qui a vu sa marge d'EBITDA baisser de près de 7 points en quatre ans (à 17% en 2014 contre 24% en 2010). A son plus bas niveau historique, ce niveau s'affiche néanmoins supérieur à des sociétés étrangères comparables (15% pour Aluminium du Maroc par exemple).

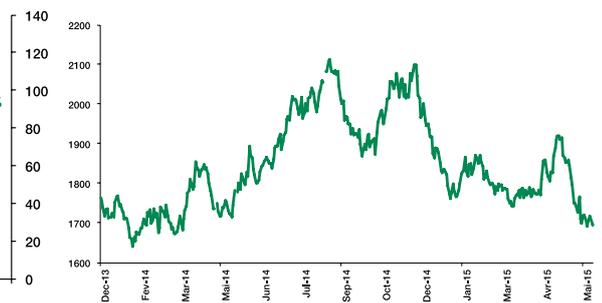
Sur le plan financier, le groupe TPR affiche une situation financière solide, fortifiée davantage en 2007 suite à l'augmentation de capital réalisée dans le cadre de l'introduction en Bourse. Une levée de fonds de 20 MDT destinée à financer deux unités industrielles, en Libye et en Algérie. Entre temps, seule la filiale algérienne a vu le jour ce qui a permis au groupe de conserver un matelas de trésorerie confortable à même de lui permettre de saisir des opportunités capitalistiques et de rémunérer généreusement ses actionnaires (payout moyen de 70%).

L'exception à relever au titre de l'exercice 2014 est cependant la baisse - relative - de la trésorerie. Habituellement génératrice de cash flow, TPR a du constituer - à juste titre - un stock important de billets en fin d'année pour profiter de l'accalmie des prix sur les marchés internationaux. Le groupe a du puiser dans sa trésorerie pour financer cet actif ce qui explique l'augmentation -relative- de son endettement (dette nette de 8 MDT à fin 2014, soit 9% des fonds propres). L'année 2015 devrait connaître une normalisation du BFR et par conséquent de la trésorerie.

Evolution du CA et de la marge d'EBITDA



Evolution du prix de l'aluminium LME (\$/Tonne)



### • Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

L'année 2015 s'annonce assez mitigée avec, d'un côté, une demande bridée qui souffre du marché informel et, de l'autre, une facture d'aluminium 'soulagée' comparativement à l'année précédente. Nous tablons sur un chiffre d'affaires consolidé de 125 MDT (+6%) et un résultat net de 12.4 MDT. Ce niveau de rentabilité sera plombé par PROFAL Maghreb qui enregistrera un déficit d'environ 1MDT pour sa première année d'exploitation.

Au-delà de 2015, les perspectives de croissance de TPR ne peuvent être que meilleures avec le démarrage de la filiale algérienne.

La taille du marché algérien des profilés est estimée à 45 000 tonnes par an soit 2 fois et demi le marché tunisien avec un potentiel significatif compte tenu du fort déficit en logement et du programme d'investissement immobilier projeté dans le pays.

Actuellement le tiers des besoins de ce marché est importé, principalement de Chine dont la qualité ne fait nullement concurrence aux produits TPR. Le nouvel entrant « PROFAL Maghreb » aura certainement une place à prendre

sur ce grand marché, la marque TPR étant déjà connue sur le marché algérien puisque le groupe y est présent par ses exportations depuis les années 80. Jouant la carte de la prudence, le management table sur une part de marché de 8% d'ici 2019.

Au-delà de l'Algérie, la rentabilité du groupe devrait tirer profit de l'équilibre des filiales italiennes ainsi que des économies de coût générées suite au fonctionnement à plein régime de la fonderie.

Par ailleurs, confirmant son appétit pour l'international, le management s'est montré, lors de la dernière AGO, très intéressé par le marché africain et qu'à ce titre, la réflexion sur de probables implantations industrielles en Afrique était en cours. Affaire à suivre...

La problématique énergétique demeure néanmoins une de nos préoccupations, à l'image d'autres industries tunisiennes énergivores. A ce jour, le calendrier du démantèlement de la subvention énergétique n'est pas encore clair mais nous estimons son impact sur les comptes de TPR relativement contenu, inférieur à 2 points de marge dans un scénario extrémiste. Néanmoins, le groupe a entamé des réflexions - élargies à toutes

les sociétés de la famille BAYAHI - pour développer des sources d'énergie alternatives (cogénération, photovoltaïque...). En tout état de cause, dans un environnement plus hostile pour les industriels de l'aluminium, TPR serait sans doute celle qui s'en sortirait le mieux comparativement aux autres 'petites' structures artisanales.

Tous les éléments exposés ci-dessus se traduiraient de manière chiffrée par une croissance annuelle de 10% des ventes sur la période 2015-2019 et de 18% de l'EBITDA. Des résultats qui devraient appuyer la justesse des choix stratégiques du management tout au long de ces dernières années.

### • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Fortement prisé par les investisseurs pour son 'histoire maghrébine', TPR a connu un vif succès au moment de son introduction en bourse et est devenue, en l'espace de quelques mois, un des titres phares de la cote. L'intérêt était particulièrement vif chez les investisseurs étrangers, à qui il a été alloué 70% de l'OPF à l'époque - et qui voyaient dans TPR un moyen de s'exposer sur des marchés porteurs mais difficiles d'accès (la Libye et l'Algérie).



La société se trouve aujourd'hui boudée pour avoir répétitivement retardé ses projets d'expansion. L'aventure 'maghrébine' a fini par passer les investisseurs, la sanction s'est surtout fait sentir lors de la crise financière de l'été 2008 où TPR a été parmi les plus grands perdants avec la 'fuite' des capitaux étrangers. Depuis cette période, l'action est restée à des P/E relativement faibles par rapport à ses pics historiques (PER de 24x en juin 2008). Aussi, depuis cette correction, le cours boursier n'a plus intégré le projet d'expansion en Algérie se contentant de refléter 'l'activité tunisienne' stricto sensu.

Aujourd'hui, la donne est bien différente. Avec le démarrage concret de Profal Maghreb, le positionnement sur la valeur devient d'actualité. Le groupe traite aujourd'hui 15.4x ses bénéfices estimés de 2015 et 12.3x ses résultats 2016. Des niveaux attrayants compte tenu du potentiel de croissance latent sur le marché algérien. Le rendement en dividendes est également attrayant (5.4%) pour une valeur industrielle qui investit régulièrement dans des projets de développement.

**Nous recommandons le titre à l'achat.**

#### Prévisions de Tunisie Valeurs

En mDt	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>117 784</b>	<b>117 852</b>	<b>124 894</b>	<b>143 871</b>	<b>161 536</b>
Variation		0%	6%	15%	12%
<b>Marge brute</b>	<b>41 270</b>	<b>39 123</b>	<b>43 725</b>	<b>52 002</b>	<b>59 277</b>
Taux de marge brute	35,0%	33,2%	35,0%	36,1%	36,7%
Charges de personnel	11 894	14 173	15 023	16 225	17 361
Autres charges d'exploitation	4 957	5 466	5 794	6 373	6 756
<b>EBITDA</b>	<b>25 156</b>	<b>20 424</b>	<b>23 408</b>	<b>29 903</b>	<b>35 660</b>
Marge d'EBITDA	21,4%	17,3%	18,7%	20,8%	22,1%
Amortissements	5 031	5 512	6 133	8 163	9 362
Frais financiers nets	-879	-931	-1 435	-1 940	-2 547
Impôts	4 155	3 727	3 485	4 356	5 225
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>14 892</b>	<b>10 596</b>	<b>12 442</b>	<b>15 532</b>	<b>18 616</b>
Variation		-29%	17%	25%	20%
Marge nette	12,6%	8,9%	9,9%	10,7%	11,5%

## Analyse Valeur - SOTIPAPIER

Rédigé le 22 juillet 2015

**(+)** Acheter

### Sur le chemin du rebond

Après une année difficile, la SOTIPAPIER devrait se redresser en 2015, sur fond d'accalmie des prix des matières premières et d'apaisement social, mais sans pour autant retrouver ses niveaux de rentabilité historiques.

Dans un contexte encore turbulent, la société poursuit et étend ses investissements pour renforcer son leadership dans un marché demandeur. Une enveloppe de 25 MDT sera consacrée sur les deux années à venir et qui rattrapera les retards d'investissement de la société. En faisant le choix de la qualité, la SOTIPAPIER pourra mieux défendre ses prix... et maîtriser ses marges.

En bourse, le titre a fait du sur place par rapport à son cours d'introduction (-1.4%), en réaction aux résultats décevants de 2014. Compte tenu du rebond perceptible à court terme, de la valorisation actuelle (P/E2016e 14x), et de la solidité financière de la société, nous recommandons l'achat du titre.

**Prix :**  
**4.530 DT**

**Capitalisation Boursière**  
**108 MDT**

SOTIPAPIER / Marché		
PER <sub>2015e</sub>	15,2	12,6
PER <sub>2016e</sub>	14,0	12,7
P/B <sub>2015e</sub>	3,0	1,9
YIELD <sub>2015e</sub>	4,6%	3,3%
Performance <sub>YTD</sub>	-6%	11%
ROE <sub>2015e</sub>	24%	

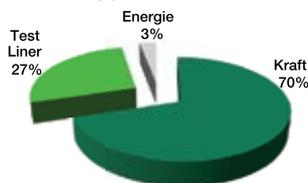
#### • Présentation de la SOTIPAPIER :

La SOTIPAPIER est un producteur d'envergure de papier en Tunisie dans un marché où près de la moitié des besoins est comblée par les importations.

La SOTIPAPIER produit deux types de papiers : le **Kraft** (pour les sacs de ciment) et le **Test Liner** (pour la fabrication de cartons).

A côté de son activité stratégique du papier, la société produit de l'énergie à travers un système de cogénération installé depuis 2007. S'il contribue accessoirement dans le CA (environ 3% chaque année), ce mécanisme permet à la société d'assurer une plus grande autonomie énergétique.

#### Structure du chiffre d'affaires de la SOTIPAPIER



En 2012, la SOTIPAPIER a ouvert son capital à des fonds de capital investissement, gérés par Swicorp, et ayant pour actionnaires finaux des investisseurs internationaux (BEI, SFI, PROPARGO). Une première phase « d'institutionnalisation » du capital qui s'est davantage ancrée avec l'introduction en Bourse de la société en mars 2014.

#### • Analyse financière de la SOTIPAPIER

##### 1- Le chiffre d'affaires

Le **papier Kraft** - produit historique et emblématique de la SOTIPAPIER - constitue la colonne vertébrale de la maison et y contribue à hauteur de 70% du chiffre d'affaires. Le principal débouché du papier Kraft est le secteur du ciment, dans un pays où l'essentiel de la production de ciment est vendue en sacs.

Unique producteur local de Kraft, la SOTIPAPIER est un « **monopole de fait** » et **s'accapare 85% du marché**, le reliquat est comblé par les importations. Un positionnement solide aidé par la nature capitalistique de l'industrie qui dissuade la concurrence dans un marché de la taille de la Tunisie.

Contrairement au Kraft, le marché du **Test Liner** est plus concurrentiel avec une forte présence étrangère (plus de la moitié du marché est servi par les importations) et une concurrence locale (le groupe Poulina, depuis 2011). La SOTIPAPIER, du fait de son ancienneté, demeure le leader avec environ 25% de part de marché.

Proche de sa capacité de production, la composante « Prix » est importante dans l'évolution du chiffre d'affaires de la SOTIPAPIER. La société révisé annuellement ses tarifs, à la hausse comme à la baisse, en fonction de son coût de revient.

Le portefeuille de clientèle de la SOTIPAPIER est assez 'compact' ce qui permet à la société d'entretenir des relations de proximité avec ses clients : les négociations tarifaires sont faites 'one on one' et des délais tampon sont généralement accordés pour acclimater les clients.

La croissance du chiffre d'affaires en 2014 (+13%) a profité de deux augmentations de prix (fin 2013 et courant 2014). La dernière en date (juin 2014) donnera un effet plein sur l'année en cours où nous prévoyons un chiffre d'affaires 'papier' de 68MDT, en hausse de 13%.

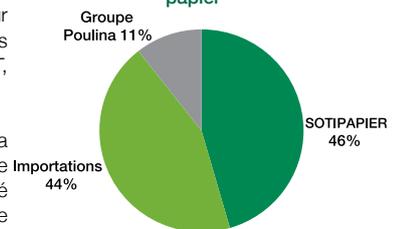
Enfin, très peu d'export pour la SOTIPAPIER (≈ 5% du CA) qui ne concerne que le Test Liner; la société comble en priorité la demande - forte - sur le marché local.

#### Actionnariat :

Groupe Hamrouni :	19%
Fonds d'investissement* :	44%
CTKD :	5%
Public :	32%

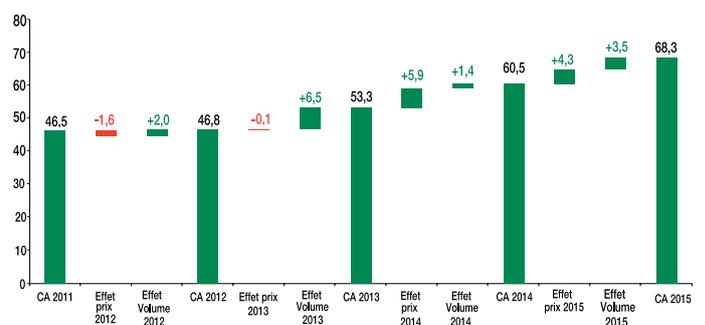
\*Gérés par la société SWICORP

#### Part de marché dans le secteur du papier\*



\*Papier Kraft et Test Liner

#### Effet volume - Prix dans l'évolution des Ventes de Papier



\* Estimations de Tunisie Valeurs

## 2- La rentabilité

L'année 2014 a marqué une rupture franche avec les niveaux de rentabilité historiques de la SOTIPAPIER. La société a été fortement pénalisée par la flambée de la pâte à papier depuis l'été 2013, accentuée par la dépréciation du Dinar (graphique ci-contre).

La pâte à papier est utilisée pour la production du Kraft et représente 3/4 des achats de matières premières de la société. Une pâte assez volatile sur les marchés internationaux et qui fait que la marge du papier Kraft est moindre que celle du Test Liner (ce dernier est produit à base de papier recyclé, acheté localement).

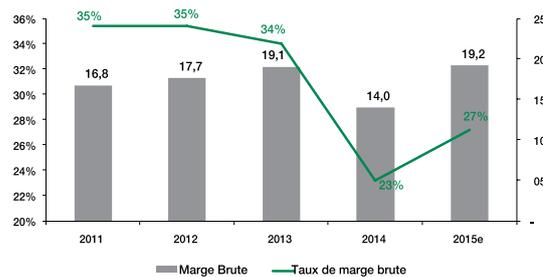
Au-delà de la matière première, la SOTIPAPIER est qualifiée pour être une industrie énergivore. A ce titre, et en marge du projet gouvernemental de la suppression de la subvention énergétique, la facture gazière de la SOTIPAPIER est passée de 6MDT en 2012 à 9 MDT en 2014 et pourrait atteindre les 15MDT\*\*, selon nos estimations, dans un scénario de démantèlement total des subventions (sur une période progressive de 4 à 5 ans).

Tant que la SOTIPAPIER maintient son leadership et demeure compétitive par rapport à la concurrence étrangère, elle sera en mesure d'impacter cette surcharge énergétique sur ses prix de vente.

Enfin, du côté de la productivité, la SOTIPAPIER n'a pas été épargnée par la vague de mouvements sociaux post Révolution qui a touché bon nombre d'entreprises tunisiennes. Après trois années de tensions sociales et salariales, la société a enfin réussi à stabiliser son climat de travail et à restaurer une bonne productivité.

## 3- La situation financière

L'élément majeur qui caractérise le bilan de la SOTIPAPIER, et qui reste d'actualité même après l'année charnière de 2014, c'est la **solidité de**



\* Estimations de Tunisie Valeurs

### son bilan financier et sa trésorerie structurellement excédentaire.

L'activité de la SOTIPAPIER est fortement génératrice de cash flow, une trésorerie que la société a historiquement « investie » dans son BFR : des stocks importants (120 jours en moyenne) et des délais de paiement souples, deux avantages concurrentiels en vue de sécuriser le positionnement de la société sur le marché.

**Cependant, un changement stratégique majeur est à souligner à ce niveau.** Après plusieurs années d'inertie, la SOTIPAPIER, insufflée par son nouveau management, reprend goût à l'investissement, à juste titre. La vétusté de l'outil de production face au potentiel inexploité du marché a imposé un plan d'investissement audacieux : **plus de 25MDT sur les trois années à venir**, bien plus que ce que la société a investi en dix ans d'activité.

Ce programme d'investissement s'attaque sur deux fronts : l'amélioration de la qualité et de la productivité (mise à niveau des machines vieillissantes, réduction de la consommation d'énergie

et des déchets...). Compte tenu de l'état actuel de l'outil de production, la marge d'amélioration est significative. Contrairement à ce qui était annoncé lors de l'introduction, la SOTIPAPIER devra mobiliser des crédits pour boucler son schéma de financement. Un revirement qui ne devrait pas poser de problèmes à la société, celle-ci n'étant pas endettée. Mieux encore, le recours au levier financier améliorera, à terme, le ROE, déjà à des niveaux appréciables (ROE normatif de 25%).

### • Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

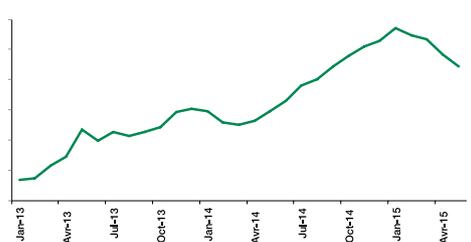
L'année 2015 a démarré sous de meilleurs auspices où il est attendu un redressement de la marge brute, mais sans que celle-ci ne retrouve ses niveaux historiques. Certes, les pronostics sont plus favorables pour les prix de la pâte mais l'évolution de la parité Dinar / Dollar est de nature à en estomper l'effet pour la SOTIPAPIER. Par ailleurs, et aux dernières nouvelles, aucune augmentation énergétique ne sera appliquée en 2015, un répit bénéfique pour l'entreprise.

En mDT	2011	2012	2013	2014	2015e
Cash Flow	9 157	9 534	9 744	5 669	9 421
Variation du BFR	429	-4 594	-878	-2 033	-987
Investissements	-566	-1 026	-3 338	-3 394	-12 000
Free Cash Flow	9 019	3 914	5 529	242	-3 566
Dette nette	-10 013	-6 236	-5 660	232	7 391
Gearing	-30%	-19%	-16%	1%	20%
ROE	28%	35%	33%	13%	24%

\* Estimations de Tunisie Valeurs

\*\* Sur la base du volume de production actuel.

## Evolution du prix de la pâte à papier (en DT)



Compte tenu de ces éléments, de l'effet plein de l'augmentation des prix et l'apaisement du climat social, la SOTIPAPIER devrait terminer l'année avec un **CA de 70MDT et un résultat net de 7MDT. Bénéficiaire d'une base faible, le bénéficiaire de 2015 bondit de 90%** mais ne retrouvera pas les niveaux d'avant 2014.

**Pour 2016 et au-delà**, nous restons positifs sur les perspectives de la société. La SOTIPAPIER vient de finaliser la rénovation de sa presse de Kraft, une mise à niveau qui devrait lui permettre d'étendre sa capacité de production et de répondre à l'intégralité de la demande sur le marché. Cet investissement coïncide avec le démarrage effectif de Carthage Cement et l'extension de capacité chez deux autres cimenteries. Une offre additionnelle de 3.5 Millions de Tonnes de ciment sur le marché qui se traduit par une augmentation d'au moins 40% de la demande de papier Kraft, où la SOTIPAPIER est prédominante.

Pour le Test Liner, le potentiel est surtout d'ordre **qualitatif**. Avec l'upgrade de l'outil de production, planifié courant 2016, la SOTIPAPIER sera en mesure de grignoter des parts de marché au détriment des importateurs (qui rappellent-le détiennent plus de la moitié du marché).

Peu d'inquiétudes planent sur le potentiel de ventes de la SOTIPAPIER dans un marché demandeur et encore inexploité. La rentabilité demeure quant à elle tributaire de plusieurs variables

# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

'exogènes' (prix de la pâte, Dinar versus Dollar, planning de suppression de la subvention énergétique...). Dans cet environnement imprévisible, il est assez hasardeux de se lancer dans un exercice de projections sur du moyen terme.

Cependant, **3 arguments essentiels** nous laissent penser que la SOTIPAPIER pourrait résister dans un contexte pénalisant :

- 1- La mise à niveau des équipements et la maîtrise du processus de production permettront à la société de maintenir une position de leader sur le marché,
- 2- En faisant le choix de la **qualité**,

la société pourra mieux imposer ses prix... et défendre ses marges.

3- Avec un bilan solide et une capacité à générer des cash flow, la société dispose d'une force de frappe financière importante.

## • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Introduite en mars 2014, la SOTIPAPIER affiche un bilan boursier dans le rouge avec une contre performance de -1.4% depuis sa première cotation, en marge des résultats décevants de 2014 et déconnectés des promesses d'introduction.

Malgré les propos rassurants du management lors de la dernière AGO, et les perspectives de rebond déjà perceptibles pour 2015, le cours n'a pas décollé. Les investisseurs demeurent sceptiques et méfiants... attendant de voir pour y croire.

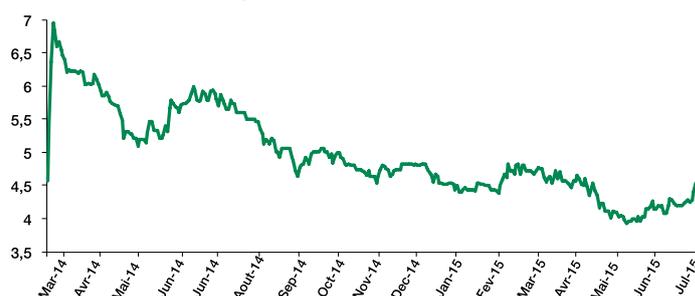
A 108MDT, la SOTIPAPIER se traite à 15.2x ses bénéfices de 2015 et 14x ses bénéfices de 2016, contre

12.6x et 12.7x respectivement pour le marché. Une prime qui se justifie par le positionnement solide de la société et le potentiel encore inexploité du marché.

Le titre SOTIPAPER est associé à la fois à une valeur défensive et de croissance.

**Nous recommandons l'achat de l'action.**

Evolution du cours de la SOTIPAPIER depuis l'introduction en Bourse



## Prévisions de Tunisie Valeurs

En mDT	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Chiffre d'affaires</b>	48 414	55 433	62 746	70 694	78 155
<b>Progression</b>		14%	13%	13%	11%
<i>Kraft</i>	33 038	37 822	43 875	50 316	56 353
<i>Test Liner</i>	13 788	15 437	16 653	18 029	19 186
<i>Energie</i>	1 309	1 776	1 820	2 050	2 266
<b>Marge Brute</b>	17 690	19 096	14 037	19 215	20 946
Taux de marge brute	35,4%	34,0%	23,2%	27,2%	26,8%
<b>Salaires</b>	3 427	3 843	4 016	4 257	4 598
<b>Autres charges d'exploitation</b>	2 733	3 507	3 306	3 471	3 679
<b>EBITDA</b>	11 531	11 746	6 715	11 486	12 668
Marge d'EBITDA	23,1%	20,9%	11,1%	16,2%	16,2%
<b>Amortissements</b>	1 474	1 231	2 010	2 340	2 600
<b>Charges financières nettes</b>	257	58	482	530	750
<b>Impôts</b>	1 624	1 777	845	1 465	1 584
<b>Résultat net</b>	8 477	8 763	3 730	7 152	7 734
<b>Variation</b>		3%	-57%	92%	8%



# Analyse Valeur - MPBS

Rédigé le 13 juillet 2015

**(+)** Acheter

## Investir en « bon père de famille »

Référence nationale dans l'industrie du bois, MPBS a continué à croître et à améliorer ses marges malgré la crise qui touche le secteur du bâtiment. Le groupe tire profit d'un bon mix produit, d'une politique de contrôle des charges et d'une diversification 'métier' qui commence à se faire ressentir sur les résultats.

Adossé à un bilan solide, le groupe MPBS s'arme pour devancer ses concurrents; il finalise ses investissements et s'organise pour trouver des niches de rentabilité.

En Bourse, le titre MPBS a été exemplaire avec un respect minutieux du Business Plan, ce qui lui a permis de gagner la confiance des investisseurs et de progresser de 21% depuis son introduction.

Géré en bon père de famille, MPBS constitue une opportunité de placement à faible profil de risque et aux perspectives intéressantes. La valorisation est attrayante (P/E 2015e de 10.7x) comparativement à la moyenne du marché (12.6x). **Nous recommandons l'achat du titre.**

**Prix :**  
**6.850 DT**  
**Capitalisation Boursière**  
**42 MDT**

MPBS / MARCHÉ		
PER <sub>2015e</sub>	10,7	12,6
PER <sub>2016e</sub>	9,8	12,3
P/B <sub>2014</sub>	1,5	2,0
YIELD <sub>2015e</sub>	3,8%	3,2%
Performance <sub>YTD</sub>	-3%	12%
ROE <sub>2014</sub>	17%	

### • Présentation du Groupe MPBS :

Spécialisée dans la production de panneaux de bois, la société MPBS a connu un développement soutenu et régulier depuis sa création en 1980 pour devenir l'un des plus importants acteurs tunisiens (part de marché de 30%).

Le panneau de bois est destiné aux industriels du bois et plus généralement au secteur du bâtiment et de l'ameublement (pour la fabrication de portes, de meubles, de cuisines, de dressings, d'habillage de murs, etc...).

A côté de son métier de base, MPBS est présent dans deux autres activités connexes, liés au secteur du bâtiment, et qui contribuent en moyenne à hauteur de 20% du CA et du résultat net :

- Le commerce de portes et parquets, en représentation de marques étrangères;
- L'installation et le commerce de panneaux photovoltaïques.

### • Analyse financière du Groupe MPBS

Malgré le contexte difficile de la période post Révolution, MPBS a poursuivi sa croissance avec une évolution moyenne de 17% par an du chiffre d'affaires. Cette performance est d'autant plus louable que le groupe écoule la quasi intégralité de sa production sur le marché local et ne bénéficie pas d'un effet change en conséquence.

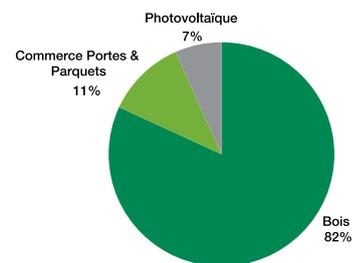
Sans vouloir négliger les marchés à l'export, le management a historiquement fait le choix de combler en priorité le marché local, moins volatile et où les marges sont plus élevées.

Al'image de la plupart des industriels, MPBS a fait face ces dernières années à un contexte pénalisant en matière d'approvisionnement avec la dépréciation du Dinar. Le taux de marge brute du groupe n'a pas décliné pour autant, bien au contraire. Et les explications sont triple :

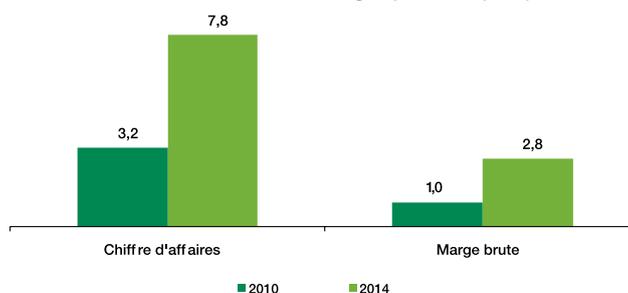
- (1) le recentrage de l'activité sur les panneaux plaqués, plus rémunérateurs,
- (2) l'augmentation des prix de vente et
- (3) la plus forte contribution des filiales dont les marges sont supérieures de 7 points de taux par rapport à l'activité de bois.

**Actionnariat :**  
**Famille Sellami :** 66%  
**Public:** 34%

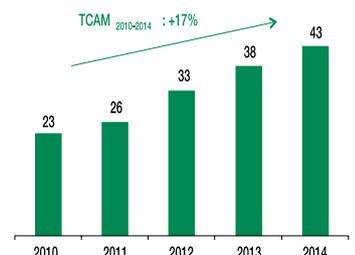
### Structure du CA du groupe MPBS



Chiffres clés des filiales du groupe MPBS (MDT)



### Une croissance soutenue du chiffre d'affaires malgré la crise





# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

Ces éléments, couplés à une bonne maîtrise des charges - dans un contexte pourtant marqué par les sollicitations salariales - a permis au groupe de plus que doubler son EBITDA en quatre ans! Peu d'investisseurs auraient parié sur de telles performances au lendemain de la Révolution.

En s'introduisant en bourse en 2013, MPBS s'est doté des moyens pour consolider sa croissance. La levée de 11 MDT sur le marché était destinée à financer un plan d'investissement et à rééquilibrer le bilan.

Le plan d'investissement n'étant déployé qu'à hauteur de 75%, le groupe se retrouve aujourd'hui avec un matelas confortable de trésorerie. Cette situation avantageuse a permis d'accorder des facilités de paiement aux clients, un argument de vente non négligeable en ces temps difficiles.

Si de prime abord, la croissance du résultat net a été importante en 2014, elle l'est d'autant plus si l'on retranche l'exercice d'avant de la plus value de restructuration. L'activité « intrinsèque » du groupe MPBS a ainsi progressé de 55% entre 2013 et 2014!

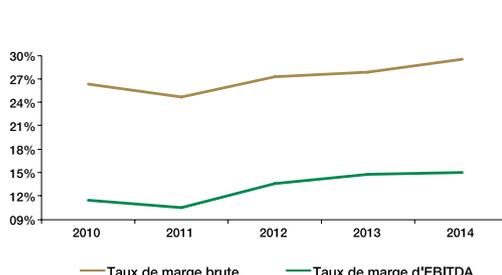
La rentabilité financière du groupe est momentanément diluée sous l'effet de l'augmentation de capital (ROE de 17% en 2014) et devrait retrouver de meilleurs niveaux d'ici deux ans à trois ans (≈ 20%).

## • Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

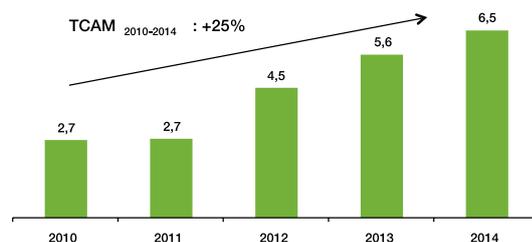
Très lié à la conjoncture économique et au pouvoir d'achat des ménages, le secteur du bâtiment traverse une période difficile où les acteurs du marché se livrent une guerre des prix pour écouler leur production.

Dans ce climat tendu, MPBS devrait afficher une croissance de 'seulement' 6% de son chiffre

Evolution du taux de marge brute et d'EBITDA



Evolution de l'EBITDA du groupe (en MDT)



d'affaires en 2015, contre 13% budgétisés. La rentabilité devrait décliner par rapport à l'année faste de 2014 mais tout en restant à des niveaux supérieurs à l'année d'avant. Nos estimations, très prudentes, tablent sur un **résultat net aux alentours de 4 MDT pour 2015**, quasiment stable par rapport à l'exercice écoulé.

Au-delà de ces turbulences conjoncturelles, les perspectives du groupe sont favorables sur le moyen terme. MPBS devrait tirer profit de la reprise - tôt ou tard - du secteur du bâtiment. Le panneau de bois est en effet de plus en plus plébiscité pour ses vertus esthétiques et son rapport « qualité - prix » attrayant

comparativement au bois. Ciblant aussi bien le **bâtiment neuf que celui de la rénovation; ce produit devrait continuer à croître plus rapidement que son marché.**

En anticipation au rebond du secteur, et adossé à un bilan solide, le groupe MPBS s'arme pour devancer ses concurrents : il finalise ses investissements et s'organise pour trouver des niches de rentabilité (nouveaux produits, nouveaux débouchés...).

## • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Bon élève, MPBS est l'unique société à avoir respecté son business plan d'introduction pour **deux exercices successifs (2013 et 2014)**; des performances qui ont nul doute permis de gagner la confiance des investisseurs. En réaction, le titre a gagné 21% en dix huit mois de cotation.

Géré en bon père de famille, MPBS constitue une opportunité de placement à faible profil de risque et aux perspectives intéressantes. La valorisation est très attrayante (P/E 2015e de 10.7x) par rapport au marché (12.6x) en général et aux valeurs industrielles en particulier (17.2x). **Nous recommandons le titre à l'achat.**

## Prévisions de Tunisie Valeurs

Chiffres consolidés (mMDT)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Chiffre d'affaires	32 910	38 338	43 030	45 607	49 016
Progression		16%	12%	6%	7%
Marge Brute	8 958	10 680	12 718	13 089	14 166
Taux de marge brute	27,2%	27,9%	29,6%	28,7%	28,9%
Salaires	2 770	3 073	3 811	4 080	4 488
Autres charges d'exploitation	1 725	1 972	2 443	2 600	2 834
<b>EBITDA</b>	<b>4 472</b>	<b>5 639</b>	<b>6 478</b>	<b>6 409</b>	<b>6 844</b>
Marge d'EBITDA	13,6%	14,7%	15,1%	14,1%	14,0%
Amortissements	1 449	1 304	1 113	1 141	1 200
Charges financières nettes	815	1 124	380	250	180
Impôts	577	761	1 097	1 004	1 093
<b>Résultat net part du groupe*</b>	<b>1 710</b>	<b>2 504*</b>	<b>3 914</b>	<b>3 943</b>	<b>4 299</b>
Progression		46%	56%	1%	9%

Résultat net 2013 retraité de la plus value de restructuration.

# Analyse Valeur - New Body Line

Rédigé le 16 Juin 2015

**(+)** Acheter

## La diversification en ligne de mire

Bien positionnée dans un secteur en pleine croissance, New Body Line a de nombreux atouts pour évoluer avec un bon rythme de croisière. Forte d'une expérience de 15 ans dans le domaine des cosméto-textiles, la société affiche une situation financière solide et des niveaux de rentabilité qui se comparent favorablement à l'industrie.

Longtemps sanctionnée par sa dépendance vis-à-vis d'un seul client, la société s'est engagée dans un processus de recherche de nouveaux clients qui semble porter ses fruits. Ce tournant stratégique vers la diversification de sa clientèle lui permettrait de maintenir le cap d'une croissance pérenne.

Compte tenu de cette nouvelle orientation, **nous réitérons notre opinion à l'«Achat» sur le titre New Body Line.** La valorisation attrayante de la valeur et son rendement généreux en dividendes en font une valeur de fonds de portefeuille.

**Prix :**  
**8.630 DT**  
**Capitalisation Boursière**  
**33 MDT**

### NEW BODY LINE / MARCHÉ

PER <sub>2015e</sub>	14.5	12.8
PER <sub>2016e</sub>	13.4	12.4
P/B <sub>2014</sub>	2.6	2.2
YIELD <sub>2015e</sub>	5.5%	3.2%
PERFORMANCE <sub>YTD</sub>	+21.9%	+11.4%
ROE <sub>2014</sub>	5.1%	

### • Présentation de la société :

Fondée en 2000 par Monsieur Karim REJEB SFAR aux côtés de la SPPI SICAR\*, New Body Line est une société totalement exportatrice opérant dans le secteur du textile habillement.

L'entreprise est spécialisée dans la production d'articles de lingerie «intelligents».

Nouvelle génération de produits innovants, cette gamme est composée de produits à forte composante technologique, ayant des vertus cosmétiques comme la compression, la correction de la silhouette, le micro massage et thermorégulation...

Concentrant plus de 80% des ventes de la société, cette gamme représente un véritable gisement de croissance et de valeur ajoutée.

Grâce à son «know-how» unique dans la région et à son expertise confirmée dans le domaine des cosméto-textiles, New Body Line se positionne actuellement en tant que monopole sur toute l'Afrique du Nord en matière de production de textiles intelligents et des vêtements sans couture.

Depuis 2003, la société a initié un partenariat technique avec la société Lytess pour l'approvisionnement en articles de lingerie intelligente, via sa filiale tunisienne Wat.

Arme à double tranchant, ce partenariat a permis à New Body Line de se lancer progressivement à la conquête des produits techniques tout en en s'exposant au risque de dépendance vis-à-vis d'un seul client.

Consciente de sa dépendance commerciale, New Body Line s'est orientée vers la recherche de nouveaux clients permettant de diluer la quote-part de son client historique. Désormais, NBL détient à son actif un portefeuille de cinq principaux clients, aux côtés de Lytess.

### Actionnariat

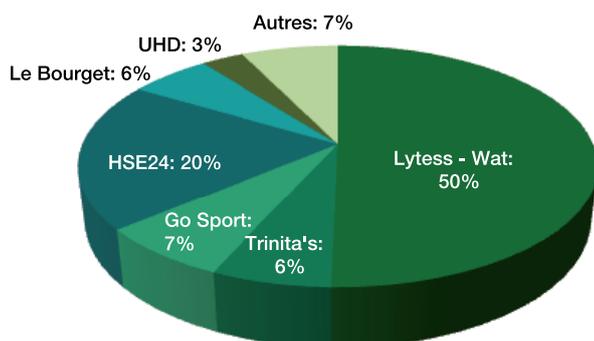
**Famille REJEB :** 65%  
**Public:** 34%

### Répartition des ventes par famille de produits (2014)

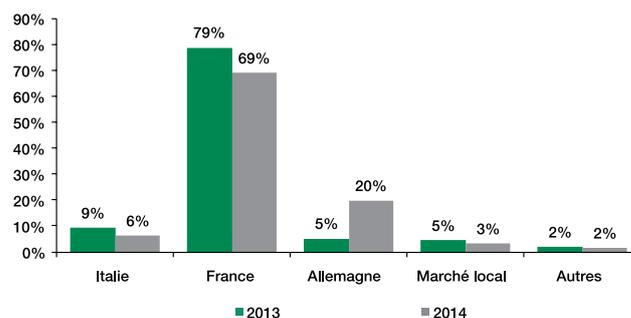


**La société détient à son actif un portefeuille de client comptant cinq acteurs**

### Répartition des ventes par client en 2014



### Évolution des ventes par destination géographique



Cette dynamique de diversification a, également, ciblé l'élargissement « géographique » de ses marchés. Avec la montée en puissance du marché allemand, la France ne concentre que 69% du total des ventes de NBL.

### • Analyse financière de la société

Sur les quatre dernières années New Body Line a affiché une croissance annuelle modeste de 8%, un rythme qui aurait pu être bien plus soutenu si la société n'était pas exposée à un seul client.

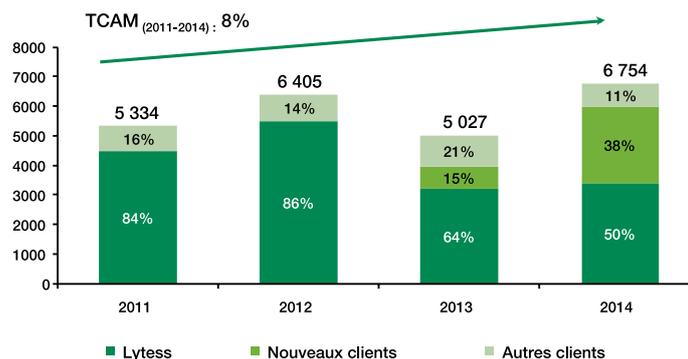
Après une année 2012 de franc succès au terme de laquelle la société a pu dépasser son Business plan d'introduction, le bilan de l'année 2013 s'est avéré décevant. La société a essuyé une chute de son chiffre d'affaires de 22% à 5MDt suite au fléchissement des commandes émanant de son client historique «LyteSS». Une baisse qui résulte de l'arrivée des articles, destinés à ce client, à la fin de leur cycle de vente.

La dégringolade du chiffre d'affaires n'aura pas duré longtemps, l'activité de la société a retrouvé, en 2014, le chemin de la croissance. Grâce à la reprise des commandes émanant de LyteSS et aux efforts entrepris pour diversifier sa base de clientèle, NBL a pu réaliser un bond de ses revenus de 34% pour atteindre un niveau record de 6.8MDt. Une performance qui reste tout de même bien en deçà des prévisions annoncées lors de l'introduction en Bourse.

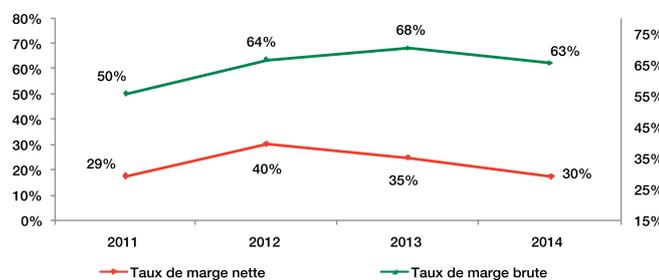
Grâce à son positionnement « forte valeur ajoutée », la société New Body Line a affiché des niveaux de marges très appréciables par rapport aux normes du secteur avec une marge brute moyenne de 61% sur les quatre dernières années.

Par ailleurs, son exposition aux marchés européens lui a permis de bénéficier d'un effet change nettement favorable.

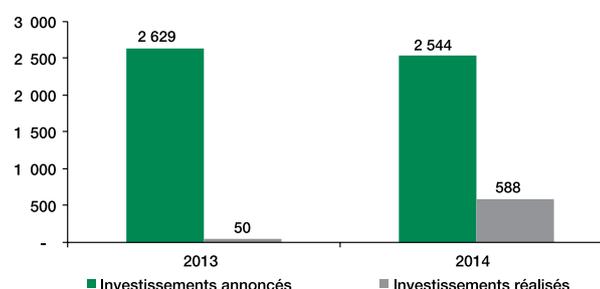
Évolution du chiffre d'affaires de NBL sur la période 2011 - 2014 (en KDt)



Évolution de la marge brute et de la marge nette de NBL sur l'intervalle 2011 - 2014



Investissements réalisés Vs investissements annoncés (en KDt)



Jouissant d'une structure de charges allégée, la société a enregistré une progression notable de son Bottom Line de 10% sur l'intervalle 2011-2014 dépassant la barre des 2MDt. Ce faisant et malgré l'imposition, pour la première fois, en 2014, des bénéfices provenant de l'export, la marge nette moyenne de NBL s'est établie, sur le même intervalle, à 34%; la plaçant au rang des sociétés les plus profitables de la Cote.

Forte de cash flow récurrents, New Body Line jouit d'une situation financière solide avec un bilan zéro dette. Cette situation a été davantage consolidée suite à l'augmentation de capital réalisée en 2013 dans le cadre de l'introduction en Bourse (levée de 5.4MDt) et qui n'a pas été, encore, mise à contribution dans son plan de développement.

En effet, durant ces dernières années, la politique d'investissement de New Body Line s'est caractérisée par une certaine inertie. Le vaste plan d'investissement initialement prévu de 5MDt, au moment de l'introduction, n'a pas été engagé et les investissements réalisés se sont limités à l'élargissement du parc de machines existant. L'enveloppe des investissements engagés représente à peine 12% du budget initial.

Dans l'attente de la concrétisation des investissements annoncés, les free cash flow demeurent principalement destinés aux actionnaires. Avec un payout moyen de 64% sur le dernier quadriennat, NBL se classe parmi les titres les plus rémunérateurs de la Place.

Si l'opération d'augmentation de capital réalisée en 2013 a sensiblement dilué le ROE de la société (qui a passé de 78%, en 2012, à 21%, en 2014), il n'en demeure pas moins qu'il a atteint des niveaux attractifs.



### • Prévisions et Perspectives d'avenir :

Comptant rattraper les retards dans son programme d'investissement, le management de la société prévoit d'investir 0.6MDt dans l'extension des capacités de production et dans les activités de recherche et de développement.

Avec un positionnement de niche sur un marché européen très vaste, la société NBL dispose des atouts nécessaires pour réaliser une croissance moyenne de son chiffre d'affaires de 12% sur les trois prochaines années. Une performance qui résulterait de la diversification de la gamme des produits intelligents et de l'élargissement du portefeuille de clients.

Vu sa forte exposition à l'export, la faible volatilité de ses intrants et son positionnement « high tech », New Body Line pourrait réaliser une progression moyenne de sa marge

brute de 13% sur l'intervalle 2014-2017 en la maintenant aux alentours de 63% de son chiffre d'affaires.

Au final, nous tablons sur une croissance du résultat net de 8%, sur le triennat à venir, pour atteindre 2.6MDt d'ici 2017, soit une marge nette de 27%. Un niveau de rentabilité enviable par bon nombre de sociétés de la cote mais qui demeure bien loin des objectifs annoncés dans le BP d'introduction.

### • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Introduit au cours de 8.500Dt, le titre New Body Line a connu un parcours boursier mitigé évoluant au rythme des performances réalisées. Après avoir résisté au cours des deux premiers mois suivant son introduction, la valeur a entamé un trend baissier qui s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année 2013 (baisse de 13%). Le titre s'est largement rattrapé, par la suite, pour cumuler

un gain net de 16% depuis son introduction en Bourse.

Actuellement et avec une capitalisation de 33MDt, le titre New Body Line se traite à des multiples de valorisation intéressants : un PER 2015e de 14.5x et de yield 2015e de 5.5%.

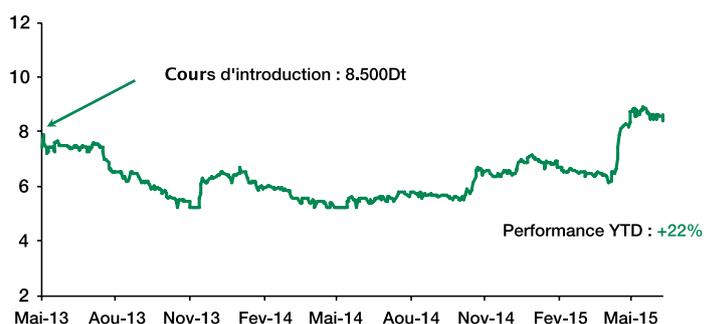
Blue chip du marché alternatif, la société NBL constitue un choix

d'investissement opportun et à profil de risque modéré.

Néanmoins, il convient de souligner que la pérennité de l'entreprise restera tributaire de sa capacité à élargir de manière durable et structurelle son portefeuille de clients et à appliquer le programme d'investissement de son Business Plan d'introduction.

**Nous recommandons l'achat du titre.**

Évolution du cours de New Body Line depuis son introduction en Bourse



### Prévisions de Tunisie Valeurs

Chiffres en KDt	2012	2013	2014	2015e	2016 p	2017 p
<b>Chiffre d'affaires</b>	6 405	5 027	6 754	7 767	8 699	9 569
Variation	20%	-22%	34%	15%	12%	10%
<b>Marge brute</b>	4 070	3 430	4 224	4 904	5 486	6 031
Variation	53%	-16%	23%	16%	12%	10%
Taux de marge brute	64%	68%	63%	63%	63%	63%
<b>EBITDA</b>	2 591	1 569	2 431	2 952	3 374	3 754
Variation	48%	-39%	55%	21%	14%	11%
Marge d'EBITDA	40%	31%	36%	38%	39%	39%
<b>Résultat net</b>	2 535	1 763	2 046	2 256	2 438	2 580
Variation	63%	-30%	16%	10%	8%	6%
Marge nette	40%	35%	30%	29%	28%	27%

## Analyse Valeur - Magasin Général

Rédigé le 03 Juin 2015

**(+)** Conserver

### Des promesses tenues... mais la rentabilité se fait attendre

Depuis sa privatisation en 2007, la chaîne Magasin Général a radicalement changé de visage : remodeling des magasins, nouvelle stratégie commerciale, croissance externe avec le rachat de PROMOGRO.... En quelques années, l'enseigne a surpassé ses deux concurrents pour se classer première dans le secteur de la distribution en termes de chiffre d'affaires.

Si les dernières années ont connu une croissance soutenue des ventes, il n'en a pas été autant au niveau de la rentabilité. Celle-ci reste faible dans l'absolu et par rapport aux efforts d'investissement engagés.

La stratégie commerciale performante mise en place ces dernières années devrait permettre à Magasin Général de mieux tirer profit du potentiel du marché. Néanmoins, les marges devraient rester sous pression avec la guerre des prix qui sévit dans le secteur. La valorisation est relativement chère; **nous recommandons de conserver le titre.**

#### • Présentation du Groupe Magasin Général :

Enseigne étatique historique, Magasin Général a été privatisée en 2007 et rachetée par le consortium privé « Bayahi (51%) - Poulina (49%) ».

Le passage de l'enseigne aux 'mains des privés' s'est parfaitement fait ressentir sur la gestion et les orientations stratégiques : nettoyage 'coûteux' du bilan, remodeling des magasins vieillissants, politique commerciale agressive, amélioration de la productivité, croissance externe avec le rachat de PROMOGRO (2008) et de Batam (2010), lobbying auprès des autorités pour ouvrir le capital à un partenaire étranger (Auchan à hauteur de 10% du capital avec possibilité d'atteindre 15%)... Autant de promesses tenues !

Toutes ces initiatives ont permis à Magasin Général de consolider son positionnement dans le secteur de la grande distribution en Tunisie. En cinq années, l'enseigne est bien montée dans le classement et a devancé ses deux principaux concurrents : Groupe Mabrouk (Monoprix & Géant) et Groupe Chaïbi (Carrefour).

Le groupe MG dispose aujourd'hui de 83 magasins répartis sur tout le territoire, dont 6 Promogro - rebaptisés « MG Maxi » - et une quinzaine de points de vente Batam spécialisés dans le commerce de l'électroménager. En effet,

parallèlement au développement 'organique' du réseau, le déploiement de MG sur les dernières années s'est orienté vers une stratégie de croissance externe (rachat de PROMOGRO et de BATAM) et ce, en raison : (1) des difficultés pour trouver de nouveaux emplacements dans les zones au pouvoir d'achat élevé et (2) du coût exorbitant du foncier dans les grandes agglomérations.

#### • Analyse financière du Groupe Magasin Général :

De 2010 à 2014, et à périmètre comparable, le groupe Magasin Général a doublé son CA, ce qui correspond à une croissance annuelle de 13% (contre 5% pour le groupe Monoprix).

Une évolution fruit d'un plan de rénovation des points de vente et d'une stratégie commerciale agressive, visant à améliorer la visibilité de l'enseigne sur le marché : les promotions et les magasins rénovés attirent les clients !

Les niveaux de marge de MG sont plus faibles que ceux de la concurrence en raison : (1) d'un mix produit moins favorable, dominé par les produits

alimentaires ; (2) d'une stratégie « prix » agressive visant à gagner des parts de marché et (3) de l'existence d'une société de gros dans le périmètre du groupe, qui affiche par essence de moindres marges.

C'est sans doute dans cette optique que le management de MG a décidé de s'attaquer au créneau de l'électroménager, plus rentable, à travers le rachat des points de vente BATAM. Cette stratégie de montée en gamme n'est cependant pas dénuée de risques. La distribution d'électroménager est très concurrentielle en Tunisie avec une forte présence de marché informel. Elle exige une trésorerie conséquente étant donné la forte proportion des ventes à crédit sur ce créneau. D'ailleurs, le management a bien confirmé lors de la dernière AGO les difficultés rencontrées pour assurer un développement - à la hauteur des ambitions - de la marque « nationale » qu'est BATAM.

**Prix :**

**31 DT**

**Capitalisation Boursière**

**356 MDT**

#### MAGASIN GÉNÉRAL / Marché

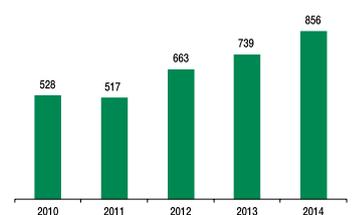
PER <sub>2015e</sub>	43,7	12,7
PER <sub>2016e</sub>	29,8	12,4
P/B <sub>2014</sub>	104	2,2
Yield <sub>2015e</sub>	1,0%	3,2%
Performance <sub>YTD</sub>	-2,7%	11%
ROE <sub>2014</sub>		-32%

**Actionnariat :**

Med Invest Company :	65%
New Corp*	10%
Actionnaires associés :	14%
Public :	11%

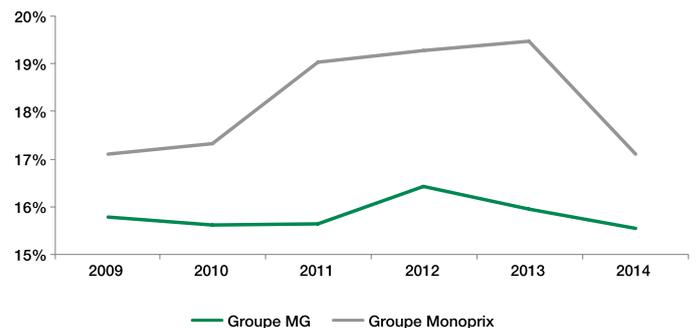
\*Société détenue par AUCHAN

#### Evolution du CA consolidé (en MDT)



**Une enseigne devenue leader du marché en quelques années**

#### Evolution du taux de marge commerciale





	Groupe MG	Groupe Monoprix
Croissance du CA 2010-2014	13%	5%
Nombre de points de vente	82	83
CA/magasin (mDT)	10 443	6 152
Taux de marge commerciale	15,5%	17,1%
Charges de personnel / CA	7,1%	8,1%

L'agressivité commerciale de MG sur le marché - particulièrement visible en 2014 - a eu un effet d'entraînement sur le reste des concurrents qui ont dû sacrifier des points de marge (en l'occurrence Monoprix). A notre avis, cette guerre des prix - dans un marché de plus en plus concurrentiel - ne fait que commencer.

Au niveau de la productivité, l'enseigne a hérité de son statut étatique un problème de sur effectif, situation qui s'est relativement résorbée par l'élargissement du réseau, conformément à ce qui a été promis par le management au lendemain de la privatisation.

La masse salariale représente aujourd'hui 7.1% du CA alors que ce niveau atteignait les 11% en 2007.

Au niveau de la rentabilité nette, le bénéfice de MG reste grevé par deux éléments très spécifiques au groupe :

- **Une charge de goodwill annuelle de 7.4MDT** relative à l'acquisition de PROMOGRO. Cette écriture comptable, qui s'étale sur dix ans, prendra fin au titre de l'exercice 2017. Au-delà de cette échéance, le résultat net du groupe se verra augmenté automatiquement de 7.4 MDT;

- **Des frais financiers importants, qui ont culminé à plus de 14 MDT en 2014 !** Et pour cause, l'endettement du groupe a doublé en cinq ans pour accompagner l'ambitieux plan d'investissement et de rénovation des points de vente - qui aura coûté près de 160 MDT sur la période (2010 - 2014) - et pour financer la constitution d'un stock de foncier imposant de 70 MDT (terrains et constructions).

Ces acquisitions immobilières ont été guidées aussi bien par des opportunités pour de futures implantations que pour dissuader l'arrivée potentielle de concurrents. Le groupe a, par ailleurs, procédé à l'achat d'un terrain dans la zone de Radès pour l'établissement du futur hypermarché; sitôt que les autorisations seront délivrées.

Certes, la trésorerie généreuse a été mise à contribution dans ce plan de développement mais il a fallu compléter par des crédits bancaires (à hauteur de 60%). Le groupe affiche aujourd'hui un niveau d'endettement élevé par rapport à son niveau de fonds propres (dette nette de plus 180 MDT pour des fonds propres de moins de 6 MDT) ! Pour autant, la recapitalisation n'est pas dans les priorités du management.

En tout état de cause, ces efforts d'investissement - qui correspondent à une enveloppe moyenne de 45 MDT/an - ne sont pas encore perceptibles sur la rentabilité du groupe. Le ROCE de Magasin Général est faible dans l'absolu (4%) et comparativement à la concurrence (niveau normatif de 10% pour Monoprix).

#### • Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

Lors de la dernière AGO, le management n'a pas été très explicite sur le plan d'ouverture de magasins sur les prochaines années.

Dans la continuité du trend des dernières années, nous estimons, et sans trop nous hasarder, que le chiffre d'affaires pourrait dépasser la barre symbolique du milliard de

dinars d'ici deux ans. Nous n'avons aucune inquiétude sur le potentiel de croissance du CA du groupe Magasin Général. Celui-ci bénéficie d'une stratégie commerciale de plus en plus performante et le plan de modernisation des magasins devrait permettre à la chaîne de mieux tirer profit du potentiel du marché.

Cependant, notre visibilité est plus réduite sur la capacité de la chaîne à rehausser, de manière significative, ses niveaux de marge sur les prochaines années surtout que jusque là, aucun revirement au niveau du « mix produit » n'est réellement perceptible.

Nos prévisions tablent sur un EBITDA de 56 MDT et 65 MDT respectivement en 2015 et en 2016.

#### • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Depuis la période post privatisation (2008-2009) où le cours de l'action avait connu un parcours spectaculaire, Magasin Général a relativement perdu de son attrait en Bourse. De 2010 à ce jour, le titre n'a évolué 'que' de 22%, soit 4% par an en moyenne.

Soucieux du comportement de l'action en bourse, le management a activement déployé sa politique de rachat d'actions en 2014 (une enveloppe assez conséquente de 6 MDT). Dans ce même état d'esprit 'marché', le conseil d'administration a annoncé le retour des dividendes et ce, après sept longues années de non distribution. La rémunération est certes symbolique (yield de 1%) mais elle a surtout pour but de signaler un changement de cap pour les actionnaires.

Société	Pays	VE/CA <sub>2015e</sub>	VE/EBITDA <sub>2015e</sub>	PER <sub>2015e</sub>
Label Vie	Maroc	0,69	11,6	33,8
Companhia Brasileira de Distribuicao	Brésil	0,31	4,2	13,1
Controladora Comercial Mexicana SAB	Mexique	0,4	4,5	21,5
Cencosud	Chili	0,62	8,9	15,1
Matahari Putra Prima Tbk PT	Indonésie	1,12	16,8	30,5
Massmart Holding	Afrique du Sud	0,37	9,0	21,5
Robinson Retail Holding	Philippines	0,89	11,7	22,0
Future Retail	Inde	0,73	6,6	37,2
Wal Mart Mexico	Mexique	1,31	13,2	23,9
Monoprix	Tunisie	0,8	12,2	30,6
<b>Médiane Pays Emergents</b>		<b>0,71</b>	<b>10,3</b>	<b>23,0</b>
Carrefour	France	0,35	6,7	17,3
Wal Mart	Etats Unis	0,58	7,9	15,3
Woolworths Ltd	Australie	0,6	7,9	14,3
Metro AG	Allemagne	0,23	5,1	15,9
Casino	France	0,6	6,7	14,0
<b>Médiane Pays Développés</b>		<b>0,58</b>	<b>6,7</b>	<b>15,3</b>
<b>Magasin Général</b>	<b>Tunisie</b>	<b>0,56</b>	<b>9,9</b>	<b>46,2</b>

# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

A 31.000 DT, les multiples de valorisation de MG sont relativement élevés comparativement à des sociétés de distribution aussi bien dans des pays développés qu'émergents.

Ces niveaux de valorisation et la marge limitée pour améliorer la rentabilité nous incite à émettre une opinion neutre sur la valeur. Les perspectives restent positives en raison du faible profil de risque du secteur et de la croissance potentielle à moyen terme ; en relation avec les investissements engagés. Valeur à suivre donc.

## Prévisions de Tunisie Valeurs

En mDT	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>663 047</b>	<b>738 660</b>	<b>856 321</b>	<b>993 332</b>	<b>1 132 398</b>
<b>Variation</b>		<b>11%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>
<b>Marge commerciale</b>	<b>108 913</b>	<b>117 712</b>	<b>133 122</b>	<b>154 364</b>	<b>176 654</b>
Taux de marge commerciale	16,4%	15,9%	15,5%	15,5%	15,6%
Charges de personnel	50 594	55 785	60 473	66 521	74 503
Autres charges d'exploitation	45 520	51 537	58 880	66 534	76 515
<b>EBITDA</b>	<b>33 394</b>	<b>33 059</b>	<b>46 687</b>	<b>56 075</b>	<b>65 270</b>
Marge d'EBITDA	5,0%	4,5%	5,5%	5,6%	5,8%
Amortissements & Provisions	27 788	35 171	40 138	45 147	50 431
Frais financiers nets	6 549	9 282	14 192	12 522	14 772
<b>Résultat net</b>	<b>-3 120</b>	<b>-4 580</b>	<b>-4 011</b>	<b>305</b>	<b>1 550</b>
<b>Résultat net retraité du goodwill</b>	<b>4 286</b>	<b>2 826</b>	<b>3 395</b>	<b>7 711</b>	<b>8 956</b>



## Analyse Valeur - UADH

Rédigé le 17 Juillet 2015

(+)

Conserver

### Cap sur une croissance saine

Le pôle Automobile **UADH**, concessionnaire des marques Citroën, Mazda et Renault Trucks s'est introduit en bourse au cours du mois de mai dernier via une opération mixte (cession & augmentation de capital) portant sur un montant de **80MDt**. L'augmentation de capital permettra de rééquilibrer la structure financière du groupe et réduire son niveau d'endettement. Détenue par le groupe Loukil, UADH se présente comme « **un opérateur automobile intégré** », avec une activité de distribution et une activité industrielle de composants automobiles.

Aujourd'hui, le groupe est évalué à **262MDt**, correspondant à un **P/E retraité<sub>2015e</sub> de 18.3x, qui passerait à 14.7x en 2016**.

Compte tenu du programme d'assainissement du groupe et de sa position sur le marché automobile, **UADH nous semble une bonne opportunité d'investissement. Nous recommandons de conserver la valeur.**

Prix :

**7.090 DT**

Capitalisation Boursière

**262 MDT**

UADH / MARCHÉ		
PER <sub>2015E</sub>	18,3	12,6
PER <sub>2016E</sub>	14,7	11,4
P/B <sub>2015E</sub>	3,9	3,0
YIELD <sub>2015E</sub>	0,5%	4,2%
Performance <sub>YTD</sub>	9%	11%
ROE <sub>2014</sub>	33%	

#### • Présentation du Groupe UADH :

La société UADH a été créée en juillet 2013 dans le cadre d'un programme de restructuration juridique du groupe Loukil, visant à réorganiser l'ensemble des sociétés du groupe sous plusieurs Holdings 'métiers'. Dans cette logique, UADH représente le pôle automobile du groupe, constitué de 8 filiales sous 4 marques :

- **La concession Citroën** : Le groupe est l'importateur et le distributeur officiel des véhicules neufs de la marque Citroën depuis 2006. A cette date, la marque détenait à peine 4% de part de marché. Depuis, la stratégie de diversification et de montée de gamme opérée par le groupe a permis une ascension fulgurante de la marque. A fin 2014, Citroën s'accapare une position de leader avec une part de marché de 10,6%.

- **La concession Mazda** : Distributeur officiel de la marque Mazda depuis 1993, le groupe s'était initialement positionné sur le segment utilitaire (4x4 pick up). Peu demandé sur le marché, le groupe s'est repositionné depuis 2011 sur d'autres gammes de véhicules particuliers plus adaptées à la tendance du marché. Un mix produit qui lui a permis d'améliorer son positionnement passant de 1.4% en 2010 à 2.7%. Actuellement, la marque a peu percé, et offre encore un important potentiel de croissance.

#### - Ennakl Véhicules Industries, devenu Loukil Véhicules Industries (LVI) :

En janvier 2015, suite à l'appel d'offres lancé par Al Karama Holding, le groupe Loukil a acquis la totalité du capital de la société Ennakl Véhicules Industries. Rebaptisée Loukil Véhicules Industries, la société est le distributeur officiel des véhicules industriels de la marque Renault Trucks et des chariots élévateurs de la marque TCM. En 2014, la marque Renault Trucks occupe la 3<sup>ème</sup> position sur le segment des véhicules industriels avec une part de marché de 5.8%. Elle est également leader sur les VI > 16 Tonnes avec une part de marché de 21.4%.

- **Le groupe GIF Filter** : Le rachat\* de la société GIF Filter par le groupe Loukil est récent, et remonte à novembre 2013. Société spécialisée dans la fabrication de filtres automobiles, cet investissement a permis au groupe de passer du statut de simple concessionnaire automobile vers celui d'un opérateur automobile intégré. Tout récemment, le groupe a signé un contrat de partenariat avec le constructeur partenaire PSA Peugeot Citroën pour la vente des filtres de la marque GIF en tant que pièces de rechanges. Une première étape, en attendant le passage à la production de première monte.

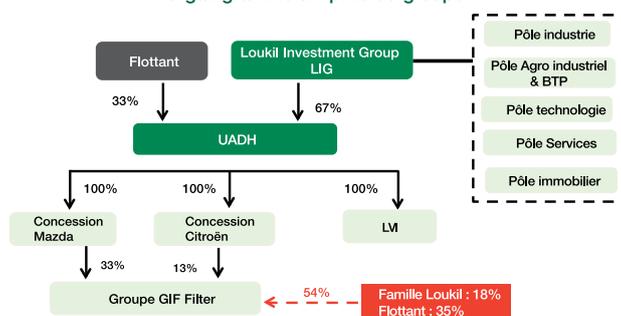
Outre l'activité automobile, le groupe Loukil opère à travers ses 34 filiales

dans différents secteurs d'activité tels que le BTP, l'industrie, le secteur des nouvelles technologies, ou encore l'immobilier... Hormis la société GIF, le groupe Loukil est également actionnaire majoritaire dans une autre société cotée sur la Bourse de Tunis, la société AMS spécialisée dans la robinetterie et articles de ménages.

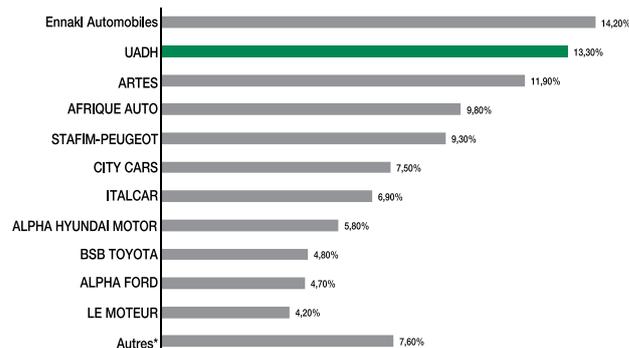
#### Actionnariat :

Groupe Loukil : 67%  
Public: 33%

#### Organigramme simplifié du groupe



#### Parts de marché sur les véhicules légers en 2014



### • Analyse financière du Groupe UADH :

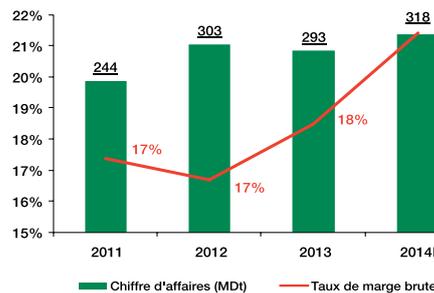
Sur la période 2011-2013, le chiffre d'affaires consolidé a progressé à un rythme moyen de 9% par an et devrait clôturer l'exercice 2014 à 318MDt. La concession Citroën, reste le moteur de croissance du groupe, représentant 59% du CA, une proportion qui est restée stable depuis 2011.

Adossé au deuxième constructeur automobile européen, la marque profite d'une stratégie de «relooking» lancée par le constructeur français depuis 2010 (montée de gamme, voiture plus innovante, introduction de la gamme DS...), et consolide sa position sur le marché avec 5 671 véhicules vendues en 2014.

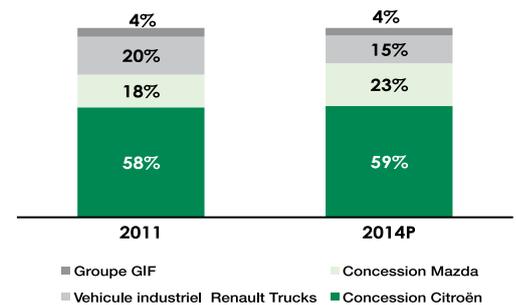
La deuxième source de revenus du groupe est la concession Mazda. Relais de croissance, sa part dans le CA ne cesse de progresser, contribuant aujourd'hui à 23% des revenus du groupe. Une amélioration, fruit d'un repositionnement de la marque sur les gammes citadines et sportives plus adaptées à la tendance de consommation du marché tunisien.

Pour ce qui est des autres activités, elle ont affiché un rythme de croissance quasi stable sur la période.

Globalement la marge brute est en nette amélioration, et s'explique principalement par l'amélioration du mix produit, mais également par l'impact favorable de la fluctuation du YEN Japonais depuis 2013. Le taux de marge brute du groupe devrait atteindre 21.4% en 2014, se comparant favorablement au reste du secteur coté (un taux de marge brute de 17.9% en moyenne).



Structure du CA consolidé



A l'opposé, la rentabilité du groupe est fragilisée par des charges d'exploitation importantes et un fort endettement. Les dettes sont essentiellement des dettes à court terme destinées à financer le BFR du groupe.

Alors que le secteur de la distribution automobile présente généralement un BFR structurellement négatif et une trésorerie confortable, le groupe UADH affiche une dette nette de 50MDt, représentant presque 4x ses fonds propres 2014e. L'augmentation de capital s'avère plus que nécessaire pour renforcer les équilibres financiers du groupe.

En 2013-2014, les bénéfices réalisés par le groupe sont peu significatifs, impactés par des +/- values exceptionnelles :

- 2013 : Une plus value de cession de participation de 10MDt sur le titre SACEM.

- 2014 : Une moins value de cession de 15.3MDt dans le cadre de la restructuration.

Retraité de la moins value exceptionnelle de restructuration, le groupe devrait clôturer l'année 2014 sur une bénéfice de 18.5MDt, représentant une marge nette de 5.8%.

En KDT	2011	2012	2013	2014P
BFR	-33 447	14 089	18 758	-19 065
Fonds propres	15 496	19 025	23 385	14 230
Dette nette	50 008	92 262	101 239	51 259
Gearing	323%	485%	433%	360%
ROE		44%	40%	22%

MDt	2011	2012	2013	2014P
Résultat net part du groupe	1,2	4,3	5,3	3,1
Elements exceptionnels			10,1	-15,3
Résultat retraité	1,2	4,3	-4,8	18,5
Marge nette	0,5%	1,4%	neg	5,8%



### • Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

Avec une enveloppe d'investissements de **23MDt** sur les 5 prochaines années, la stratégie du groupe s'articulera autour de :

**1/ Diversification de la gamme de véhicules commercialisés** en s'orientant vers des modèles plus haut de gamme afin d'optimiser son mix produit.

**2/ Consolidation des parts de marché :** Compte tenu des prévisions de croissance du marché (1 à 2% par an), le groupe prévoit sur la période prévisionnelle une part de marché autour de 11%

Sur la période **2015-2019**, le business plan prévoit une croissance annuelle de 7% du chiffre d'affaires, passant de 357MDt à 474MDt, et une croissance plus importante du résultat net part du groupe de 17% par an.

Parallèlement, la situation financière du groupe devrait s'améliorer à travers cette introduction en bourse. L'augmentation de capital permettra de renforcer les fonds propres et réduire le niveau d'endettement. A partir de 2015, le gearing du groupe devrait afficher un niveau bien plus raisonnable de 44%.

Depuis son introduction en bourse au mois de mai dernier, la valeur UADH a enregistré une performance de 9%, ramenant sa capitalisation boursière à 262MDt soit un **P/E retraité 2015e de 18.3x et un P/E 2016e de 14.7x**.

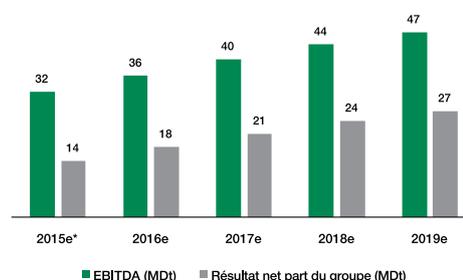
Même si les niveaux de valorisation demeurent moins attrayants que les distributeurs déjà cotés sur le marché, **le groupe UADH présente des atouts qui justifient de conserver une position sur le titre** : un acteur majeur de la distribution automobile, un potentiel de croissance encore à venir sur la concession Mazda, un pôle automobile intégré adossé à un groupe multidisciplinaire et une situation financière post augmentation assainie.

pour la marque Citroën, 3% pour la concession Mazda, et 13% pour les véhicules industriels Renault Trucks (véhicules supérieurs à 16 Tonnes).

### 3/ Renforcement des synergies entre les filiales du Groupe :

Les performances du groupe GIF devraient profiter des potentiels de synergies avec les différentes filiales du pôle UADH, mais également des autres pôles du groupe Loukil : développement de partenariats avec les constructeurs étrangers pour la vente des filtres automobiles et un meilleur accès aux réseaux de distribution du groupe sur les marchés africains permettra de booster l'activité export du groupe.

En mDT	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Concession Citroën	1 106	833	434	1 022	1 065
Concession Mazda	3 617	3 913	1 553	403	406
EVI	724	253	163	173	163
Groupe GIF	2 362	1 517	1 390	1 268	536
<b>Total investissements du groupe</b>	<b>7 809</b>	<b>6 516</b>	<b>3 540</b>	<b>2 866</b>	<b>2 170</b>



\*Le bénéfice 2015 a été retraité d'une moins value de 2MDt provenant de l'opération de restructuration.

### Business Plan du groupe UADH

En Mdt	2011	2 012	2 013	2014P	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TCAM BP
<b>Revenus</b>	<b>244,2</b>	<b>302,9</b>	<b>292,5</b>	<b>318,3</b>	<b>356,7</b>	<b>386,1</b>	<b>416,1</b>	<b>444,4</b>	<b>474,4</b>	<b>7%</b>
<i>Variation</i>		<i>24,0%</i>	<i>-3,4%</i>	<i>8,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>8,2%</i>	<i>7,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,7%</i>	
<i>Aures Auto : Citroën</i>	<i>142</i>	<i>176</i>	<i>178</i>	<i>187</i>	<i>200</i>	<i>212</i>	<i>224</i>	<i>237</i>	<i>251</i>	
<i>Economic Auto : Mazda</i>	<i>43</i>	<i>59</i>	<i>55</i>	<i>72</i>	<i>81</i>	<i>90</i>	<i>99</i>	<i>107</i>	<i>116</i>	
<i>EVI : Renault Trucks</i>	<i>49</i>	<i>56</i>	<i>49</i>	<i>46</i>	<i>62</i>	<i>69</i>	<i>76</i>	<i>82</i>	<i>88</i>	
<i>Groupe GIF</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>12</i>	<i>14</i>	<i>15</i>	<i>17</i>	<i>18</i>	<i>20</i>	
<b>Marge Brute</b>	<b>42,4</b>	<b>50,6</b>	<b>54,0</b>	<b>68,2</b>	<b>66,6</b>	<b>73,3</b>	<b>79,9</b>	<b>86,5</b>	<b>92,6</b>	<b>9%</b>
Taux de marge brute	17,3%	16,7%	18,5%	21,4%	18,7%	19,0%	19,2%	19,5%	19,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>20,3</b>	<b>24,3</b>	<b>25,5</b>	<b>35,8</b>	<b>31,8</b>	<b>35,8</b>	<b>40,0</b>	<b>43,8</b>	<b>46,8</b>	<b>10%</b>
<i>Variation</i>		<i>19,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>40,2%</i>	<i>-11,1%</i>	<i>12,8%</i>	<i>11,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>7,0%</i>	
Marge d'EBITDA	8,3%	8,0%	8,7%	11,2%	8,9%	9,3%	9,6%	9,8%	9,9%	
<b>Résultat net consolidé</b>	<b>1,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>3,5</b>	<b>12,8</b>	<b>18,3</b>	<b>21,7</b>	<b>25,0</b>	<b>27,6</b>	
Quote part des intérêts des minoritaires	0,42	0,52	0,26	0,32	0,45	0,45	0,50	0,55	0,65	
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>1,2</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>3,1</b>	<b>12,4</b>	<b>17,8</b>	<b>21,2</b>	<b>24,5</b>	<b>26,9</b>	
Elements exceptionnels			10,1	-15,3	-1,9					
<b>Résultat net part du groupe retraité</b>	<b>1,2</b>	<b>4,3</b>	<b>-4,8</b>	<b>18,5</b>	<b>14,3</b>	<b>17,8</b>	<b>21,2</b>	<b>24,5</b>	<b>26,9</b>	<b>17%</b>
Marge nette	0,5%	1,4%	neg	5,8%	4,0%	4,6%	5,1%	5,5%	5,7%	

\* Source : Prospectus d'introduction en Bourse



## Analyse Valeur - Tunis Re

Rédigé le 31 août 2015

(+)

Acheter

### Achèvement du processus de recapitalisation

Introduite en Bourse en 2010 dans le cadre de son plan de développement, Tunis Re a finalisé en mai dernier la dernière étape de son processus de recapitalisation portant son capital social à 100MDt.

Grâce au renforcement de son assise financière, Tunis Re est bien armée pour préserver son positionnement sur le marché local et conquérir de nouveaux marchés étrangers.

Bien que son actionnariat soit à moitié 'étatique', la gestion de Tunis Re s'apparente plus à une société privée. La qualité de son portefeuille, la conformité de ses ratios avec les standards internationaux, ainsi que sa capacité bénéficiaire confortable sont autant d'arguments qui nous confortent dans notre opinion positive sur le titre.

La recapitalisation de la société opérée récemment devrait donner un nouvel élan à la société pour concrétiser ses projets de développement. En 2016, la compagnie devrait atteindre un nouveau palier de résultats qui lui permettrait de renforcer son internationalisation et concurrencer ses homologues étrangers.

#### • Présentation de Tunis Re:

Créée à l'initiative des pouvoirs publics en 1981, Tunis Re est pionnière dans le secteur de la réassurance en Tunisie. Grâce à sa notoriété et sa bonne connaissance du secteur, elle est leader avec 16 % de part de marché. Son activité de base consiste à couvrir les risques cédés par les sociétés d'assurance moyennant la réception d'une prime.

Tunis Re est la seule société en Tunisie qui fait uniquement de la réassurance, les autres sociétés présentes sur le marché sont à la base des sociétés d'assurance qui font accessoirement de la réassurance.

Outre son bon positionnement sur le marché local, Tunis Re est active à l'international. Son portefeuille d'activités s'étale sur différentes zones géographiques, notamment les pays arabes, le Maghreb, l'Afrique, l'Europe et l'Asie.

Face à l'étroitesse du marché tunisien, la compagnie de réassurance a fait le choix de s'orienter davantage à l'export et a ouvert en 2012, un bureau de représentation en Côte d'Ivoire afin de pénétrer le marché de l'Afrique Sub Saharienne. Actuellement, la structure du chiffre d'affaires est beaucoup plus équilibrée (37% des ventes est destinée à l'export contre 31% 5 ans plus tôt).

#### • Analyse financière de Tunis Re :

Si l'on fait le bilan de la compagnie de réassurance Tunis Re cinq ans après son introduction en Bourse, le constat est plutôt mitigé :

- **Sur le plan stratégique**, la compagnie a atteint ses objectifs : recapitalisation par le biais d'une injection de plus 110MDt via la Bourse en trois temps (2010, 2012 et 2015 ), maintien de sa notation, consolidation de sa position sur le marché local, renforcement de sa présence internationale.

- **Sur le plan financier**, le bilan a été moins glorieux, les résultats de la compagnie étaient en deçà des attentes. Eh pour cause! Les dégâts engendrés par les événements post révolution (estimés à 5MDT pour Tunis Re) ont perturbé la rentabilité financière du réassureur, qui n'a retrouvé ses niveaux d'avant révolution qu'à partir de 2013.

Côté chiffres, la compagnie a enregistré sur la période 2009-2014 une croissance annuelle de 10% des primes acceptées effleurant la barre des 100MDt, une croissance émanant davantage des marchés internationaux notamment les pays africains et du Golfe.

La croissance du top line a été accompagnée par un effort dans la rétention des primes. Rappelons

que la société de réassurance, pour réduire son exposition au risque, cède les branches les plus sinistrées telles que l'aviation à d'autres sociétés de réassurance étrangères. Ce principe de rétrocession la met, certes, à l'abri de pertes exceptionnelles, mais constitue un manque à gagner conséquent en cas de non survenance de sinistres. La performance des compagnies de réassurance est, évidemment, de bien arbitrer entre la nature des contrats et le taux de cession. Ce dernier a baissé de 50% en 2009 à 45% en 2014 permettant à Tunis Re d'améliorer sa rentabilité technique passant, de 0.7MDt en 2009 à 1.9MDt en 2014.

Malgré cette amélioration, les niveaux de marges de la compagnie restent globalement en deçà de la moyenne de l'industrie.

Cependant, à l'instar des compagnies d'assurances, Tunis Re arrive à compenser 'la volatilité' de l'activité technique par les revenus de placements.

Dotée d'une assise financière dépassant des 250MDt à fin 2014, le réassureur profite d'une enveloppe généreuse de produits financiers dépassant les 12MDt et permettant d'afficher un résultat net de 11.7MDt pour 2014 (contre 5MDt en 2009).

**Prix :**

**8.340 DT**

**Capitalisation Boursière**

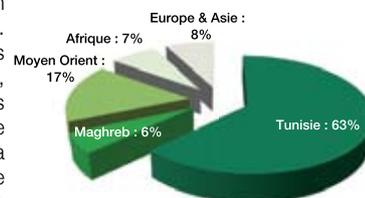
**166 MDT**

TUNIS RE / Marché		
PER <sub>2015e</sub>	11.8	13.0
PER <sub>2016e</sub>	10.4	12.2
P/B <sub>2015e</sub>	0.9	1.8
Yield <sub>2015e</sub>	6.0%	3.3%
Performance <sub>YTD</sub>	-11.0%	7.9%
ROE <sub>2015e</sub>	9.3%	

**Actionnariat :**

BNA :	16.3%
STAR :	14.6%
COMAR :	11.6%
Autres actionnaires :	57.5%

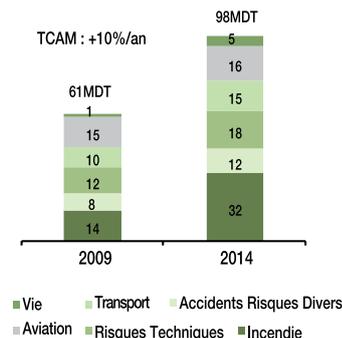
**Structure du CA par pays**



**Plan de recapitalisation de Tunis Re (113 MDT levés sur la Bourse)**

2009 : Introduction en Bourse	14MDt
2012 : Levée de	60MDt
2015 : Levée de	39MDt

**Evolution de la structure du chiffre d'affaires de Tunis Re entre 2009 et 2014**





Des résultats qui devraient s'améliorer davantage grâce à l'augmentation de capital (39MDt d'injection de fonds), réalisée récemment par la compagnie en guise de dernière étape du plan de recapitalisation annoncé lors de son introduction en Bourse.

**• Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :**

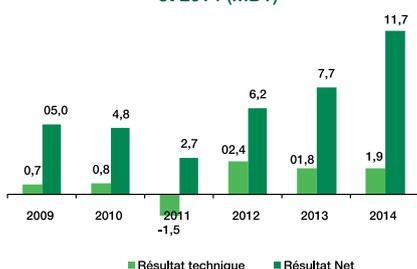
La recapitalisation de la société s'inscrit dans le cadre du renforcement des fonds propres afin de :

- se préparer au projet de loi en cours qui a fixé le capital minimum réglementaire des réassureurs à 100MDt
- maintenir sa notation (B+ par AM Best) afin de pouvoir conquérir de nouveaux marchés étrangers
- élargir la capacité de souscription de la société avec des fonds propres plus solides qui atteindraient les 185MDt à l'issue 2015.

Tunis Re semble sur la bonne voie pour retrouver un nouveau palier de résultats. Etant plus prudents que le business plan présenté par le management, nous pensons que d'ici 2016, la compagnie devrait être en mesure d'afficher un bottom line de 16MDt, résultant de l'amélioration du taux de sinistralité et des produits financiers.

Grâce à cette capacité bénéficiaire assez confortable, la rentabilité de la compagnie devrait atteindre des niveaux plus corrects (ROE de 9% contre une moyenne de 11% pour le secteur) mettant fin à une faiblesse qui a longuement altéré notre appréciation sur la compagnie.

**Evolution du résultat technique et net entre 2009 et 2014 (MDT)**



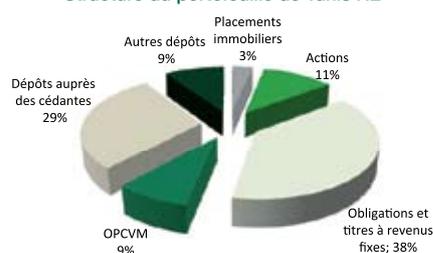
- Une croissance des résultats émanant principalement de l'activité financière.
- Grâce au doublement de l'enveloppe des placements, les produits financiers sont passés de 5MDt à 12MDt entre 2009 et 2014.

**• Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :**

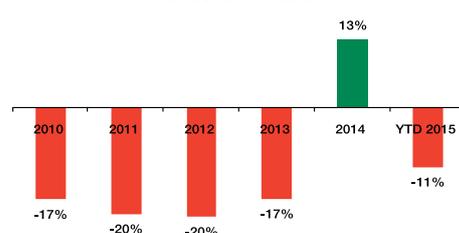
Depuis son introduction en Bourse le parcours boursier du titre Tunis Re n'a pas été fameux, le titre a enchaîné 4 années de baisses successives pour enfin renouer avec la croissance en 2014. La contre performance du titre est surtout justifiée par un contexte 'post révolution' de plus en plus difficile qui a plombé la rentabilité de la compagnie.

Actuellement, Tunis Re traite à une capitalisation de 166MDt, correspondant à 0.8x son Actif Net Réévalué, une valorisation attrayante à nos yeux eu égard le potentiel futur de la compagnie. Ajouté à une rémunération généreuse pour son actionnaire (yield de 6.3%), nous recommandons le titre à l'Achat.

**Structure du portefeuille de Tunis RE**



**Parcours boursier du titre Tunis Re depuis son introduction en Bourse**



**Prévisions de Tunisie Valeurs**

en MDT	2013	2014	2015e	2016e
Primes acquises nettes	41,186	51,312	54,217	57,555
croissance	2%	25%	6%	6%
Charges de sinistres	20,869	29,568	27,133	28,598
croissance	-4%	42%	-8%	5%
<b>Résultat technique</b>	<b>1,848</b>	<b>1,906</b>	<b>5,494</b>	<b>6,195</b>
croissance	-23%	3%	188%	13%
Marge technique	4,5%	3,7%	10,1%	10,8%
Produits des placements	9,902	12,586	13,559	15,671
croissance	32%	27%	8%	16%
Charges de placements	3,448	3,083	3,237	3,399
croissance	51%	-11%	5%	5%
Autres produits non techniques	12,99	13,181	15,55	16,14
Autres charges non techniques	10,55	9,662	13,22	14,05
Impôt	1,252	1,378	2,106	2,406
<b>Résultat Net</b>	<b>7,673</b>	<b>11,691</b>	<b>14,095</b>	<b>16,101</b>
croissance	24%	52%	21%	14%
Marge nette	19%	23%	26%	28%

## Secteur immobilier

Rédigé le 02 Septembre 2015

### Tous les chemins mènent vers un investissement immobilier

Si, cinq années après la Révolution, la Tunisie n'a pas réussi à mettre son économie sur les rails, le secteur immobilier a connu un essor considérable.

Profitant d'une demande abondante, le nombre de promoteurs privés a considérablement augmenté accentuant la fragmentation du marché. En absence de promoteurs d'envergure capables de couvrir tous les segments du marché, les promoteurs privés ont préféré cibler les grandes villes côtières tout en délaissant le segment social.

Même en période de crise, les prix de l'immobilier ont continué leur envolée, confirmant le statut défensif du secteur. Cette progression des prix trouve son origine dans la flambée des coûts des intrants et dans l'attachement des tunisiens à la « Pierre ».

Bénéficiant d'un réel regain d'intérêt pour l'immobilier, notamment après la Révolution les sociétés cotées du secteur disposent de tous les atouts pour séduire : Une assise foncière de qualité, l'adossement à des groupes bancaires, et surtout, un canal permanent de ressources via le marché financier.

#### Le secteur immobilier en chiffres

- 2758 promoteurs agréés dont
- 250 réellement actifs
- 79 000 logements/an dont 43% non autorisés (marché informel)
- Promotion privée: 22% de l'offre de logements
- 21% du total des concours à l'économie.

\* Source : Etudes du Ministère de l'Équipement, de l'Aménagement du Territoire et du développement Durable, 2014

#### • Rôle du secteur dans l'économie tunisienne :

Véritable fleuron de l'économie nationale, le secteur immobilier revêt, depuis toujours, une dimension économique et sociale.

Ciblant, dans un premier lieu, les ménages, l'industrie de l'immobilier répond à un besoin prioritaire des tunisiens qui est l'accès à la propriété. Souvent considéré comme un facteur de bien-être et de réussite sociale, l'accès à la propriété absorbe environ 24% des dépenses des ménages, constituant ainsi, le deuxième plus grand poste de dépenses après l'alimentation.

Outre sa dimension sociale, le secteur immobilier joue un rôle clé dans l'économie nationale. Véritable locomotive de développement, l'industrie du logement crée des emplois, mobilise l'épargne, génère des recettes fiscales et stimule des effets d'entraînement sur d'autres industries.

#### • Caractéristiques de l'offre immobilière :

Depuis plusieurs années, le secteur immobilier connaît un développement sans précédent. Le nombre de promoteurs immobiliers est passé de 70 en 1994 à plus de

2700 reconnus par l'Etat en 2014, mais à peine 250 promoteurs sont «réellement actifs» sur le marché. Malgré la lourdeur administrative pour l'obtention des autorisations, l'ouverture du marché aux étrangers, notamment, les libyens a contribué également à cette véritable explosion en matière de construction.

Dans un marché fortement atomisé marqué par l'absence d'institutionnels d'envergure et le manque de réactivité des promoteurs publics, l'auto-construction a trouvé un terrain propice à son développement. Pour une production annuelle de 45 000 logements « formels » par an, l'auto-promotion s'accapare la part du lion : 76% du total de l'offre devançant, ainsi, les promoteurs privés et publics. Autre caractéristique, et non des moindres, du marché immobilier est le poids grandissant de la composante informelle (sans autorisation préalable). Sa part dans l'offre globale de logements est passée de 30% en 2010 à 46% après la Révolution.

Selon une étude publiée par le Ministère de l'Équipement, de l'Aménagement du Territoire et du Développement Durable en Octobre 2014, l'atomicité des promoteurs privés ne leur permet pas de couvrir tous les segments du marché

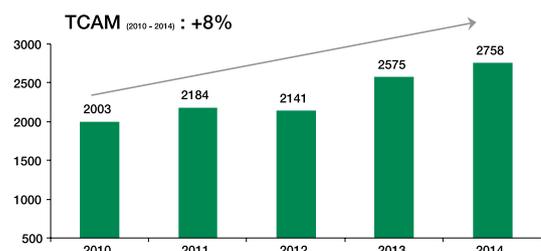
ni d'intervenir sur l'ensemble du territoire.

Concentrée dans les grandes villes côtières, l'offre des promoteurs privée cible, principalement, le segment moyen et haut standing aux dépens de l'économique et du social.

#### Structure de l'offre «formelle» de logements

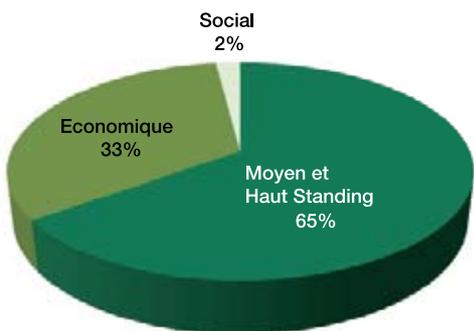


#### Évolution du nombre de promoteurs immobiliers entre 2010 et 2014

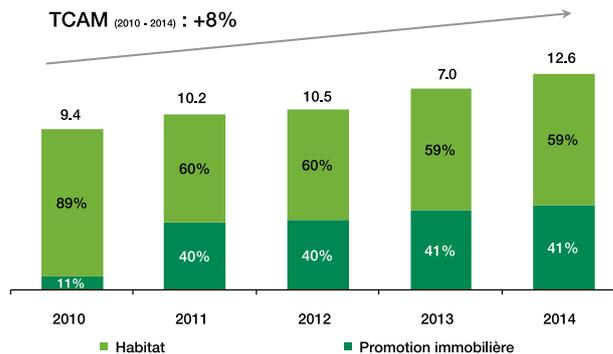




Répartition de l'offre de logements par segment



Évolution des financements bancaires destinés au secteur immobilier en milliards de dinars



Les banques constituent le premier partenaire du secteur immobilier, finançant aussi bien les promoteurs immobiliers que les acquéreurs.

Sur l'intervalle 2010 - 2014, le système bancaires a consacré en moyenne 21% de ses financements au secteur. Malgré la fin du monopole de la Banque de l'Habitat, au début des années 2000, la banque demeure le premier bailleur de fonds des promoteurs immobiliers avec une part de marché de 23% en 2014 et continue à entretenir son leadership dans le foncier.

**• Bulle immobilière: Mythe ou Réalité ?**

Dans un contexte économique délicat marqué par la montée des incertitudes et l'aversion au risque, le secteur immobilier a confirmé son rôle de secteur défensif. Profitant d'une demande qui «semblerait» supérieure à l'offre et d'un afflux massif des libyens, l'immobilier a figuré parmi les classes d'actifs les plus rentables du pays, ses dernières années.

En l'absence d'un baromètre mesurant avec précision l'évolution des prix des actifs immobilier, l'examen de l'«Argus immobilier» dans les principales villes côtières

révèle une croissance des prix de 35% entre 2010 et 2013. Face à cette envolée spectaculaire des prix, plusieurs experts soutiennent l'idée d'une bulle immobilière pointant du doigt la spéculation.

À notre avis, rien ne préjuge de l'éclatement d'une bulle immobilière en Tunisie. Nous pensons que l'essentiel de la hausse des prix est lié à l'existence de plusieurs facteurs structurels qui perturbent l'équilibre du marché. Parmi ces facteurs nous citons : l'épuisement des réserves foncières dans les périphéries urbaines, la hausse vertigineuse des prix des matériaux de construction accélérée par la levée de la subvention sur le ciment et la rareté de la main d'oeuvre. Tous ces éléments sont de nature à écarter l'idée de l'éclatement imminent d'une Bulle immobilière.

**• Immobilier coté: La symbiose de la « Pierre » et du « Papier »**

En dépit du nombre important de promoteurs immobiliers que compte le secteur, celui-ci demeure faiblement représenté sur la Bourse de Tunis avec seulement 3 sociétés cotées: SIMPAR (filiale de la BNA), ESSOUKNA (filiale de la SIMPAR) et SITS (société immobilière Tuniso-Saoudienne) avec une capitalisation

boursière globale de 106MDt, soit à peine 1% de la capitalisation totale du marché.

Bénéficiant d'un réel regain d'intérêt pour le foncier notamment après la Révolution, les sociétés cotées du secteur ont affiché une résistance salutaire comparée à l'ensemble du marché. Sur la période 2011 - 2014, l'immobilier coté a cru de 35% contre une baisse de 0.4% pour l'indice Tunindex. Une performance qui aurait été bien plus élevée, si le secteur ne pâtissait pas d'une liquidité limitée. Caractéristique inhérente à l'activité foncière, la non récurrence des revenus est souvent perçue comme un signal négatif par le marché, biaisant, ainsi, le comportement des valeurs en Bourse. Nous estimons que le résultat net n'est pas un indicateur de performance pertinent pour les sociétés immobilières et qu'il faudrait, plutôt, les évaluer en se fiant à leur patrimoine foncier.

Aujourd'hui, les trois acteurs cotés de la filière comptent à leur actif un stock foncier total d'une valeur au livre de plus de 280MDt à fin 2014. Avec un patrimoine foncier aussi important et une valorisation attractive (un multiple P/ANR 2014 de 0.4x), les perspectives de l'immobilier coté s'annoncent prometteuses. **Nous recommandons un positionnement sur le secteur.**

Principaux indicateurs boursiers au 01/09/2015

	Capitalisation en MDt	PER 2015e	P/B 2014	P/ANR 2014	Yield 2014	Yield 2015e	Performance au 01/09/2015
SIMPAR	48	10,1	0,6	0,4	3,1%	3,4%	-17,9%
ESSOUKNA	24	8,1	0,7	0,5	4,2%	4,9%	-19,1%
SITS	33	13,9	0,9	0,6	4,7%	4,7%	+12,6%
<b>Secteur coté</b>	<b>106</b>	<b>10,4</b>	<b>0,75</b>	<b>0,4</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>-10,8%</b>

P/B : capitalisation rapportée aux fonds propres comptables  
ANR : Actif Net Réévalué



## Analyse Valeur - SIMPAR

Rédigé le 02 Septembre 2015

**(+)** Acheter

### Tout l'attrait de la « pierre - papier »

Au cœur de la dynamique du secteur immobilier, le groupe SIMPAR s'est imposé comme un acteur incontournable de la promotion immobilière.

Disposant des bons leviers de croissance (une stratégie de diversification géographique, une intégration poussée des métiers du développement immobilier, une assise foncière conséquente), le groupe est bien armé pour sortir d'une période creuse de l'immobilier.

Dans le sillage de résultats 2014 décevants, le titre SIMPAR a subi une importante correction de 18% depuis le début de l'année. Une réaction qui nous paraît « disproportionnée » comparativement aux fondamentaux actuels du groupe et à sa capacité à retrouver une bonne dynamique de croissance dans les années à venir.

Traitant à 0.4x son Actif Net Réévalué 2014, le titre SIMPAR recèle un important potentiel de revalorisation sur le marché.

Compte tenu des fondamentaux solides de la SIMPAR, de son appartenance à un secteur défensif et de sa valorisation attractive, nous recommandons un positionnement à l'«Achat» sur la valeur.

**Prix :**  
**43.650DT**

**Capitalisation Boursière**  
**48 MDT**

#### RATIOS BOURSIERS AU 01/09/2015

	SIMPAR	IMMOBILIER COTE *
PER <sub>2015e</sub>	10.1x	10.4x
P/B <sub>2014</sub>	0.7x	0.8x
P/ANR <sub>2014 **</sub>	0.4x	0.4x
Yield <sub>2014</sub>	3.1%	3.9%
Yield <sub>2015e</sub>	3.4%	4.2%
Performance <sub>YTD</sub>	-17.9%	-10.8%

(\*) : L'échantillon du secteur immobilier coté tient compte des sociétés ESSOUKNA, SIMPAR et SITS,  
(\*\*) : Actif Net Réévalué.

#### • Présentation du groupe :

Bras immobilier de la BNA et leader incontesté de la promotion immobilière tunisienne, SIMPAR est un groupe de douze sociétés opérant dans deux principaux métiers :

• **La promotion immobilière :** Cœur de métier historique du groupe, l'activité génère plus de 97% de ses produits d'exploitation. Cumulant plus de quatre décennies d'expérience dans le développement immobilier, SIMPAR se distingue, aujourd'hui, comme étant un des promoteurs les plus actifs et les

plus intégrés dans les différents métiers de l'immobilier (Promotion, location, lotissement et engineering des projets immobiliers), ce qui réduit sa dépendance vis-à-vis des sous-traitants. L'existence de plusieurs sociétés exerçant le même métier dans le groupe est motivé, d'une part, par la quête du dégrèvement fiscal et, d'autre part, par la recherche de synergies, résultant des achats regroupés de terrains et de la réalisation de projets conjoints.

• **La prise de participation :** Le groupe exerce à titre accessoire l'activité de placement.

Contribuant faiblement à ses revenus, cette activité lui permet de se distinguer par rapport aux promoteurs «purs» et de jouer la carte de la diversification patrimoniale.

Si l'activité de SIMPAR reste dominée par le logement résidentiel au détriment de l'immobilier commercial, l'opérateur immobilier s'est orienté, depuis quelques années, vers la diversification de son offre de produits en élargissant sa couverture géographique et en intervenant sur tous les segments de la promotion immobilière.

#### Actionnariat :

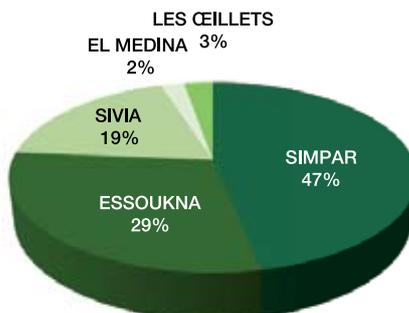
BNA :	30%
C.T.A.M.A :	11%
Société Zied :	10%
Autres actionnaires :	49%

**Axant son activité sur la promotion immobilière, SIMPAR tire sa force de la complémentarité de ses métiers.**

Structure des revenus du groupe SIMPAR en 2014



Contribution des entités du groupe dans le chiffre d'affaires consolidé en 2014



**Une stratégie de diversification qui dote le groupe SIMPAR d'une plus grande flexibilité en matière de choix du standing**



**• Analyse financière du groupe:**

Après avoir enchaîné trois années consécutives de croissance, l'activité du groupe SIMPAR a connu un net ralentissement en 2014. Suite à la décélération des projets arrivant au stade de la commercialisation, les ventes du groupe ont enregistré un fléchissement de 37% à 55MDt; un niveau non atteint par le groupe depuis 2010.

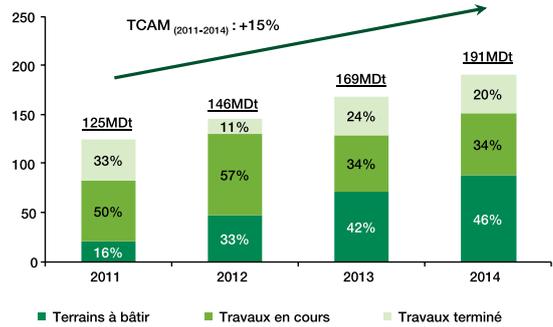
Les résultats de SIMPAR reposent en grande partie sur le contrôle de la facture d'approvisionnement. Malgré le renchérissement du coût des matières premières et des terrains, le groupe a pu dégager des niveaux de marge appréciables.

En activant le levier des synergies, le promoteur immobilier a réussi à améliorer sensiblement sa rentabilité commerciale. Avec un pic en 2014, la marge brute de la SIMPAR s'est établie à 38%, en moyenne, sur les quatre dernières années; un niveau qui se compare favorablement à l'industrie.

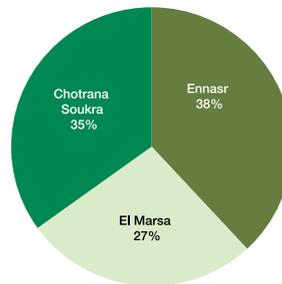
Grâce au soutien financier de son actionnaire de référence, la BNA, SIMPAR jouit d'un accès privilégié aux lignes de crédit bancaires lui permettant de maintenir le coût de sa dette à des niveaux acceptables et de ménager sa capacité bénéficiaire. Avec un ROE moyen de 15% sur l'intervalle 2011-2014, SIMPAR affiche une rentabilité respectable.

Pour avoir une meilleure réactivité par rapport au contexte économique, SIMPAR a mis en place une stratégie visant à équilibrer son portefeuille. Pour ce faire et en vue de limiter son exposition sur une seule région, SIMPAR s'est orientée à élargir le spectre de sa présence géographique. C'est dans ce cadre que s'inscrit le renforcement de la participation stratégique du groupe dans le capital d'une société de promotion touristique, opérant dans le sud du pays. Avec ses réserves foncières conséquentes de 70 hectares sur les côtes de Zarzis, cette firme pourrait contribuer à la reconfiguration de l'offre du groupe SIMPAR vers l'immobilier commercial et le lotissement de terrains, à moyen terme.

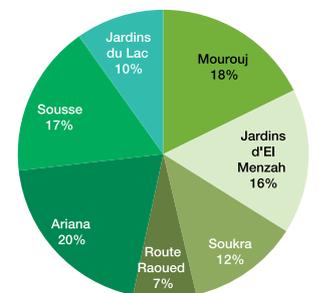
**Évolution des réserves foncières du groupe SIMPAR sur la période 2011-2014**



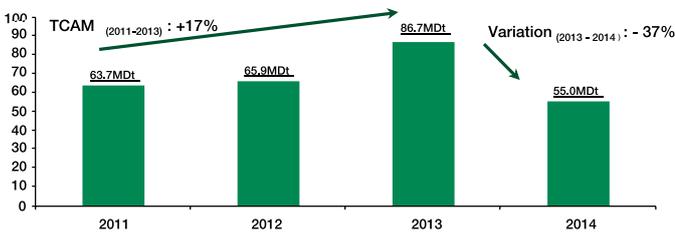
**Répartition des projets en cours de construction de la société mère par zone géographique à fin 2014**



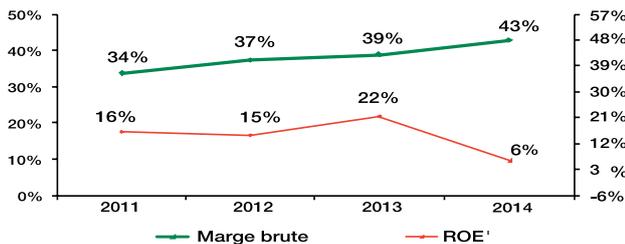
**Répartition des projets en cours de construction de la société mère par zone géographique à fin 2014**



**Évolution du chiffre d'affaires du groupe sur l'intervalle 2011 - 2014**



**Évolution de la marge brute et du ROE du groupe SIMPAR sur la période 2011 - 2014**



Combinant plusieurs projets à différents stades d'avancement, le groupe SIMPAR renforce annuellement ses réserves foncières par des terrains bien situés dans les principales villes du pays. D'une valeur d'acquisition de plus de 190MDt, l'assiette foncière actuelle est constituée à hauteur de 46% par des terrains dont l'utilisation devrait, aisément, couvrir les développements futurs du promoteur.

Pour accompagner l'accélération du rythme de lancement des projets générant des pressions sur la trésorerie, la dette nette du groupe a suivi un trend haussier, augmentant de 15% en moyenne sur les quatre dernières années pour franchir le cap de 100MDt à fin 2014. Avec un gearing de 113%, SIMPAR affiche l'endettement le plus élevé parmi les promoteurs cotés.

La structure financière du groupe SIMPAR est typique d'une société immobilière avec un fort appétit à

Toutefois, cette situation nous semble peu alarmante vu la nature fortement capitalistique de l'activité immobilière.

Le principal bémol du groupe SIMPAR réside dans la qualité de son portefeuille de participations. Portant sur une enveloppe de 31MDt, les participations du groupe sont davantage motivées par la quête du dégrèvement fiscal que par une recherche de rentabilité intrinsèque. Dégageant un rendement moyen de 1% en 2014, les participations de SIMPAR sont dans la plupart des cas peu profitables.

### • Prévisions et perspectives d'avenir :

Traversant une période creuse de l'immobilier, le groupe SIMPAR sort d'une année de vache maigre dans laquelle le promoteur n'a pas pu exprimer sa pleine capacité. Nous pensons que cette tendance ne devrait pas perdurer, eu égard à l'importance de son assise foncière.

Selon nous, le tournant stratégique de SIMPAR vers la diversification géographique et l'accélération des livraisons dans les projets en cours de construction (concentrant actuellement 34% du stock foncier total), devraient lui assurer un développement serein dans les années à venir.

Confiants sur les perspectives d'avenir du groupe, nous estimons que le patrimoine foncier actuel sécuriserait aisément les ventes des trois prochaines années. Ainsi, nous tablons sur un chiffre d'affaires moyen de 60MDt sur l'intervalle 2015 - 2017.

Du côté de la rentabilité, nous croyons que la SIMPAR est bien outillée pour dégager un Bottom Line moyen de 5MDt, soit une marge nette de 11%.

### • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

À l'instar de toutes les valeurs immobilières, le titre SIMPAR a longtemps souffert d'une liquidité réduite entravant la progression du cours en bourse. Après avoir réalisé un parcours boursier timide en 2014 (+9%), le titre SIMPAR a connu un revers, en 2015, perdant 18% de sa valeur dans le sillage de résultats 2014 décevants.

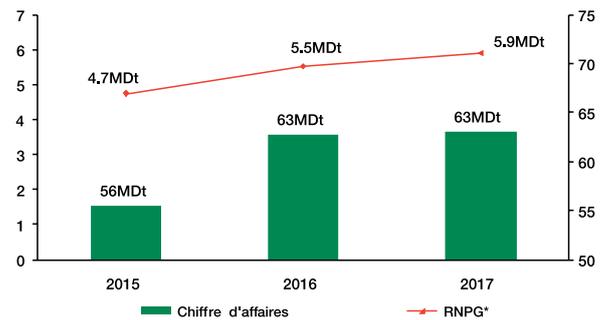
Face à la baisse « cyclique » de l'activité, la réaction du marché nous semble disproportionnée comparativement à la solidité financière du groupe et à la qualité de ses réserves foncières.

Tenant compte des spécificités de l'activité immobilière, la valorisation du groupe SIMPAR devrait davantage se fonder sur le patrimoine foncier et non sur les résultats nets dont l'évolution est, de nature, erratique. Avec une capitalisation de 48MDt, le titre s'échange à 0.4x son Actif Net Réévalué 2014, un niveau de valorisation attrayant qui laisse un important potentiel de revalorisation pour le titre, pour un faible profil de risque.

Compte tenu de la solidité des fondamentaux actuels du groupe SIMPAR, de son statut d'opérateur immobilier intégré, de son adossement à un groupe financier solide et de sa valorisation intéressante, la SIMPAR se veut un titre incontournable pour tout investissement immobilier.

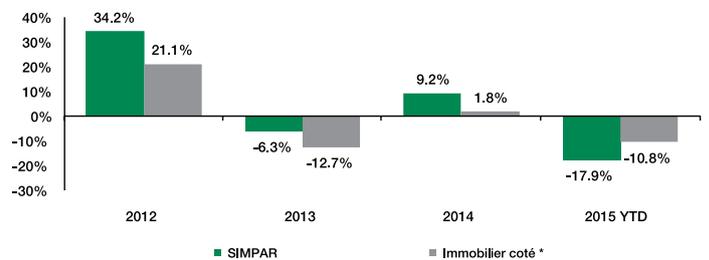
**Nous maintenons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.**

Prévisions du chiffre d'affaires et du résultat consolidé\* de SIMPAR sur l'intervalle 2015 - 2017



(\*) : Résultat Net Part du Groupe  
Source : Tunisie Valeurs

Performance du titre SIMPAR Vs immobilier coté\*



(\*) : L'échantillon du secteur immobilier coté tient compte des sociétés ESSOUKNA, SIMPAR et SITS.

### Prévisions de Tunisie Valeurs

Chiffres en KDt	2012	2013	2014	2015e	2016p
<b>Chiffre d'affaires</b>	65 941	86 687	54 999	55 521	62 784
<b>Variation</b>	3%	31%	-37%	1%	13%
<b>Marge brute</b>	24 578	33 736	23 628	22 764	24 486
<b>Taux de marge brute</b>	37%	39%	43%	41%	39%
<b>EBITDA</b>	16 610	27 214	16 152	15 690	17 092
<b>Variation</b>	10%	64%	-41%	-3%	9%
<b>Marge d'EBITDA</b>	25%	31%	29%	28%	27%
<b>Résultat net part du groupe</b>	7 425	12 654	4 395	4 744	5 522
<b>Variation</b>	2%	70%	-65%	8%	16%
<b>Marge nette</b>	14%	18%	10%	10%	11%



## Analyse Valeur - ESSOUKNA

Rédigé le 02 Septembre 2015

(+)

Acheter

### Un rebond à l'horizon

Dupliquant le business model de sa société mère, ESSOUKNA est un groupe de quatre sociétés opérant dans le domaine de la promotion immobilière et de la prise de participations.

Opérant dans un secteur cyclique, l'activité d'ESSOUKNA a connu une baisse de régime au cours de l'exercice 2014, qui est fort susceptible de se poursuivre vu l'épuisement de son stock de projets achevés.

Confiants sur les perspectives d'avenir du groupe, nous estimons que ce fléchissement ponctuel de l'activité ne pourrait altérer la solidité du business model du promoteur immobilier. Le stock foncier actuel et la qualité des projets dans le pipe laissent augurer une forte probabilité de rattrapage en 2016.

En Bourse, le titre a subi une forte correction (-19%) qui intègre, selon nous, cette baisse pressentie de l'activité. Avec une capitalisation de 24MDt, ESSOUKNA traite à 0.5x son Actif Net Réévalué; un niveau de valorisation attractif comparé à la filière cotée.

Compte tenu de ses fondamentaux solides et de ses réserves foncières conséquentes, nous réitérons notre opinion positive sur le titre ESSOUKNA. Son bon rendement en dividendes (Yield 2015e de 4.9%) et son statut de valeur défensive plaident en faveur d'un positionnement sur la valeur.

Prix :

**4.850 DT**

Capitalisation Boursière

**24 MDT**

#### RATIOS BOURSIERS AU 01/09/2015

	ESSOUKNA	IMMOBILIER COTÉ*
PER <sub>2015e</sub>	8.1x	10.4x
P/B <sub>2014</sub>	0.8x	0.8x
P/ANR <sub>2014**</sub>	0.5x	0.4x
Yield <sub>2014</sub>	4.2%	3.9%
Yield <sub>2015e</sub>	4.9%	4.2%
Performance <sub>YTD</sub>	-19.1%	-10.8%

(\*): L'échantillon du secteur immobilier coté tient compte des sociétés ESSOUKNA, SIMPAR et SITS.

(\*\*): Actif Net Réévalué.

#### • Présentation du groupe :

Filière de la SIMPAR, elle-même dans le giron de la BNA, ESSOUKNA est active dans le domaine de la promotion immobilière et exerce, à titre accessoire l'activité de placement.

Appartenant à un groupe immobilier d'envergure, ESSOUKNA occupe une place de choix dans le paysage immobilier tunisien. Depuis sa création, le groupe a participé à l'édification de plusieurs projets immobiliers essentiellement basés dans le Grand Tunis, zone qui lui offre le plus grand potentiel de croissance.

Peu présent sur le segment commercial, le groupe a fait le choix stratégique de se positionner sur le segment « logement » en répartissant

son offre de produits entre deux niveaux de standing : l'Économique & Social, d'une part, le moyen Haut standing d'autre part.

Si les segments Économique & social représentent la part la plus importante dans les revenus d'ESSOUKNA, sa rentabilité ne s'en trouve pas moins compromise. Grâce aux mécanismes de financements disponibles (Foprolos, épargne logement) qui soutiennent une forte demande pour ce type de produits, le groupe a pu réaliser des niveaux de rentabilité confortables.

Pour contrecarrer la non récurrence de son activité, le groupe a mis en place un modèle de croissance reposant sur la constitution des réserves foncières régulières au cours de chaque exercice de manière à lisser ses ventes dans le temps.

Cette stratégie n'a pas pour autant épargné le groupe d'une chute des ventes en 2014.

#### • Analyse financière du groupe :

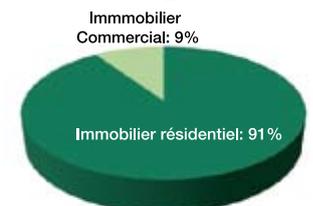
A l'image de toutes les sociétés immobilières, les performances du groupe ESSOUKNA demeurent influencées par la nature cyclique de son activité.

Après une période 2011 - 2013 caractérisée par une progression quasi-régulière des revenus (+4% en moyenne), l'année 2014 a marqué une rupture de croissance pour le promoteur immobilier. Suite à la décélération des projets arrivant à maturité, le chiffre d'affaires du groupe s'est replié de 25%, atteignant le plancher de 16MDt, soit son plus bas niveau depuis 2007.

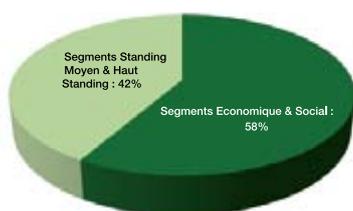
Actionnariat :

SIMPAR :	70%
Public:	30%

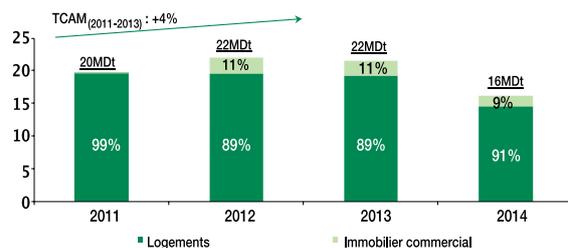
#### Structure des ventes d'ESSOUKNA en 2014



#### Répartition des projets immobiliers du groupe par standing

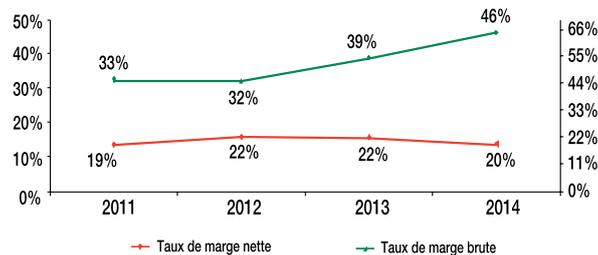


#### Évolution du chiffre d'affaires de ESSOUKNA sur la période 2011 - 2014

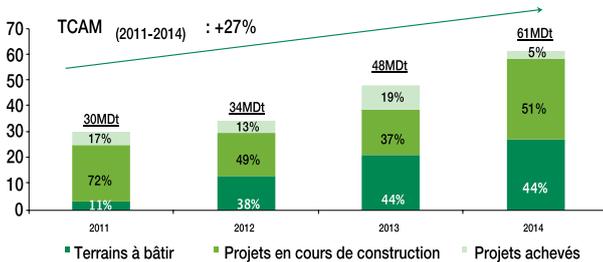


Adossé à un groupe immobilier intégré, ESSOUKNA a pu profiter des synergies avec les entités du groupe SIMPAR (mise en place de projets conjoints, achats de terrains groupés) pour maîtriser le coût de ses intrants. Malgré la flambée des prix des matières premières, le groupe a pu dégager sur les quatre années écoulées une marge brute moyenne de 38%, et une marge nette moyenne de 21%.

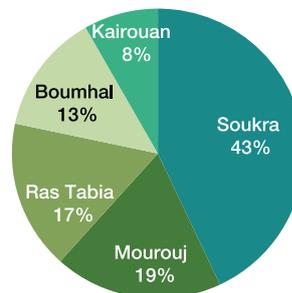
Évolution de la marge brute et de la marge nette du groupe sur l'intervalle 2011 - 2014



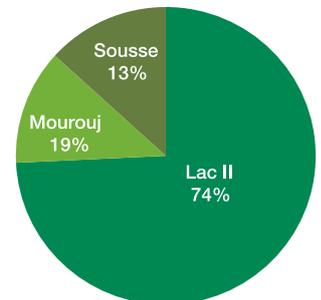
Évolution du stock foncier du groupe ESSOUKNA sur la période 2011-2014



Répartition des projets en cours de construction par zone géographique en 2014



Répartition du stock de terrains par zone géographique en 2014



Concentrée dans les régions à fort pouvoir d'achat, la répartition géographique actuelle des projets en cours de construction et des terrains laisse présager une montée en puissance du « Moyen et Haut Standing » dans l'offre de produits d'ESSOUKNA dans les prochaines années.

Le principal bémol dans les comptes d'ESSOUKNA réside dans la gestion de son portefeuille de participations. Contrairement à la société mère qui dispose d'un portefeuille plus diversifié, la composition du portefeuille d'ESSOUKNA présente un caractère statique. Ce dernier est investi à plus de 80% dans les entités du groupe BNA, témoignant d'une inertie dans sa politique de placement.

### • Prévisions et perspectives d'avenir :

Sauf «improbable» retournement de situation, l'année 2015 devrait s'inscrire dans la continuité de l'exercice précédent.

Le ralentissement notable de l'activité sur les six premiers mois de l'année en cours laisse entrevoir des résultats tirés à la baisse. L'activité du groupe pâtirait, encore, de la décélération des projets arrivant au stade de commercialisation et les ventes signeraient un repli de 4% à 16MDt. Toutefois, nous nous attendons à un renversement de tendance à partir de 2016.

Avec la montée en régime des projets en cours de construction (représentant à l'heure actuelle plus de la moitié des réserves foncières), les ventes d'ESSOUKNA connaîtraient un regain de dynamisme sur la période 2016 - 2017. Le groupe afficherait une croissance de son chiffre d'affaires de 11% sur le prochain triennat.

En termes de résultats, le fléchissement pressenti de l'activité en 2015 aurait un impact considérable sur les bénéfices. Nous prévoyons un Bottom Line de 3MDt pour l'exercice 2015. Toutefois, avec la reprise attendue des ventes en 2016, le groupe retrouverait les paliers de rentabilité des années fastes (2012 - 2013), franchissant ainsi, le cap des 4MDt de bénéfices.



### • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

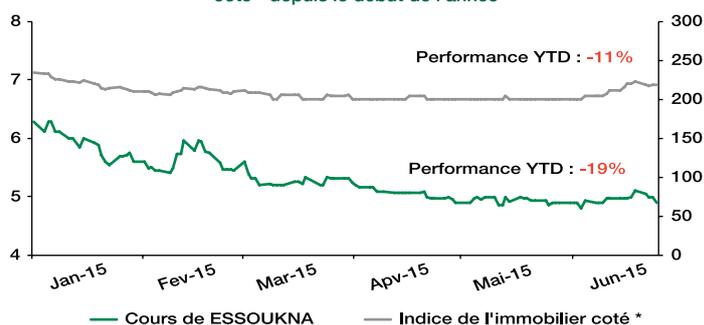
Au cours des dernières années, le cours d'ESSOUKNA a évolué dans le sens des publications. Après s'être bien défendu en 2014 (une performance de 6%), le titre a subi une importante correction de 19% sur les neuf premiers mois de l'année en cours ramenant sa capitalisation à 24MDt.

Actuellement, le titre traite à des multiples de 0.7x ses fonds propres 2014 et de 0.5x son Actif Net Réévalué : un niveau de valorisation intéressant qui ne reflète pas les

fondamentaux solides du groupe et la reprise vigoureuse de l'activité attendue pour 2016. Ainsi, un redressement boursier nous semble possible.

Nous voyons dans le titre ESSOUKNA une bonne opportunité de placement. **Son bon rendement en dividendes (Yield 2015e de 4.9%) et sa valorisation attrayante nous confortent dans notre opinion d'«Achat» sur le titre.**

Évolution du cours boursier d'ESSOUKNA Vs Immobilier coté \* depuis le début de l'année



\* L'échantillon du secteur immobilier coté tient compte des sociétés ESSOUKNA, SIMPAR et SITS.

### Prévisions de Tunisie Valeurs

Chiffres en KDt	2012	2013	2014	2015 e	2016 p
Chiffre d'affaires	22 206	21 526	16 197	15 713	20 675
Variation	11%	-3%	-25%	-3%	32%
Marge brute	7 181	8 381	7 517	7 285	8 684
Taux de marge brute	32%	39%	46%	46%	42%
EBITDA	5 717	6 784	5 396	5 341	6 543
Variation	7%	19%	-20%	-1%	23%
Marge d'EBITDA	26%	32%	33%	34%	32%
Résultat net part du groupe	4 603	4 700	3 130	3 006	4 041
Variation	21%	2%	-33%	-4%	34%
Marge nette	22%	22%	20%	19%	20%

## Analyse Valeur - SITS

Rédigé le 02 Septembre 2015

**(+)** Acheter

### Jeter les fondations d'une croissance pérenne

Nonobstant la conjoncture économique contraignante, le groupe SITS a su garder le cap et confirmer sa position d'acteur incontournable de la promotion immobilière.

Porté par la bonne performance de sa filiale International City Center et l'entrée des nouveaux projets immobiliers dans un bon rythme de croisière, SITS a bouclé son exercice 2014 sur des résultats honorables, confirmant la résilience de son business model.

Fort de son positionnement « Moyen et Haut Standing », d'une assise foncière solide et d'une structure bilancielle saine, SITS dispose des atouts nécessaires pour entamer un nouveau palier de croissance dans les trois prochaines années.

Après plusieurs années de performances négatives, le titre SITS a connu un vif regain d'intérêt par les investisseurs, propulsant la capitalisation boursière du groupe à 33MDt.

Avec un multiple de P/ANR de 0.6x, nous pensons que le titre recèle encore un potentiel d'évolution. **Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur la valeur.**

#### • Présentation du groupe:

Créé en 1984 dans le cadre de la coopération Tuniso-Saoudienne, SITS est un groupe de trois sociétés spécialisées dans le métier de la promotion immobilière.

Unique promoteur coté à participation étrangère, SITS est reconnu par son positionnement de niche sur le segment moyen et Haut de Gamme, segment qui offre les marges les plus confortables du secteur.

Jouissant d'une notoriété établie, SITS a contribué à l'édification d'une vingtaine de projets immobiliers intégrés, à vocation résidentielle et commerciale, ciblant majoritairement la région du Grand Tunis, zone qui concentre la plus forte demande.

Fortement engagé dans une politique d'investissement axée sur le renforcement de ses réserves foncières, le groupe SITS connaît depuis quelques années un développement important de ses activités, confirmant son statut d'acteur majeur de la promotion immobilière.

Historiquement, la société mère était la seule entité active du groupe. Une situation qui a commencé à changer avec la montée en régime des projets lancés par les filiales.

#### • Analyse financière du groupe:

Afin de pallier à la cyclicité de son activité et de se prémunir contre le renchérissement des prix des terrains, le groupe SITS a mis en place une stratégie consistant à maintenir une réserve foncière stratégique au terme de chaque exercice. Malgré tous les efforts entrepris, le pari de la cyclicité semble loin d'être gagné, comme en atteste, l'évolution en dents de scie des revenus du groupe sur les quatre dernières années.

Bien qu'elle soit le trait saillant dans l'évolution du chiffre d'affaires consolidé, la non récurrence des revenus ne pourrait occulter la bonne performance de l'exercice 2014. En effet, et contrairement aux années passées où la société mère était le principal générateur de revenus, les ventes du groupe ont été alimentées

par la filiale International City Center. Cette entité a contribué à hauteur de 65% aux ventes totales du groupe.

Grâce aux efforts d'investissements soutenus, SITS est parvenu à afficher une progression moyenne de son chiffre d'affaires de 35% sur la période 2011 - 2014 pour atteindre un niveau record de 25MDt.

Profitant de son positionnement « Moyen et Haut de Gamme » et d'un stock foncier acquis à des coûts compétitifs, le groupe a pu répercuter la hausse de son volume d'affaires sur sa marge brute. Cette dernière a évolué sur une pente haussière, s'appréciant en moyenne de 41% entre les années 2011 et 2014.

Bien que la société ait pu améliorer sa marge brute sur les quatre dernières années, le taux de marge demeure nettement inférieur à

**Prix :**  
**2.130DT**

**Capitalisation Boursière**  
**33 MDT**

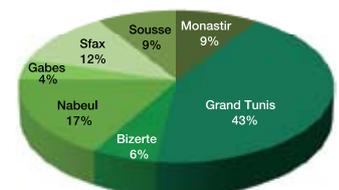
	RATIOS BOURSIERS AU 01/09/2015	
	SITS	IMMOBILIER COTÉ *
PER <sub>2015e</sub>	13.9x	10.4x
P/B <sub>2014</sub>	0.9x	0.8x
P/ANR <sub>2014**</sub>	0.6x	0.4x
Yield <sub>2014</sub>	4.7%	3.9%
Yield <sub>2015e</sub>	4.7%	4.2%
Performance <sub>YTD</sub>	+12.6%	-10.8%

(\*): L'échantillon du secteur immobilier coté tient compte des sociétés ESSOUKNA, SIMPAR et SITS, (\*\*): Actif Net Réévalué.

#### Actionariat :

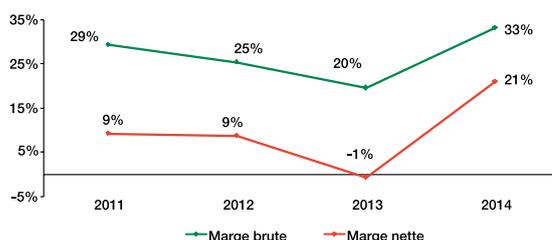
STUSID BANK :	19%
Société Immobilière	
AlSaydenne :	11%
Monsieur Akram ZIADIA :	8%
Flottant :	62%

#### Répartition des réalisations du groupe par zone géographique

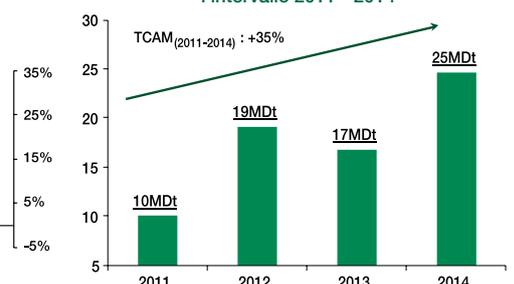


ses concurrents de la cote (une moyenne de 27% pour SITS sur la même période contre 38% pour ESSOUKNA et SIMPAR).

#### Évolution de la marge brute et de la marge nette du groupe SITS sur la période 2011 - 2014



#### Évolution du chiffre d'affaires du groupe sur l'intervalle 2011 - 2014





Longtemps plombé par les sous-performances des filiales International City Center et Al Kabidha, le Bottom Line du groupe SITS a enregistré un bond spectaculaire en 2014 à 4MDt, tirant à la hausse la marge nette de l'opérateur. Cette dernière s'est établie à 21% en 2014, un niveau non atteint par le groupe depuis 2007.

Opérant dans une activité fortement consommatrice de cash, SITS affiche une situation financière endettée. Avec un gearing moyen de 105% sur les quatre dernières années, le niveau d'endettement du groupe demeure raisonnable. Soulignons que malgré la mobilisation du levier financier, la rentabilité des fonds propres du groupe demeure bien inférieure à ses pairs de la cote (un ROE moyen de 3% sur l'intervalle 2011 - 2014 pour SITS contre 15% pour SIMPAR et 17% pour ESSOUKNA).

#### • Prévisions et perspectives d'avenir :

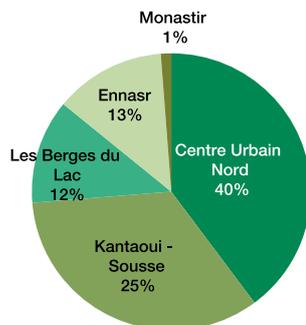
Après avoir subi pendant de nombreuses années les piètres performances de ses filiales, pénalisant régulièrement sa capacité bénéficiaire, la situation de SITS tranche clairement avec la passé.

Selon le management, le triennat à venir serait marqué par l'entrée de plusieurs projets en pleine phase de commercialisation. En effet, les ventes qui proviendraient des projets International City Center III et Ennasr

Fruit de la politique d'investissement intensive des dernières années, les réserves foncières du promoteur ont été continuellement renforcées. A l'heure actuelle, le groupe SITS dispose d'un important stock foncier localisé dans les zones urbaines les plus porteuses du pays: Centre Urbain Nord, Ennasr, Les Berges du Lac, Kantaoui - Sousse et Monastir.

D'une valeur comptable de plus de 92MDt à fin 2014, le patrimoine foncier de SITS est constitué à hauteur de 60% par des projets en cours de construction. Avec un stock financier aussi important, SITS semble bien armé pour poursuivre son développement sur les trois prochaines années.

#### Répartition des réserves foncières consolidées par zone géographique à fin 2014

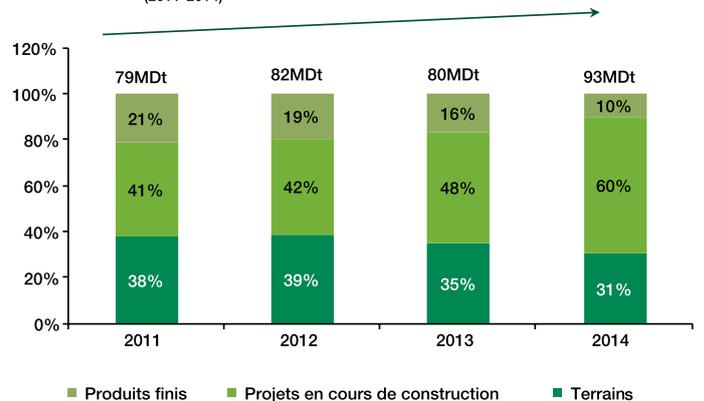


assureraient un important pipe-line de croissance des revenus. À notre avis, le groupe parviendrait à afficher une progression moyenne de son chiffre d'affaires de 4% sur la période 2014 - 2017 pour le maintenir au-delà du cap des 24MDt.

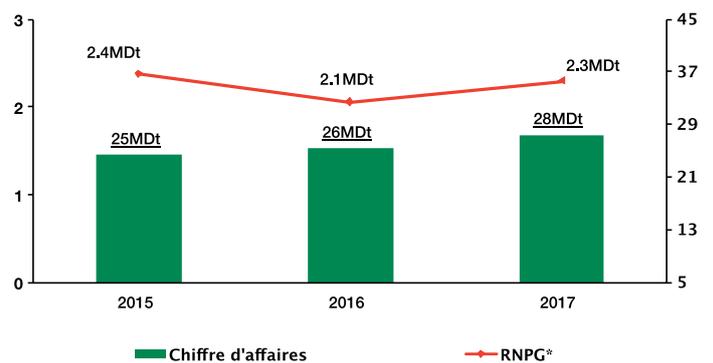
Le résultat net part du groupe, devrait, quant à lui décroître de 17%, sur le même intervalle, pour revenir à des niveaux normatifs. Nous tablons sur un Bottom Line de 2.3MDt, à l'horizon 2017, soit une marge nette de 11%.

#### Évolution des réserves foncières consolidées du groupe sur les quatre dernières années

TCAM (2011-2014) : +5%



#### Prévisions du chiffre d'affaires et du résultat net consolidé (2015 - 2017)



(\*) : Résultat Net Part du Groupe



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

## • Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

La publication des états financiers 2014 du groupe SITS a constitué une surprise de taille pour le marché. Alors que les indicateurs d'activité de la société mère laissaient présager une baisse des bénéfices consolidés, celui-ci a atteint un niveau record de 4MDt. Cette bonne performance, intervient alors que les autres promoteurs de la cote ont souffert d'une importante baisse de régime, cette année.

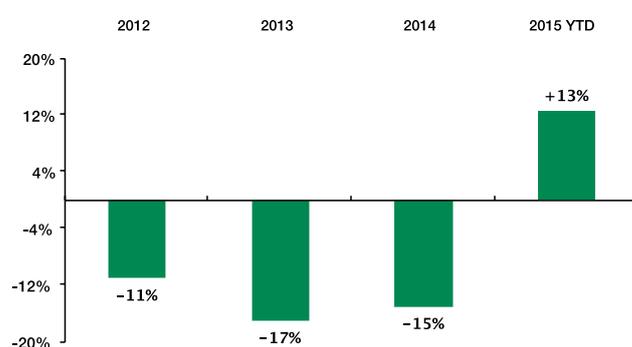
Le marché semble applaudir ces performances et le titre a gagné 12.6% en 2015 effaçant, ainsi, une partie de ses pertes cumulées de l'année d'avant (une contreperformance de 15%).

Présentement, avec une capitalisation boursière de 33MDt, les niveaux de valorisation de SITS nous semblent encore attractifs, particulièrement en termes de multiple d' Actif Net Réévalué, qui est l'indicateur le plus pertinent pour le secteur immobilier. En affichant un ratio P/ANR 2014 de 0.6x, l'action SITS recèle un upside intéressant. Par ailleurs et avec un rendement en dividendes de 4.7%, le titre se classe parmi les valeurs les plus rémunératrices de la Place.

Nous voyons dans le titre SITS une bonne opportunité de placement: un groupe opérant dans un secteur défensif, disposant d'un patrimoine foncier de qualité et offrant un bon rendement en dividendes. Autant de spécificités qui font de SITS une valeur de fond de portefeuille.

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

Performance du titre SITS sur les quatre dernières années



## Prévisions de Tunisie Valeurs

En KDt	2013	2014	2015e	2016p	2017p
<b>Revenus</b>	<b>16 801</b>	<b>24 637</b>	<b>24 500</b>	<b>25 500</b>	<b>27 552</b>
Variation	-12%	47%	-1%	4%	8%
<b>Marge brute</b>	<b>3 290</b>	<b>8 181</b>	<b>7 840</b>	<b>8 160</b>	<b>8 817</b>
Variation	-32%	149%	-4%	4%	8%
Taux de marge brute	20%	33%	32%	32%	32%
<b>EBITDA</b>	<b>2 283</b>	<b>7 902</b>	<b>7 418</b>	<b>7 631</b>	<b>8 172</b>
Variation	-44%	246%	-6%	3%	7%
Marge d'EBITDA	14%	32%	30%	30%	30%
<b>Résultat Net Part du Groupe</b>	<b>164</b>	<b>3 950</b>	<b>2 383</b>	<b>2 058</b>	<b>2 293</b>
Variation	-92%	2310%	-40%	-14%	11%
Marge nette	-1%	21%	13%	11%	11%



Stock Guide du Marché Principal														
	1 Dt = \$0,51 € 0,45	Cours 29/09/15 Dt	Nombre d'actions Milliers	Volume hebdo Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur d'Entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
							2014 (x)	2015e (x)	2014 (x)	2015e (x)	2014 (%)	2014 Dt	2015e Dt	2016e Dt
<b>Industrie &amp; Services</b>														
<b>Agro-alimentaire</b>														
SFBT		22,350	105 000	0,174	2346,8	2356,9	2,7	2,5	10,8	9,9	29%	1,22	1,30	1,40
ELBEN INDUSTRIE		2,900	10 000	0,001	23,0	62,6	0,6	0,5	9,9	7,9	n.s.	-0,33	0,13	0,14
SOPAT		2,330	12 994	0,016	30,3	49,0	0,9	0,6	n.s.	7,2	n.s.	-0,54	0,04	0,19
DELICE HOLDING		14,790	54 907	0,028	812,1	895,6	1,4	1,2	13,3	10,0	25%	0,46	0,70	0,81
<b>Distribution</b>														
MAGASIN GENERAL		25,200	11 481	0,048	289,3	476,4	0,6	0,5	10,2	9,0	n.s.	-0,18	-0,26	0,05
MONOPRIX		12,500	19 969	0,169	249,6	346,3	0,7	0,7	12,8	10,5	3%	0,10	0,52	0,64
<b>Pharmaceutique</b>														
SIPHAT		6,230	1 800	0,007	11,2	19,6	0,5	0,4	4,6	4,3	n.s.	-4,12	-0,37	0,06
ADWYA		7,100	15 840	0,014	112,5	136,2	1,6	1,4	11,6	7,8	26%	0,42	0,45	0,49
<b>Chimie</b>														
AIR LIQUIDE		178,510	1 365	0,000	243,6	263,0	3,6	3,4	13,5	12,6	19%	6,17	6,23	6,59
ALKIMIA		46,500	1 947	0,000	90,5	98,3	0,4	0,5	5,7	6,2	27%	8,53	8,36	8,63
ICF		26,360	2 100	0,000	55,4	70,8	1,0	0,9	15,5	13,7	5%	1,72	1,78	1,95
<b>Composants Automobile</b>														
ASSAD		5,720	12 000	0,110	68,6	122,6	1,3	1,3	6,8	6,5	10%	0,35	0,59	0,74
GIF		3,140	10 564	0,031	33,2	28,6	2,3	2,2	24,6	18,5	3%	0,04	0,08	0,08
STIP		1,140	4 208	0,000	4,8	181,9	2,0	2,1	119,7	64,0	n.s.	-0,71	-3,09	-2,38
<b>Distribution Automobile</b>														
ARTES		6,350	38 250	0,089	242,9	208,9	1,0	0,4	7,1	3,2	29%	0,71	0,73	0,77
ENNAKL		10,500	30 000	0,083	315,0	257,9	0,8	0,7	8,0	6,2	35%	0,83	1,00	1,00
City Cars		13,000	13 500	0,122	175,5	138,2	1,2	1,0	8,9	7,3	34%	1,02	1,09	1,24
UADH		7,700	36 954	0,134	284,5	335,8	1,1	0,9	9,4	10,0	20%	0,08	0,33	0,48
<b>Immobilier</b>														
ESSOUKNA		4,000	5 051	0,012	20,2	55,1	3,4	3,7	10,2	10,7	10%	0,62	0,60	0,80
SIMPAP		38,720	1 100	0,247	42,6	143,6	2,6	2,7	8,9	9,6	6%	4,00	4,31	5,02
SITS		2,230	15 600	0,097	34,8	79,6	3,2	3,7	10,1	12,1	0%	0,25	0,15	0,13
<b>Industrie</b>														
<b>CEMENTIS DE BIZERTE</b>														
CIMENTS DE BIZERTE		4,400	44 047	0,019	193,8	260,1	4,6	4,8	n.s.	105,5	n.s.	-0,08	-0,11	0,00
SOTUVER		3,120	23 438	0,079	73,1	103,6	2,3	2,0	7,3	6,3	11%	0,19	0,24	0,32
SOMOCER		2,770	31 170	0,053	86,3	190,6	2,0	2,0	8,0	8,1	8%	0,15	0,09	0,08
TPR		3,490	45 000	0,123	157,1	165,5	1,4	1,3	8,1	6,7	12%	0,24	0,28	0,35
Euro-Cycles		30,000	5 400	0,215	162,0	153,3	2,4	2,1	14,2	12,8	81%	2,09	2,40	2,44
LILAS		10,190	43 879	0,188	447,1	555,9	1,9	1,7	12,0	10,7	17%	0,40	0,47	0,56
MPBS		6,550	6 150	0,001	40,3	38,9	0,9	0,9	6,0	6,4	17%	0,64	0,64	0,70
SOTIPAPIER		4,400	23 950	0,049	105,4	105,4	1,7	1,6	15,7	10,0	13%	0,16	0,30	0,32
<b>Holding</b>														
PGH		5,100	180 004	0,003	918,0	1903,0	1,2	1,2	8,8	8,7	14%	0,40	0,45	0,47
OTH		6,750	53 600	0,067	361,8	364,3	0,8	0,8	8,2	6,6	10%	0,42	0,35	0,47
<b>Divers</b>														
<b>ELECTROSTAR</b>														
ELECTROSTAR		4,250	2 450	0,038	10,4	102,3	1,1	1,0	11,0	9,0	n.s.	-2,78	-1,23	-0,37
SIAME		2,310	14 040	0,034	32,4	40,1	1,1	1,0	7,5	6,8	11%	0,15	0,18	0,23
SOTETEL		1,510	4 637	0,002	7,0	8,3	0,2	0,2	n.s.	n.s.	n.s.	-1,00	-1,42	-1,10
SOTRAPIL		8,990	3 865	0,161	34,7	17,2	1,5	1,2	2,9	2,0	11%	0,83	1,04	1,01
SOTUMAG		2,180	12 000	0,032	26,2	18,1	2,0	1,9	7,0	6,6	5%	0,14	0,15	0,16
STEQ		5,240	1 400	0,000	7,3	57,3	0,6	0,6	6,9	7,2	3%	0,36	0,61	0,71
TELNET Holding		3,740	11 028	0,035	41,2	34,9	0,8	1,1	5,2	6,7	19%	0,51	0,32	0,33
TUNISAIR		0,770	106 199	0,005	81,8	731,8	0,6	0,6	7,7	4,9	0%	0,00	-0,28	-0,19
CELLCOM		8,800	4 462	0,120	39,3	38,9	0,9	0,7	8,3	6,8	30%	0,54	0,56	0,67
<b>Bancaire</b>														
AMEN BANK		26,400	24 444	0,061	645,3	-	-	-	-	-	15%	3,65	4,19	4,47
ATB		4,370	100 000	0,012	437,0	-	-	-	-	-	12%	0,55	0,58	0,60
BH		11,850	34 000	0,017	402,9	-	-	-	-	-	23%	1,63	2,06	2,46
BIAT		81,000	17 000	0,483	1377,0	-	-	-	-	-	20%	6,86	7,50	8,49
BNA		13,180	32 000	0,691	421,8	-	-	-	-	-	3%	0,50	9,35	1,03
ATTIJARI BANK		26,220	39 748	0,525	1042,2	-	-	-	-	-	22%	1,87	2,08	2,25
BT		10,350	150 000	0,224	1522,5	-	-	-	-	-	15%	0,59	0,61	0,65
BTE (ADP) <sup>(1)</sup>		18,800	1 000	0,000	18,8	-	-	-	-	-	n.s.	-2,43	0,11	0,30
STB		5,800	155 375	0,051	901,2	-	-	-	-	-	n.s.	-0,16	0,07	-0,30
UBCI		25,300	20 002	0,001	506,0	-	-	-	-	-	11%	1,42	1,51	1,62
UIB		15,590	34 560	0,272	538,8	-	-	-	-	-	30%	1,58	1,75	1,98
<b>Leasing</b>														
ATL		2,720	25 000	0,006	68,0	-	-	-	-	-	9%	0,24	0,25	0,25
CIL		14,700	5 000	0,006	73,5	-	-	-	-	-	16%	1,64	1,69	1,82
EL WIFACK LEASING		17,420	4 000	0,001	69,7	-	-	-	-	-	11%	1,07	1,09	1,15
ATTIJARI LEASING		23,200	2 125	0,003	49,3	-	-	-	-	-	18%	2,82	2,82	2,91
TUNISIE LEASING		20,200	9 000	0,015	161,8	-	-	-	-	-	10%	1,52	1,51	1,58
Modern Leasing		4,020	7 000	0,001	28,1	-	-	-	-	-	2%	0,07	0,21	0,29
Hannibal Lease		8,340	5 740	0,000	47,9	-	-	-	-	-	8%	0,61	0,63	0,66
Best Lease		1,730	30 000	0,058	51,9	-	-	-	-	-	10%	0,14	0,14	0,16
<b>Assurances</b>														
ASTREE		44,000	4 000	0,000	176,0	-	-	-	-	-	13%	2,91	3,09	3,34
SALIM		20,390	2 660	0,006	54,2	-	-	-	-	-	16%	2,04	2,09	2,28
STAR		166,000	2 308	0,099	383,1	-	-	-	-	-	9%	9,66	10,83	11,82
TUNIS RE		8,100	20 000	0,651	162,0	-	-	-	-	-	9%	0,58	0,70	0,81
<b>Sociétés d'Investissement</b>														
PLACEMENTS DE TUNISIE		43,000	1 000	0,000	43,0	-	-	-	-	-	18%	2,46	1,50	1,45
TUNINVEST		11,570	966	0,000	11,2	-	-	-	-	-	10%	0,68	0,83	0,98
SPDIT		13,520	28 000	0,005	378,6	-	-	-	-	-	40%	0,54	0,56	0,59
<b>Secteuriel</b>														
SECTEUR			Indice	Volume	Capitalisation	Valeur du	VE/CA		VE/EBITDA		ROE			
			Secteuriel	hebdo	Boursière	Secteur	2014	2015e	2014	2015e	2014			
				Millions Dt	Millions Dt	Millions Dt	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)			
Bancaire			298,8	2 338	7 843	-	-	-	-	-	15%			
Agro-alimentaire			309,5	0,220	3 218	2 469	2,0	1,8	11,6	9,8	23%			
Chimie			248,0	0,000	390	432	1,1	1,2	10,5	11,2	16%			
Pharmaceutique			231,5	0,021	124	156	1,2	1,1	9,8	7,1	-1%			
Industrie			164,2	0,728	1 265	1 573	2,0	1,9	12,0	10,7	11%			
Sociétés d'Investissement			890,7	0,005	433	-	-	-	-	-	31%			
Distribution			511,2	0,217	539	823	0,6	0,6	11,1	9,6	n.s.			
Leasing			517,7	0,091	570	-	-	-	-	-	11%			
Assurances			645,8	0,736	775	-	-	-	-	-	10%			
Composants Automobile <sup>(2)</sup>			202,1	0,140	107	333	1,4	1,4	7,8	7,4	8%			
Distribution Automobile			122,1	0,428	1 018	605	1,0	0,7	8,3	6,6	31%			
Immobilier			193,3	0,357	98	278	2,9	3,1	9,5	10,4	8%			
Holding			93,5	0,070	1 280	2 267	1,2	1,1	8,7	8,3	13%			
			Indices	Performance des indices (%)			Volume hebdo		Capitalisation du marché principal					
				1 semaine	début 2015	début 2014	Millions Dt		Millions Dt					
			Tunindex	5 291,9	-0,1									

# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ETUDES/OCTOBRE 2015

Stock Guide du Marché Principal														
PER*			P/B	Dividende par Action			Rendement			Performance			Recommandation	Acheter (+) Conserv. avec perspective + (Cs+) Conserv. (Cs) Alléger (-)
2014 (x)	2015e (x)	2016e (x)	2015e (x)	2014 Dt	2015e Dt	2016e Dt	2014 %	2015e %	2016e %	1 semaine	(%) début 2015	début 2015		
18,3	17,2	15,9	3,7	0,650	0,650	0,650	2,9%	3,2%	3,5%	-1,1%	+19,3%		Agro-alimentaire	
n.s.	22,3	20,7	1,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-29,3%		SFBT	
n.s.	n.s.	12,1	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+2,6%	-22,8%		ELBEN INDUSTRIE	
32,2	21,0	18,2	6,3	0,666	0,430	0,430	4,5%	2,9%	2,9%	-0,7%	+1,8%		SOPAT	
													DELICE HOLDING	
n.s.	65,7	36,4	n.s.	0,300	0,300	0,300	1,2%	1,2%	1,2%	-1,2%	-20,0%		Distribution	
n.s.	24,3	19,4	3,1	0,000	0,600	0,600	0,0%	4,0%	4,0%	+0,8%	-31,8%		MAGASIN GENERAL	
													MONOPRIX	
n.s.	n.s.	n.s.	0,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-27,6%		Pharmaceutique	
17,0	15,6	14,4	3,1	0,270	0,255	0,260	3,8%	3,6%	3,7%	+0,0%	-13,2%		SIPHAT	
													ADWYA	
28,9	28,7	27,8	4,8	5,200	5,200	5,200	2,8%	2,9%	2,9%	+0,0%	-18,7%		AIR LIQUIDE	
5,6	5,6	5,4	1,1	5,000	5,000	5,000	10,8%	10,8%	10,8%	+3,6%	-12,7%		ENNAKL	
15,3	14,8	13,5	n.s.	1,300	1,300	1,300	4,9%	4,9%	4,9%	-5,9%	-27,2%		ALKIMIA	
													ICF	
16,4	9,7	7,7	1,4	0,300	0,380	0,400	5,2%	6,6%	7,0%	-3,9%	-24,8%		Composants Automobile	
n.s.	40,2	40,1	2,1	0,045	0,100	0,100	1,4%	3,1%	3,1%	-0,6%	-4,4%		ASSAD	
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+1,8%	-19,7%		GIF	
													STIP	
8,9	8,7	8,2	1,8	0,450	0,436	0,463	6,8%	6,9%	7,3%	+5,0%	-15%		Distribution Automobile	
12,7	10,5	9,9	2,9	0,500	0,500	0,500	4,8%	4,8%	4,8%	-0,5%	+7,8%		ARTES	
12,7	11,9	10,5	4,6	0,800	0,800	0,800	6,2%	6,2%	6,2%	+0,0%	+21,1%		ENNAKL	
15,4	19,9	16,0	4,2	0,000	0,033	0,223	0,0%	0,4%	2,9%	+0,0%	+18,5%		City Cars	
													UADH	
6,5	6,7	5,0	0,6	0,240	0,240	0,270	5,1%	6,0%	6,8%	-5,7%	-32,6%		Immobilier	
9,7	9,0	7,7	0,6	1,500	1,500	1,500	3,5%	3,9%	3,9%	-2,7%	-26,9%		ESSOUKNA	
8,8	14,6	16,9	0,9	0,100	0,100	0,120	4,5%	4,5%	5,4%	+4,2%	+17,7%		SIMPAR	
													SITS	
n.s.	n.s.	n.s.	1,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,2%	-31,8%		Industrie	
16,8	12,9	9,6	1,7	0,200	0,200	0,250	6,0%	6,7%	8,4%	-2,2%	-29,3%		CIMENTS DE BIZERTE	
18,2	23,6	36,6	1,6	0,050	0,050	0,050	1,8%	1,8%	1,8%	+0,0%	+12,4%		SOTUVER	
14,8	12,6	10,1	1,6	0,230	0,230	0,230	6,6%	6,6%	6,6%	+1,5%	-13,5%		SOMOCER	
16,8	12,5	12,3	4,9	1,014	1,014	1,014	3,4%	3,4%	3,4%	-1,2%	+91,2%		TPR	
25,2	21,8	18,3	3,2	0,202	0,200	0,250	1,7%	2,0%	2,5%	-0,1%	+19,2%		Euro-Cycles	
10,3	10,2	9,4	1,4	0,230	0,260	0,260	3,5%	4,0%	4,0%	+0,0%	-7,1%		LILAS	
28,3	14,7	13,6	2,9	0,150	0,210	0,210	3,4%	4,8%	4,8%	+0,0%	-9,0%		MPBS	
													SOTIPAPIER	
12,7	11,5	10,8	1,5	0,220	0,220	0,220	4,3%	4,3%	4,3%	-1,9%	-5,3%		Holding	
15,9	19,3	14,5	1,4	0,225	0,230	0,230	3,3%	3,4%	3,4%	-0,6%	-0,4%		PGH	
													OTH	
n.s.	n.s.	n.s.	1,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+4,7%	-38,3%		Divers	
15,2	13,0	10,1	1,3	0,100	0,100	0,100	4,3%	4,3%	4,3%	-2,9%	+5,2%		ELECTROSTAR	
n.s.	n.s.	n.s.	0,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	-56,2%		SIAME	
10,9	8,6	8,9	1,0	0,500	0,500	0,500	5,4%	5,6%	5,6%	-2,4%	+9,6%		SOTETEL	
15,3	14,4	13,7	1,4	0,100	0,100	0,100	4,6%	4,6%	4,6%	-3,1%	+29,5%		SOTRAPIL	
14,7	8,6	7,3	0,5	0,200	0,000	0,000	3,8%	0,0%	0,0%	+4,4%	-47,7%		SOTUMAG	
7,3	11,6	11,4	1,2	0,300	0,200	0,200	8,0%	5,3%	0,0%	-0,0%	-26,2%		STEQ	
n.s.	n.s.	n.s.	1,9	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,3%	-31,9%		TELNET Holding	
16,2	15,7	13,1	2,6	0,165	0,155	0,155	1,9%	1,8%	1,8%	+0,6%	+10,0%		TUNISAIR	
													CELLCOM	
7,2	6,3	5,9	0,8	1,000	1,100	1,100	3,8%	4,2%	4,2%	+0,4%	+4,6%		Bancaire	
7,9	7,6	7,3	0,8	0,230	0,220	0,220	5,3%	5,0%	5,0%	-0,7%	+5,3%		AMEN BANK	
7,3	5,8	4,8	0,9	0,000	0,000	1,133	0,0%	2,1%	5,1%	+0,0%	+69,6%		ATB	
11,8	10,8	9,5	1,8	3,000	3,000	3,000	3,7%	3,7%	3,7%	+1,3%	+7,7%		BH	
26,2	14,4	12,8	0,7	0,200	0,200	0,200	1,5%	1,5%	1,5%	+2,2%	+73,4%		BIAT	
14,0	12,6	11,6	2,3	1,500	1,500	1,500	5,7%	5,7%	5,9%	+0,8%	+16,0%		BNA	
17,5	17,1	16,0	2,2	0,300	0,300	0,300	2,9%	2,9%	2,9%	+0,0%	+0,9%		ATTIJARI BANK	
n.s.	38,8	13,8	0,1	0,000	0,500	1,000	0,0%	2,7%	5,3%	+0,0%	-24,5%		BT	
n.s.	n.s.	n.s.	1,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	+29,5%		BTE (ADP)II	
17,9	16,8	15,6	1,6	0,700	0,300	0,300	2,8%	1,2%	1,2%	+0,0%	+2,4%		UBCI	
9,9	8,9	7,9	1,5	0,500	0,500	0,500	3,2%	3,2%	3,2%	-0,7%	+9,1%		STB	
													UIB	
11,2	11,1	10,8	0,9	0,200	0,200	0,200	7,4%	7,4%	7,4%	+0,4%	+8,1%		Leasing	
16,4	8,7	8,1	1,2	0,750	0,765	0,765	5,1%	5,2%	5,2%	+1,4%	+15,4%		ATL	
16,3	16,0	15,2	1,5	0,650	0,600	0,600	3,4%	3,4%	3,4%	-3,0%	+11,2%		CIL	
6,2	6,0	6,0	1,2	1,200	1,200	1,200	5,2%	5,2%	5,2%	+0,0%	-7,3%		EL WIFACK LEASING	
12,5	13,4	12,8	1,1	1,000	1,000	1,000	4,6%	4,6%	4,6%	+0,0%	+2,2%		ATTIJARI LEASING	
n.s.	19,3	13,9	0,9	0,250	0,350	0,350	3,6%	5,0%	8,7%	-1,7%	+2,2%		TUNISIE LEASING	
13,7	13,3	12,7	1,0	0,350	0,400	0,400	4,2%	4,8%	4,8%	-0,4%	+12,6%		Modern Leasing	
12,4	12,4	10,6	1,1	0,100	0,100	0,100	5,8%	5,8%	5,8%	+0,0%	-12,4%		Hannibal Lease	
													Best Lease	
15,1	14,2	13,2	1,7	1,700	1,700	1,700	3,9%	3,9%	3,9%	-1,8%	-16,3%		Assurances	
10,0	9,8	8,9	1,4	0,950	0,950	0,950	4,7%	4,7%	4,7%	+0,1%	-18,9%		ASTREE	
17,2	15,3	14,0	1,2	3,400	4,300	4,730	2,0%	2,6%	2,8%	+1,2%	+16,6%		SALIM	
13,9	11,5	10,1	0,9	0,500	0,500	0,500	4,6%	6,2%	6,2%	+0,0%	-13,5%		STAR	
													TUNIS RE	
17,5	28,7	29,7	2,8	2,200	2,000	2,000	5,1%	4,7%	4,7%	+0,0%	-1,7%		Sociétés d'Investissement	
17,1	14,0	11,8	1,5	1,000	1,000	1,000	8,6%	8,6%	8,6%	+0,0%	+14,3%		PLACEMENTS DE TUNISIE	
25,2	24,1	22,9	7,1	0,530	0,530	0,530	3,9%	3,9%	3,9%	-2,9%	+52,9%		TUNINVEST	
													SPDIT	
PER			P/B	Rendement			Performance Sectorielle			SECTEUR				
2014 (x)	2015e (x)	2016e (x)	2015e (x)	2014 (%)	2015e (%)	2016e (%)	1 semaine	début 2015	début 2014					
12,0	11,9	9,7	1,4	3,1%	3,1%	3,3%	+0,4%	+11,5%	+30,1%					
20,8	18,2	16,4	4,1	3,3%	3,1%	3,3%	-1,0%	+8,1%	+93,1%					
13,6	13,6	13,1	1,9	5,0%	5,0%	5,0%	-0,1%	-18,9%	-14,8%					
17,0	15,6	15,6	2,2	3,5%	3,3%	3,3%	-0,0%	-17,2%	+15,4%					
19,6	16,3	16,8	2,2	2,7%	3,0%	3,2%	-0,2%	+0,3%	+7,5%					
23,9	24,0	22,9	5,7	4,2%	4,1%	4,1%	-2,5%	+63,7%	+101,2%					
n.s.	36,7	25,9	6,9	0,6%	2,5%	2,5%	-0,3%	-25,2%	-21,8%					
13,1	11,9	10,6	1,1	4,9%	5,0%	5,2%	+0,3%	+1,9%	+12,3%					
15,2	13,8	12,3	1,2	3,2%	3,8%	3,9%	+0,2%	+1,7%	+41%					
21,9	12,9	10,5	1,5	3,8%	5,3%	5,5%	-2,6%	-17,1%	-10,9%					
12,1	11,7	10,6	2,9	4,2%	4,3%	5,1%	+1,1%	+5,4%	+22,8%					
8,5	9,6	8,4	0,6	4,2%	4,5%	5,0%	-1,0%	-17,6%	-16,1%					
13,5	12,9	11,6	1,5	4,0%	4,1%	4,1%	-1,5%	-2,6%	+9,1%					
PER marché			P/B marché (x)	Rendement en dividende du marché			MARCHE PRINCIPAL							
2014	2015e	2016e	2015e	2014	2015e	2016e								
14,5	12,6	11,9	1,8	3,3%	3,4%	3,6%								



## Stock Guide du Marché Alternatif

1 Dt = S0,51 € 0,45	Cours 29/09/15 Dt	Nombre d'actions Milliers	Volume Hebdo Millions Dt	Capitalisation Boursière Millions Dt	Valeur d'Entreprise Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA		ROF		Bénéfice par Action			
						2014 (x)	2015e (x)	2014 (x)	2015e (x)	2014 (%)	2015e (%)	2014 Dt	2015e Dt		
CARTHAGE CEMENT	1,290	172 134	0,146	222,1	824,5	4,9	5,3	19,8	19,5	n.s.	-0,35	-0,29	-0,01		
SERVICOM	7,920	3 537	0,108	28,0	71,9	1,1	1,3	8,8	8,0	4%	0,25	0,58	0,63		
HEXABYTE	7,400	2 083	0,108	15,4	9,6	1,4	1,1	5,5	4,5	10%	0,34	0,42	0,53		
AMS	3,330	5 366	0,025	17,9	48,5	1,8	1,8	14,8	16,3	n.s.	-0,64	-0,80	-0,78		
Land'Or	3,800	4 700	0,031	17,9	56,1	0,8	0,8	12,9	21,7	n.s.	-0,64	-0,52	-0,43		
AeTech	1,480	2 223	0,002	3,3	6,3	0,6	0,6	n.s.	24,6	n.s.	-0,69	-0,42	0,03		
New Body Line	7,490	3 864	0,007	28,9	21,1	3,1	2,7	8,7	7,1	20%	0,53	0,58	0,63		
Syphax Airlines	Suspendue	5 500	0,000	21,5	54,9	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.		
SOTEMAIL	1,800	26 200	0,008	47,2	72,8	2,2	1,7	7,8	7,3	6%	0,09	0,06	0,09		
Tawasol Group Holding	0,570	108 000	0,051	61,6	66,9	1,1	0,9	6,6	5,2	7%	0,02	0,05	0,05		
MIP	0,630	4 399	0,002	2,8	10,7	1,0	0,1	10,6	0,5	n.s.	-0,36	-0,03	0,01		
CEREALIS	4,930	4 889	0,001	24,1	20,0	1,3	1,4	7,2	7,3	15%	0,25	0,38	0,54		
<b>Volume hebdo Millions Dt</b>						<b>Capitalisation du Marché Alternatif</b>						<b>Performance des indices (%)</b>			
0,5						490,5						1 semaine début 2015		début 2014	
						Indice Tivval Alternatif						+0,0%		-52,7%	

PER	2014 (x)	2015e (x)	Dividende par Action		Rendement		Performance		Recommandation
			2014 Dt	2015e Dt	2014 %	2015e %	1 semaine (%)	début 2015	
CARTHAGE CEMENT	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-2,3%	-46,7%	-
SERVICOM	31,3	13,8	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-0,4%	-44,4%	Cs (+)
HEXABYTE	21,7	17,6	0,300	0,300	4,1%	4,1%	-1,1%	-18,9%	-
AMS	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-0,3%	-20,9%	-
Land'Or	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-4,8%	-29,9%	-
AeTech	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,0%	0,0%	-2,6%	-47,5%	-
New Body Line	14,1	12,8	0,420	0,470	5,6%	6,3%	+1,5%	+11,7%	+
Syphax Airlines	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,0%	0,0%	Suspendue		-
SOTEMAIL	20,9	32,0	0,060	0,045	3,3%	2,5%	+2,9%	-34,7%	Cs (+)
Tawasol Group Holding	24,5	11,7	0,035	0,035	6,1%	6,1%	+1,8%	-17,1%	+
MIP	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,0%	0,0%	+3,3%	-73,3%	-
CEREALIS	20,1	13,0	0,125	0,205	4,2%	4,2%	-3,1%	-25,3%	+
<b>PER</b>			<b>P/B marché (x)</b>		<b>Rendement du marché (%)</b>				
2014e	2015e	2016e	2014e	2015e	2014e	2015e	2016e		
21,3	10,5	9,4	1,8	1,8	1,7%	1,7%	1,8%		

NB: Les chiffres sont calculés sur la base des données financières consolidées (sauf indisponibilité)  
 La PER est calculée sur le résultat net consolidé retraité d'éléments exceptionnels  
 n.s. non significatif  
 VE = Capitalisation + dette nette/2014



## Lexique

<b>ANR</b>	Actif net réévalué.	<b>P/B (Price to Book)</b>	Capitalisation Boursière / Fonds propres.
<b>BPA</b>	Bénéfice par action.	<b>PER ou P/E</b>	Cours / BPA. Il signifie le nombre d'années de bénéfices que l'acquéreur est prêt à déboursier pour acquérir une société.
<b>Capitalisation Boursière</b>	Nombre de titres d'une entreprise multiplié par le cours de bourse.	<b>P/E du marché ou sectoriel</b>	Au numérateur la capitalisation boursière du marché ou du secteur (hors sociétés déficitaires) et au dénominateur la somme des bénéfices de l'année de référence.
<b>Cash Flow ou CF</b>	Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.	<b>PNB</b>	Produit net bancaire.
<b>DPA</b>	Dividende par action.	<b>Rdt ou Yield</b>	Rendement net, défini comme le rapport du dividende ajusté au cours, exprimé en pourcentage.
<b>Dette nette</b>	Le solde des dettes financières d'une part et des placements financiers et de la trésorerie d'autre part.	<b>Recommandation ou Opinion</b>	Nos opinions sont résumées par une note. La principale composante reflète l'appréciation que nous portons sur les qualités fondamentales des sociétés et en deuxième lieu leurs ratios de valorisation. Cette note doit donc être comprise comme un jugement à moyen terme et est représentée par : (+) Acheter ; (Cs) Conserver ; (Cs+) Conserver avec perspectives positives, (-) Alléger.
<b>EBE</b>	Excédant brut d'exploitation. C'est le résultat d'exploitation avant amortissements et provisions.	<b>Résultat net part du Groupe (RNPG)</b>	Correspond au résultat net consolidé (ce que l'ensemble des sociétés du Groupe a dégagé comme résultat) duquel est déduite la partie qui appartient aux actionnaires tiers des filiales dont le groupe ne détient pas la totalité du capital.
<b>EBIT</b>	Résultat avant charges financières et Impôt.	<b>ROE (Return On Equity)</b>	Résultat de l'exercice N divisé par la moyenne des fonds propres avant résultat de l'année n et les fonds propres après répartition de l'année n-1.
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation Accumulated. C'est l'équivalent de l'EBE.	<b>ROCE</b>	Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation. Résultat d'exploitation net d'impôt / (Immo. Nettes + BFR).
<b>Flottant</b>	Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.	<b>Split</b>	Division de la valeur nominale de l'action.
<b>Gearing</b>	Dette financière nette rapportée aux fonds propres, et exprimée en pourcentage. Ce ratio n'est calculé que lorsque les fonds propres sont positifs. Un Gearing négatif indique une trésorerie nette positive.	<b>Stockpicking</b>	Technique de sélection de valeurs pour se constituer un portefeuille.
<b>Goodwill (écart d'acquisition, survaleur)</b>	Lorsque qu'une société prend le contrôle d'une autre, elle paye en général un prix supérieur à la valeur des capitaux propres. Le Goodwill est l'écart entre le prix payé et les capitaux propres de la société rachetée.	<b>VE (Valeur d'entreprise)</b>	Capitalisation boursière + dette nette.
<b>IPO</b>	Initial public offering (Introduction en bourse).		
<b>NPL</b>	Non Performing Loans ou créances classées, appellations qui désignent les créances douteuses des banques ou des sociétés de leasing.		
<b>Pay-out</b>	Montant distribué sur résultat net, exprimé en pourcentage.		
<b>P/ANR</b>	Capitalisation Boursière/ actif net réévalué.		



# Tunisie Valeurs

BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

membre d' **INTEGRA**  
PARTNERS

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



Siège social - Centre Urbain Nord