

Rétrospective 2016 des valeurs cotées

Département Recherches & Études

Rédigé le 05 janvier 2017

n°	Société	Performance 2016	Commentaire	P/E 2016e	P/E 2017e	Yield 2016e	Opinion
1	Land'Or	112%	Très bon crû pour le fromager Land'Or qui rattrape largement les rendements des deux dernières années. L'essentiel de cette performance a été réalisé sur les quatre derniers mois. C'est sans doute l'annonce d'un partenariat avec Heinz Kraft - le géant américain de l'agroalimentaire - qui a donné ce coup d'accélérateur au titre. Ce contrat donnera du "grain à moudre" à une usine en sous-capacité et permettra d'augmenter le volume des ventes, les marges resteront néanmoins minces. Une augmentation de capital est nécessaire pour soulager la trésorerie du groupe. La valorisation est correcte.	19,9	16,6	1,0%	Conserver (+)
2	Sototel	110%	Rendement 'surprise' pour la société de services en télécommunication qui renoue avec la hausse après trois années boursières dans le rouge. La société a démarré l'année avec une capitalisation bradée (6 MDT), dont le rebond a été stimulé par l'amorce d'un redressement des comptes (premier résultat d'exploitation positif depuis cinq ans). Le plan de restructuration social annoncé par le management semble porter ses fruits. Les perspectives n'en sont pas plus claires pour autant, le business model du prestataire public est obsolète dans un secteur métamorphosé par la concurrence.	62,3	48,7	0,0%	Alléger
4	Euro-Cycles	76%	C'est sans aucun doute le meilleur élève du marché. Récompensé pour avoir régulièrement dépassé son Business Plan, le producteur de vélos figure, depuis trois ans, dans le top 5 des meilleures performances boursières, multipliant sa taille par cinq depuis son introduction en Bourse (2013) ! En plus des bons résultats, l'ascension du titre a été soutenue par une politique dynamique de dividendes (payout supérieur à 50%). Les fondamentaux sont toujours solides mais la valorisation actuelle est de moins en moins à portée de mains.	24,4	22,2	3,4%	Conserver (+)
3	STIP	67%	Fondamentalement parlant, rien ne plaide en faveur de cette jolie performance. La société a bénéficié de l'effet d'annonce suite à son rachat par un nouvel actionnaire "Africa Holding". Mais les problèmes de la société de pneumatiques sont toujours là : déficits d'exploitation, conflits sociaux étouffants, situation de faillite latente avec des fonds propres de -150 MDT, marché miné par le commerce informel...	n.s	n.s	0,0%	Alléger
5	SERVICOM	58%	Un retour en force pour le groupe de BTP après deux années de fortes corrections. L'exercice 2016 a été particulièrement axé sur la restructuration financière du bilan (rééquilibrage de la dette et renforcement des fonds propres par une augmentation de capital en fin d'année). Cette étape achevée, le groupe devrait pouvoir consolider sa croissance et son développement. Un fort potentiel et une valorisation intéressante mais un défi majeur à relever : la génération du cash.	14,1	13,4	0,0%	Conserver (+)
6	Carthage Cement	56%	Pas de chance ! Le démarrage de la plus grande cimenterie du pays a concédé avec des conditions peu favorables : excédent d'offre sur le marché, guerre des prix, levée de la subvention énergétique, arrêt des exportations vers les marchés limitrophes...Le management avait promis un équilibre pour 2016 mais les réalisations à ce jour ne confortent pas cette annonce. La situation financière est encore préoccupante. "Boursièrement", le titre pourrait profiter d'une vague de spéculation lorsque le dossier de privatisation sera à nouveau sur la table. Nous restons à la vente.	n.s	n.s	0,0%	Alléger

7	BH	51%	Une valeur qui a franchi un cap en matière de résultats et de liquidité. En deux ans, la banque publique a triplé de taille sur fonds de redressement des fondamentaux : dynamique commerciale, croissance des crédits, recapitalisation réussie, amélioration des ratios prudentiels, plan social engagé... La BH aspire à moyen terme à devenir parmi le top 3 du secteur, un objectif à portée de mains au vu de la détermination du nouveau management. Malgré le parcours boursier, le titre recèle encore un potentiel de revalorisation. Le retour aux dividendes, promis pour 2017, sera un catalyseur pour le titre.	6,8	6,1	2,1%	Acheter
8	Salim	49%	Filiale de la BH, la compagnie d'assurance a profité de l'engouement du marché sur la maison mère. Dans une conjoncture économique difficile, la société a pu maintenir sa croissance et consolider ses fondamentaux. Elle confirme sa qualité de "pépite" du groupe bancaire public. La valorisation est correcte.	16,7	15,4	2,4%	Conserver (+)
9	PGH	44%	Le joli parcours de 2016 permet au conglomérat de franchir, à nouveau, le palier symbolique de 1 milliard de dinars de capitalisation. Si la crise n'a pas fortement entaché la croissance du groupe, la situation financière de Poulina suscite des interrogations (endettement supérieur à 1 milliard de dinars). PGH a une force d'investissement colossale (environ 150 MDT par an) qui devrait se refléter sur la rentabilité dès les premiers signes de rentabilité. La valorisation est peu chère pour un investissement multi-sectoriel.	13,4	12,0	3,4%	Acheter
10	Lilas	43%	Une valeur incontournable de notre marché ! Lilas est parmi les rares marques à avoir réussi son internationalisation sur toute la région du Maghreb. La croissance est confortée par l'important potentiel en Afrique où le groupe vient de consolider sa présence par une nouvelle usine en Côte d'Ivoire. La stratégie d'intégration en amont s'avère également payante. Les investisseurs étrangers apprécient particulièrement cette valeur qui allie deux vertus : valeur défensive et de croissance, de quoi justifier amplement une prime par rapport au marché.	19,6	17,4	2,1%	Acheter
11	Simpar	39%	Le promoteur immobilier, filiale de la BNA, rebondit en Bourse après une année 2015 dans le rouge. Le marché semble accorder - à juste titre - plus d'importance à la qualité des réserves foncières qu'à l'aspect cyclique de l'activité. Le secteur immobilier ne connaît pas ses meilleurs jours en ce moment, son ouverture aux ressortissants libyens pourrait peut-être revigorer les ventes. A la différence des autres valeurs immobilières "pures", la SIMPAR est dotée d'un portefeuille de placement conséquent (plus de 20 MDT), générateur de revenus. L'action traite à 0,4x l'actif réévalué, le potentiel de revalorisation est donc significatif.	11,9	11,6	3,5%	Acheter
12	Cerealis	38%	Le rebond de 2016 n'efface pas les pertes de l'année d'avant, la performance du titre depuis son introduction en Bourse est toujours dans le rouge (-20%). Le producteur de chips et de muffins a failli à tous ses rendez-vous; le Business Plan nécessite une mise à jour pour une meilleure appréciation du groupe. La valorisation reste chère dans l'état actuel des choses, nous recommandons une prise de bénéfice.	34,7	26,2	1,3%	Alléger
13	ARTES	38%	Malgré le durcissement du cadre opérationnel, le concessionnaire s'est montré résistant grâce à une gamme assez complète de véhicules et une couverture géographique optimale. Sa trésorerie confortable lui permet de supporter des stocks imprévus, de lisser l'activité par des revenus financiers et d'assurer une politique de dividendes très attrayante. ARTES est le concessionnaire le plus rentable du marché. La valorisation du titre et son rendement élevé en font une valeur de fond de portefeuille.	9,1	8,9	7,2%	Acheter

14	SOTUVER	35%	Après deux années de baisse, le producteur de verre est revenu dans le radar des investisseurs en 2016. La société a substantiellement achevé son plan d'investissement (en qualité et quantité) : rénovation du four, extension de la capacité, optimisation de l'outil de production, homologation Heineken (en cours)...et les impacts sur la rentabilité devraient être perceptibles l'année prochaine. La société recentre de plus en plus son développement à l'export où elle affiche une bonne compétitivité. La valorisation est intéressante et le yield est alléchant pour une activité capitalistique.	14,2	12,0	6,3%	Acheter
15	Ennaki	29%	Le concessionnaire de la marque Volkswagen est depuis deux ans le n°1 du marché après avoir détrôné le leader historique ARTES. Les fondamentaux sont globalement bons et se comparent favorablement à l'industrie. Une activité structurellement génératrice de cash qui permet d'assurer une politique de dividendes très attrayante. Une valorisation attractive.	11,1	10,1	4,5%	Acheter
16	OTH	25%	Un bon crû pour l'exportateur national! Après une année 2015 difficile, le groupe renoue avec la croissance tirant profit des efforts d'investissement, particulièrement dans la branche mécatronique. Un nouveau palier de rentabilité a été franchi en 2016 et sera consolidé dans les années à venir, ramenant le titre à des niveaux franchement acheteurs. Un bilan solide.	18,2	13,6	4,0%	Acheter
17	BIAT	23%	La conjoncture économique morose ne semble pas entraver l'élan de la première banque privée, tant au niveau des parts de marché que de la qualité de portefeuille. Première capitalisation du secteur depuis août dernier, la BIAT continue à être convoitée par les investisseurs pour sa liquidité élevée et sa place incontournable dans le paysage bancaire. Un positionnement et des qualités qui justifient une prime par rapport au marché.	8,7	7,9	4,4%	Acheter
18	SIPHAT	22%	Après avoir été boudée par les investisseurs pendant 6 longues années, la société publique - filiale de la Pharmacie Centrale - retrouve des couleurs en Bourse. La société est pourtant dans une situation difficile où elle cumule les pertes depuis 2010 ! Le laboratoire pharmaceutique souffre d'un problème de sur effectif, les salaires représentent plus de 45% de son chiffre d'affaires (trois fois plus que chez la concurrence). Le manque de visibilité ne plaide pas pour un positionnement sur le titre.	n.s	37,7	0,0%	Alléger
19	Attijari Bank	22%	Prisée par les investisseurs pour sa réactivité commerciale et son bilan sain, la filiale d'Attijariwafa enchaîne une quatrième année boursière dans le vert. En plus de l'amélioration des fondamentaux, l'ascension de la valeur a été soutenue par une politique généreuse de dividendes (payout moyen de 75% sur les quatre dernières années). Le titre recèle encore de l'upside, le rendement est le plus élevé du secteur.	11,6	10,6	5,9%	Acheter
20	City Cars	22%	Véritable challenger sur le marché, la marque coréenne "KIA" s'est adjugée 14% du marché des véhicules particuliers en seulement six années d'activité en Tunisie. Tout comme la plupart de ses consoeurs, la société affiche une trésorerie solide. Le vieillissement du parc permettra de développer les Service Après Vente (SAV), fortement lucratifs, dans les prochaines années. Un ROE exceptionnel (supérieur à 50%). Une valorisation et un yield attrayants.	11,9	10,7	5,9%	Acheter
21	UIB	22%	Autre valeur du trio gagnant du secteur bancaire privé. Le titre connaît un retour massif des investisseurs après l'opération de recapitalisation de 2014. L'assainissement majeur finalisé, la filiale du groupe Société Générale, figure aujourd'hui parmi les banques les plus saines et les plus rentables de la place. Sans compter le retour aux dividendes qui a donné un nouveau souffle au titre sur le marché. Les niveaux de valorisation sont attractifs.	10,3	9,1	4,0%	Acheter
22	Delice Holding	18%	Depuis sa mise sur le marché, le leader des produits laitiers a connu un "effet ciseau boursier" : l'augmentation de la capacité bénéficiaire s'est paradoxalement accompagnée d'une baisse du cours de l'action. Au terme du 1er trimestre de l'année, le titre touchait ses plus bas suscitant un intérêt de la part des investisseurs, particulièrement étrangers. Les fondamentaux sont bons dans un secteur refuge.	20,2	18,3	2,8%	Acheter

23	Tunisie Leasing	17%	La "vieille dame du secteur" est arrivée à maintenir sa rentabilité en 2015 dans une conjoncture doublement hostile : en Tunisie avec la baisse de l'investissement et en Algérie, avec le repli des cours mondiaux du pétrole et ses conséquences sur une économie "rentière". Très attendus, les résultats de l'exercice 2016 marqueront la première année pleine d'Alios dans le giron du groupe. Le potentiel de la filiale panafricaine est considérable mais nécessite préalablement un "upgrade" selon les standards de gestion et la culture de risque de la maison.	11,4	11,3	5,4%	Acheter
24	Hannibal Lease	15%	La société se distingue clairement de la concurrence en affichant la plus forte croissance du secteur (tant en termes de mises en forces que de résultats). Nous restons attentifs à l'évolution du risque en espérant que la dynamique commerciale ne soit pas faite au détriment de la qualité de portefeuille surtout dans une conjoncture économique précaire. La valorisation est bon marché mais nous repons dans l'expectative.	9,0	8,5	4,4%	Conserver (+)
25	ATB	14%	L'embellie se poursuit pour le titre en dépit de réalisations qui sous-performent le secteur. Dans un environnement en panne de liquidité et où les bonnes signatures se font rares, l'exposition de la banque aux activités de portefeuille constitue un facteur de différenciation. Une bonne qualité de portefeuille et une valorisation intéressante.	7,3	7,2	5,0%	Acheter
26	ASSAD	14%	Après avoir touché le fond en 2015 (déficit historique pour le groupe), le producteur de batteries remonte doucement la pente. ASSAD éprouve de grandes difficultés à maîtriser ses marges. Le Business Plan communiqué deux ans plus tôt (dans le cadre du partenariat avec Abraaj) mérite une mise à jour. Face à l'incertitude, nous préférons réduire l'exposition sur le titre en attendant des jours meilleurs.	33,5	23,2	0,0%	Alléger
27	Adwya	14%	Une performance boursière à contrecourant des résultats, portée sans doute par les spéculations sur la cession de la participation d'Al Karama Holding dans le capital, un "feuilleton" qui porte le marché en haleine depuis quelques années. La société devrait terminer l'exercice 2016 avec ses plus faibles niveaux de résultats historiques aussi bien pour des raisons endogènes (baisse de l'activité et de la rentabilité) qu'exogènes (pertes de change). Des événements que nous espérons "isolés" dans le temps. Le secteur est défensif.	n.s	37,7	0,0%	Conserver
28	ATL	14%	Autre gagnant de la vague d'intérêt qu'a suscité le secteur du leasing en 2016. Les résultats de l'ATL résistent tant bien que mal à la conjoncture. Des efforts de provisionnement doivent être consentis sur les prochains exercices pour rétablir le taux de couverture (65% à fin juin 2016). Le titre se distingue par rapport à ses pairs par un très bon rendement en dividendes.	11,1	10,2	7,4%	Acheter
29	AMEN BANK	12%	A l'image de 2015, la banque a clôturé l'année boursière sur une note positive. Une performance inattendue qui va à l'encontre des réalisations modestes de la banque. Après des années de course aux parts de marchés, la banque semble changer de priorités, focalisant ses efforts sur la qualité de portefeuille et sur son refinancement. La valorisation est facialement abordable mais attendons de voir les retombées de cette réorientation stratégique sur les résultats.	7,1	5,5	4,6%	Conserver (+)
30	Ciments de Bizerte	11%	Encore une société publique qui ne brille pas par ses résultats. La révision et le retard du plan d'investissement a engendré d'importants manques à gagner pour la société. Malgré l'augmentation de 50% de la capacité, la situation ne s'améliore guère en raison de la situation du marché (excédent de production, libéralisation des prix...). Le retour aux bénéfices se fait encore attendre. Plusieurs rendez vous manqués qui décrédibilisent la société auprès des investisseurs. Nous restons à la vente.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
31	SIAME	11%	Depuis son rachat par le Groupe Hédi Ben Ayed en 2009, le groupe d'appareils électriques a parcouru du chemin : nouvelle dynamique commerciale, réorganisation financière...Mais depuis deux ans, les résultats stagnent. L'image du titre peut être redorée par un effort de communication. Le projet d'introduction en bourse de la filiale Electrica annoncé en juillet dernier n'a plus du tout été évoqué. Valorisation correcte.	14,5	14,3	5,0%	Conserver (+)

32	Magasin Général	11%	Le 'nouveau' leader de la distribution s'est bien comporté en 2016 malgré un contexte des plus difficiles (intensification de la concurrence, foisonnement des marques <i>hard discount</i> , baisse du pouvoir d'achat...). Les efforts de croissance sont étouffés par des frais financiers et des amortissements en hausse exponentielle, en relation avec les investissements engagés. La fin de l'amortissement du goodwill relatif à l'achat de PROMOGRO à partir de 2018, devrait permettre d'afficher une plus grande capacité bénéficiaire. Un effort de communication est nécessaire pour rétablir l'image d'une enseigne leader sur le marché. Une valorisation qui reste chère à nos yeux.	48,5	29,4	1,9%	Conserver
33	SOTIPAPIER	10%	Une valeur qui a beaucoup déçu le marché par son comportement boursier (-6% depuis l'introduction) et par des résultats en deçà des annonces. La société de papier a un fort potentiel, la demande pour ses produits est forte et elle espère en tirer profit grâce aux investissements d'extension et de mise à niveau de l'outil de production. La latitude pour améliorer les marges est réduite compte tenu de la volatilité des matières premières et des devises. La société affiche une "equity story" intéressante avec la présence dans son capital d'un fonds de private equity dont la sortie, à terme, créera une dynamique sur le titre en Bourse. La valorisation est intéressante et le yield tentant.	12,7	12,1	4,9%	Acheter
34	BT	10%	Après avoir essuyé une année difficile en 2015, le titre retrouve des couleurs avec une progression en ligne avec ses pairs. Le marché semble apprécier la nouvelle orientation commerciale plus dynamique de la banque. Si la BT a subi une dégradation de la qualité de ses actifs, elle continue à afficher les fonds propres les plus solides de la place (ratio Cooke 22%). Une qualité reflétée dans la valorisation relativement chère de la banque.	15,3	13,2	3,8%	Conserver (+)
35	SOTRAPIL	7%	La société publique de transport des hydrocarbures termine l'année sur une hausse - inexpliquée. Les résultats sont en baisse, la communication est inexistante et la relation avec le marché est totalement rompue. Une activité peu séduisante, à faible valeur ajoutée et un manque de visibilité sur les perspectives de développement.	9,9	8,8	6,8%	Conserver
36	Wifack International Bank	7%	L'année 2016 marque une nouvelle étape pour El Wifack, autrefois société de leasing reconvertie en banque islamique. Après trois années dans le vert, le titre a subi un revers boursier dans le sillage de résultats en dessous des attentes. Le processus de transformation ayant pris du retard, le dernier BP communiqué devrait être révisité. L'investissement dans le titre doit se baser sur un horizon long termiste.	28,3	21,7	0,0%	Conserver (+)
37	MIP	7%	C'est l'un des épisodes les plus désolants qu'ait connu le marché alternatif ces dernières années. Introduit en Bourse en 2014 (à 4,7 dinars), l'afficheur urbain a été racheté en 2016 quasiment au quart du prix (1,250 dinars) par un consortium tuniso-libanais. Dans l'intervalle, la société a affiché des résultats catastrophiques cumulant 6MDT de pertes (soit nettement plus que les fonds propres qui ont été levés sur le marché). Il faudra du temps aux nouveaux propriétaires pour redonner vie à la société. Nous recommandons la vente du titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
38	CIL	7%	Le portefeuille de la société endure les dégâts de la conjoncture quand bien même la société a fait preuve de prudence et de sagesse dans sa croissance sur la période écoulée. La capacité bénéficiaire risque d'être sous pression par la constitution de provisions en vue de rétablir le ratio de couverture (fortement dégradé à 55% au 30 juin 2016). En bourse, les investisseurs ont surtout été séduits par le relèvement du montant du dividende (+13%) dans un contexte particulièrement difficile.	11,8	11,4	5,4%	Conserver (+)
39	TPR	7%	Une valeur qui reprend des couleurs après avoir été longtemps boudée par les investisseurs. Rattrapé par la détérioration de la conjoncture, le profileur d'aluminium a beaucoup déçu par ses performances sur les dernières années. 2016 annonce une normalisation des résultats avec la baisse du prix de l'aluminium et la reprise de l'activité. Le groupe, qui a habitué le marché par ses communications périodiques, se fait silencieux sur son projet algérien. De bons fondamentaux et un rendement élevé.	13,4	12,3	7,1%	Acheter

40	Essoukna	5%	Filiale de SIMPAR, la société immobilière est surtout positionnée sur le segment résidentiel sur le Grand Tunis. Depuis sa mise sur le marché (en 2006), le titre a toujours évolué dans "l'ombre" de sa société mère; les investisseurs préférant sans doute investir dans la SIMPAR (plus grande, plus liquide). Le titre est très bon marché (0,4x l'ANR) et rémunère généreusement ses actionnaires.	25,4	11,5	6,9%	Acheter
41	Telnet Holding	4%	Considéré comme le fleuron national des nouvelles technologies, le groupe Telnet a perdu le prestige qu'il avait quelques années auparavant. La cause ? L'aventure ratée de son promoteur - Mohamed Frikha - dans le secteur de l'aviation par le lancement de Syphax Airlines et qui a fait supporter à Telnet un coût financier de plus de 20 MDT, en plus d'un déficit d'image en Bourse. Les fondamentaux du groupe se sont détériorés (ralentissement de la croissance et baisse de la rentabilité) dans une conjoncture européenne atone. La valorisation est intéressante (pour le profil <i>high tech</i> du titre) mais nous restons dans l'expectative.	17,9	14,9	0,0%	Conserver (+)
42	UBCI	1%	Une performance à peine dans le vert pour la filiale de BNP Paribas. Malgré la révision à la hausse des dividendes (+57%) et le tournant récent vers une politique commerciale plus dynamique, le titre peine à progresser en Bourse. Si la banque a imposé sa rigueur comme exemple, son influence reste limitée dans le secteur. La valorisation du titre est élevée par rapport au marché et sa liquidité est réduite (cotation en mode fixing).	14,3	12,5	4,4%	Conserver (+)
43	SOTUMAG	0%	Une activité qui se base sur un business model "rentier" dépendant du volume des marchandises qui transite par le marché central de Bir El Kassâa. L'annonce en fin d'année d'un méga-projet de 30 MDT visant à diversifier les revenus de la société n'a pas emballé le marché, les investisseurs préférant - à juste titre - attendre le démarrage des travaux. Entre temps, l'optimisation des charges constitue le principal relais de croissance des résultats. La liquidité est réduite mais la valorisation est faible. Envisageable pour le bon rendement en dividendes.	11,0	11,3	6,7%	Acheter
44	Alkimia	0%	Après les problèmes sociaux de 2015, le producteur de STPP (intran pour la fabrication de détergents) a été confronté en 2016 à de graves problèmes commerciaux en raison de la perte de clients qui ont eu recours à d'autres fournisseurs plus réguliers et moins chers. Une deuxième année de déficit se solde pour Alkimia. Le manque de visibilité appelle à la prudence.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
45	SFBT	-0,3%	Du quasi sur place pour le brasseur qui marque un répit après 7 années successives de performance à deux chiffres (une moyenne annuelle de 20% avec un pic de 90% en 2014). Le dé plafonnement de la participation étrangère a permis au groupe Castel de porter sa participation à 56% du capital. Première capitalisation du marché, la SFBT est incontournable, une véritable "vache à lait" pour tout investissement boursier.	16,8	15,6	3,5%	Acheter
46	New Body Line	-0,4%	Un parcours boursier en demi-teinte pour le spécialiste des vêtements intelligents. Une performance qui intègre selon nous la stagnation pressentie de l'activité en 2016. Longtemps sanctionnée par sa dépendance vis-à-vis d'un seul donneur d'ordres, la société s'est engagée dans un processus de recherche de nouveaux clients qui devrait porter ses fruits dans les prochaines années. La valorisation du titre est attractive et son rendement est généreux.	14,4	13,2	6,5%	Acheter
47	UNIMED	-0,4%	La société présente des fondamentaux "quasi-uniqes" en bourse (une marge d'EBITDA de 40%) et une situation financière saine. Les perspectives du secteur de la santé sont particulièrement intéressantes sur le continent africain où le producteur pharmaceutique envisage de consolider sa présence. L'unique introduction de 2016 n'a pas eu le vent en poupe. Le cours est quasiment à ses niveaux d'introduction ce qui laisse le potentiel de hausse intact.	20,8	20,1	3,1%	Acheter
48	Tunis Ré	-1%	Une activité aux deux manettes - réassurance et de placements - qui se compensent et permettent d'afficher une rentabilité récurrente. La valorisation est bradée et le rendement en dividendes est alléchant	10,4	9,3	7,2%	Acheter

49	Placements de Tunisie	-2%	Le véhicule d'investissement de la "Banque de Tunisie" enregistre une contre performance à l'image de l'évolution des résultats (-30% au premier semestre 2016). La correction aurait été plus sévère n'eut été la faible liquidité du titre.	31,2	23,2	5,1%	Conserver
50	Air Liquide	-2%	"Sans flottant", le titre est peu liquide à l'opposé de son nom ! En 2016, une vingtaine de titres s'échangeaient quotidiennement en Bourse. Côté activité, la filiale de la multinationale du même nom affiche de bons fondamentaux dans l'ensemble malgré une baisse - conjoncturelle - des résultats.	34,0	34,1	3,5%	Conserver
51	Best Lease	-2%	Le leaseur islamique n'a pas profité de l'élan boursier qu'ont connu ses confrères cotés et pour cause Malgré de bons fondamentaux et un cachet "rarissime" sur le marché (papier financier islamique), le titre Best Lease a reculé de 7% depuis sa mise sur le marché en 2013 alors que les résultats ont augmenté de plus de 50% dans l'intervalle. La valorisation n'en est que plus intéressante et le rendement en dividende est attrayant.	8,8	8,0	5,8%	Acheter
52	Attijari Leasing	-4%	Le leaseur paie encore les déboires d'une croissance rapide et (non maîtrisée?) entre 2007 et 2010. Depuis la Révolution, les résultats de la société n'ont pas franchi le palier des 6 MDT et les efforts de provisionnement sont encore nécessaires pour ramener le ratio de couverture à des niveaux acceptables (67% à fin 2015). On ne le dira jamais assez, la course aux parts de marché est un défi risqué dans le secteur financier, il est facile de faire du crédit mais plus dur de faire du 'bon crédit'.	9,5	7,9	6,2%	Acheter
53	Elbène Industrie	-4%	Le producteur laitier n'arrive toujours pas à remonter la pente; la société cumule les pertes depuis 2005 ! La signature d'un accord de partenariat technique et commercial - dont les caractéristiques n'ont pas été divulguées au marché - avec la marque "Mamie Nova" pourrait peut être signer la renaissance de la société...mais sur le moyen et long terme. Une liquidité quasi inexistante.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
54	Tuninvest SICAR	-6%	Mauvaise année pour la société de "private equity" dont le comportement en bourse a réagi au résultat de 2015 qui a essuyé une provision de 1,7 MDT sur un risque fiscal (litige que la société trainait depuis 2009). En tout état de cause, le résultat n'a jamais été un indicateur pour l'évaluation de Tuninvest dont l'appréciation se base davantage sur l'ANR (actif net réévalué, c'est à dire la réévaluation des participations en portefeuille) et qui affiche une importante décote par rapport au cours boursier. La politique de dividende est exceptionnelle; le fonds distribue annuellement l'intégralité de ses résultats. Un flottant de 57% mais aux mains de quelque 500 actionnaires, ce qui en fait un titre peu liquide.	12,8	13,7	10,1%	Acheter
55	SITS	-7%	Le groupe à capitaux tuniso-saoudiens est positionné sur le segment résidentiel et les centres commerciaux sur l'ensemble du territoire. Les perspectives de croissance sont intimement liées aux performances des filiales et aux orientations de la nouvelle équipe managériale en place depuis l'été dernier. La valorisation (0,8x l'ANR) et le rendement sont relativement moins attractifs que la concurrence.	n.s	n.s	0,0%	Conserver
56	Astree	-8%	La compagnie d'assurance, filiale de la BT, présente de bons fondamentaux dans l'ensemble. La correction des dernières années a rendu le titre à des niveaux plus abordables mais la valorisation n'est pas encore suffisamment attractive pour compenser la très faible liquidité du titre.	10,8	9,9	5,6%	Conserver (+)
57	Modern Leasing	-9%	Contrairement à sa maison mère, la filiale du groupe BH ne séduit toujours pas les investisseurs. La société de leasing fait pourtant preuve d'une nouvelle dynamique - profitant des synergies commerciales avec le réseau de la banque - mais pâtit d'une mauvaise qualité d'actifs. Des efforts de "nettoyage de bilan" s'imposent encore. La valorisation est relativement plus chère que la concurrence.	15,0	13,6	6,4%	Conserver (+)
58	SOTEMAIL	-9%	Le spécialiste du grès porcelaine est bien loin de ses ambitions annoncées lors de son introduction en Bourse et devrait terminer l'année 2016 sur un déficit. Si la société cherche à conquérir de nouveaux marchés à l'export, ses performances continueront à être pénalisées par une structure financière endettée et par la flambée des prix des matières premières.	n.s	n.s	0,0%	Alléger

59	STEQ	-10%	Une société du groupe El Arem avec un portefeuille de filiales hétérogènes et diversifiées. Les résultats du groupe sont dans le rouge et le management se fait économe en termes d'informations, tant sur la quantité que sur la qualité. Absence de visibilité à court et moyen terme.	21,2	29,3	0,0%	Alléger
60	Tawassol Group Holding	-12%	Un parcours boursier en relation avec le comportement de l'activité. La succession d'annonces non respectées a altéré la relation avec le marché, le titre a baissé de moitié depuis son entrée sur le marché alternatif. La stratégie de diversification (métier/pays) a permis au groupe de travaux publics de sauvegarder le top line, mais aux dépens des marges. Un bénéfice s'annonce - enfin - pour 2016 mais la déception des dernières promesses ne devrait pas faciliter un retour rapide des investisseurs sur le titre.	15,6	14,9	4,5%	Conserver
61	BTE (ADP)	-12%	Un titre particulièrement volatile sur les dernières années. Après la débâcle de 2015, l'action à dividendes prioritaires s'est relativement ressaisie. Il semblerait que les investisseurs s'attendent à un retour aux dividendes après trois années de vaches maigres. Une hypothèse infirmée par les dernières prévisions publiées par la banque. Les fondamentaux de la BTE sont moins bien positionnés par rapport à la concurrence. La capacité bénéficiaire limitée et la dégradation de la qualité de portefeuille pèsent sur la valorisation du titre.	20,2	13,9	0,0%	Conserver
62	ICF	-13%	Une société terriblement impactée par la conjoncture internationale, particulièrement dans l'industrie de l'aluminium (la société produit de l'alumine, un intrant utilisé pour produire l'aluminium). La baisse de la demande sur les marchés étrangers a impacté les ventes de la société (-30% au 30 juin 2016) et par conséquent, sa rentabilité (déficit au 1er semestre). Le manque de visibilité sur les perspectives et la liquidité limitée pénalisent l'appréciation du marché pour le titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
63	Office Plast	-13%	Prise de bénéfice pour le producteur de fourniture scolaire après avoir - contre tous nos pronostics - doublé de capitalisation depuis son introduction (2015). La correction de 2016 est aussi justifiée par un écart par rapport au business plan annoncé l'année dernière. L'annonce début décembre de nouveaux projets de développement ambitieux (exploitation d'une franchise "Bureau Vallée, prospection commerciale en Afrique...) ne semble pas avoir séduit le marché, ces informations sont "déjà" dans le cours.	24,7	15,5	2,0%	Conserver (+)
64	STAR	-17%	Une des plus grandes déceptions du marché ces dernières années. Rien ne prédisposait la compagnie d'assurance à un tel destin boursier. Les fondamentaux et les fonds propres sont solides, le portefeuille de placement est consistant et offre des revenus financiers réguliers chaque année. Une politique de distribution est désormais instaurée (40% de payout) et permet une meilleure visibilité sur les dividendes. Avec une valorisation à moins que les fonds propres, le titre garde toute son attractivité.	9,9	9,2	3,8%	Acheter
65	Electrostar	-18%	Situation critique pour le groupe d'électroménagers qui devrait afficher sa 7ème année de perte (consolidée) consécutive. En sus des problèmes sectoriels qui pénalisent la rentabilité, le groupe supporte (et depuis quelques années déjà) une situation financière critique (endettement net de plus de 100 MDT pour des fonds propres négatifs !). Une nouvelle augmentation de capital est inéluctable (la dernière ayant eu lieu en 2013). Plus aucune nouvelle sur le projet de franchise avec l'enseigne française Darty! Les perspectives de croissance sont limitées dans un marché difficile. Nous conseillons la vente du titre.	n.s	n.s	0,0%	Alléger

66	CELLCOM	-19%	L'année 2016 a mis fin à deux années successives de hausse. Traversant une période de transition suite au lancement de la technologie 4G, la marque tunisienne de téléphones (Evertex) a subi d'importantes méventes sur les neuf premiers mois de l'année (-27%) et devra s'efforcer de ne pas clôturer 2016 sur un déficit. La conclusion du partenariat capitalistique avec le fonds d'investissement SWICORP n'a pas eu "l'effet d'annonce" escompté en Bourse. Dans l'état actuel des choses, nous conseillons la vente en attendant la "normalisation" du marché....et de l'activité.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
67	BNA	-19%	L'emballlement suscité l'année dernière par la cession de la participation sur la SFBT (une plus-value de 94MDt) s'est heurté aux défis de la restructuration. La baisse du cours a été accentuée par les publications semestrielles décevantes (croissance molle et dégradation de la qualité du portefeuille). Le désengagement de la SFBT s'est poursuivi en 2016 et générera une belle plus value (>15 MDT selon nos estimations). Du fait que la banque affiche des insuffisances de provisions, le bénéfice publié n'a pas beaucoup de sens à notre avis. Sur le papier, la valorisation de la banque est extrêmement basse (0,4x des fonds propres) mais l'attentisme reste le mot d'ordre.	10,6	9,8	0,0%	Conserver
68	AMS	-21%	Encore une société du marché alternatif qui fait faux bond aux investisseurs. La société du groupe Loukil est minée par le ralentissement du marché immobilier, par la concurrence et par la prolifération du marché parallèle. Les ventes stagnent et les déficits s'accumulent. L'endettement reste élevé et la valorisation chère.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
69	Tunisair	-24%	La situation ne cesse de se dégrader chez le transporteur national qui affiche annuellement un lourd déficit de 100 MDT ! En plus de problèmes conjoncturels (baisse du tourisme, insécurité...), la compagnie souffre d'un problème de productivité, de commercialisation, d'image... et peine à se refaire une place dans un "ciel" de plus en plus concurrentiel. Très peu d'informations sur le plan de redressement annoncé et des retards fréquents dans la publication des comptes. Nous ne croyons pas à un rebond de l'action sur le court terme.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
70	GIF	-26%	Le leader tunisien des filtres a changé deux fois de propriétaires en 5 ans (Mzabi en 2009 et Loukil en 2013, deux groupes dans la concession automobile). Commercialement, les synergies promises par les nouveaux acquéreurs tardent à se concrétiser et la société est encore à la recherche de relais de croissance (à l'export). Dans l'intervalle, les marges s'effondrent. L'introduction en bourse du concurrent Misfat, programmée pour le 1er trimestre 2017, permettra de mieux positionner les fondamentaux du groupe par rapport à l'industrie.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
71	Monoprix	-28%	Une croissance au ralenti et une rentabilité minée par la baisse du pouvoir d'achat et l'intensification de la concurrence (notamment informelle). Le nouveau management, aux commandes depuis mars 2016, tente de donner un nouveau souffle à l'enseigne : redéploiement du réseau, nouvelle identité commerciale, stratégie de fidélisation... Des efforts qui ne seront perceptibles que sur le moyen terme. La valorisation est chère pour une enseigne mature.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
72	SOMOCER	-30%	Une deuxième année d'échec boursier pour le groupe SOMOCER. Pénalisé par le ralentissement immobilier et la fermeture de ses principaux marchés à l'export, le groupe peine à retrouver le chemin de la croissance. Le parcours a également été perturbé par une communication évasive sur le projet de restructuration du groupe. La valorisation est élevée.	n.s	n.s	0,0%	Alléger
73	Hexabyte	-30%	Une troisième année successive de déception boursière pour le fournisseur de service internet. La société a du mal à conforter son positionnement commercial. En dépit de l'amélioration de la capacité bénéficiaire, Hexabyte est moins bien positionnée que ses concurrentes adossées aux opérateurs Télécoms. La valorisation du titre et son rendement sont actuellement attrayants mais butent à la faible liquidité du titre et au manque de visibilité à moyen terme.	7,4	7,8	8,5%	Conserver

74	STB	-30%	Le passage au vert entamé en 2015 a été de courte durée pour la STB. Plus grande perdante du secteur, la doyenne des banques publiques continue à souffrir de la conjoncture contraignante et de son lourd héritage de créances classées. Si la recapitalisation conséquente a été clôturée avec succès (une levée de 757MDT), de grands défis subsistent pour la STB pour réussir sa relance commerciale et rompre avec son image de banque contreproductive. Malgré la correction boursière, la valorisation demeure chère par rapport à la moyenne sectorielle.	n.s	n.s	0,0%	Conserver
75	UADH	-31%	Troisième société du groupe Loukil qui termine l'année dans le rouge. Le représentant de la marque Citroen a pâti de la dépréciation du Dinar par rapport au Yen. Les fondamentaux du groupe sont moins bien positionnés que le reste de la concurrence particulièrement en termes de levier financier. Le bénéfice annoncé par le management (11 MDT pour l'année 2016) nous semble hors de portée au vu des réalisations à ce jour.	19,3	18,3	0,8%	Alléger
76	MPBS	-31%	Une performance en relation aux mauvais résultats publiés (-25% au 1er semestre 2016). Le spécialiste du bois est touché de plein fouet par la baisse de la demande et par la dépréciation du dinar qui a impacté ses marges. La conquête des marchés à l'export devient une nécessité pour le groupe. MPBS fait partie du groupe de valeurs "sous surveillance" qui devraient rebondir sitôt que le secteur de la construction se sera rétabli.	8,3	7,8	3,6%	Conserver (+)
77	SPDIT-SICAF	-32%	Pour la première fois, le parcours boursier de la SPDIT décroche de celui de sa société mère, la SFBT. En manque d'information sur la rentabilité future de la SEABG (principal pourvoyeur de dividendes pour la société) suite aux nouveaux accords conclus au sein du groupe, le marché sanctionne la valeur. Wait and see.	14,0	15,1	6,4%	Conserver
78	AeTech	-34%	Depuis son introduction en bourse en 2013, la société n'a pas arrêté de décevoir les investisseurs. Le parcours boursier est le reflet des résultats - en baisse - et d'une activité qui peine à progresser. La capitalisation boursière d'Aetech est la plus modeste du marché (2 MDT).	n.s	n.s	0,0%	Alléger
79	SOPAT	-49%	Sans grandes surprise, la SOPAT figure en queue de peloton du palmarès 2016. La société a été victime de fraudes et malversations de la part des anciens actionnaires fondateurs (les frères Lahmer) et que les nouveaux propriétaires (groupe Belkhiria) tentent de combler. Aujourd'hui, le producteur de volaille est dans une situation extrêmement critique (problèmes techniques, commerciaux, financiers en plus des complications sectorielles) et il faudra bien du temps pour que la marque "Mliha" retrouve son prestige sur le marché.	n.s	n.s	0,0%	Alléger