

Amen Invest

RETROSPECTIVE 2015

PERSPECTIVES 2016

AMEN INVEST
INTERMEDIAIRE EN BOURSE
LISTING SPONSOR

Amen Invest

Revue N°7

RETROSPECTIVE 2015

PERSPECTIVES 2016



AMEN INVEST
INTERMEDIAIRE EN BOURSE
LISTING SPONSOR

SOMMAIRE

1. Conjoncture économique nationale

La récession évitée de peu

3

2. Rétrospective Boursière

L'euphorie cède place au pessimisme

5

3. Perspectives 2016

Une volatilité intensifiée, mais des opportunités à saisir

8

4. Fiches d'analyse

9

Attijari Bank

UIB

ATB

Eurocycles

Citycars

Hannibal Lease

Sotuver

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE NATIONALE

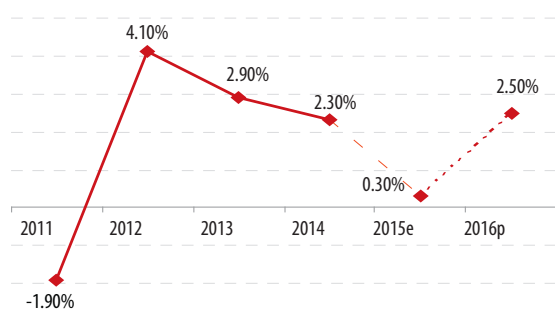
Une récession évitée de peu

Initialement prévue à 3% pour l'année 2015, la croissance économique du pays a été plombée par deux attentats terroristes, l'un perpétré au cours du mois de mars et le second à la fin du mois de Juin, et qui ont été suivis d'un troisième vers la fin de l'année.

Après une entrée en récession technique confirmée lors du second trimestre de l'année (baisse du PIB sur le premier et deuxième trimestre de 0,2% et 0,7% respectivement), le PIB s'est légèrement repris à partir du troisième trimestre, terminant en évolution estimée de 0,8% en glissement annuel.

Après avoir stagné durant 3 mois autour de 5,7%, l'indice général des prix à la consommation a baissé en glissement annuel à partir du second trimestre, pour se stabiliser dès le mois de Juillet autour de 4,2% jusqu'à Septembre, pour atteindre, par la suite en décembre, son plus faible niveau des trois dernières années, à 4,1%¹. L'inflation demeure tirée vers le haut par les produits alimentaires et boissons (+3,3%), les articles d'habillement et chaussures (+7,1%), ainsi que par le groupe Logement, électricité, eau, gaz et combustibles.

Croissance du PIB (en %)

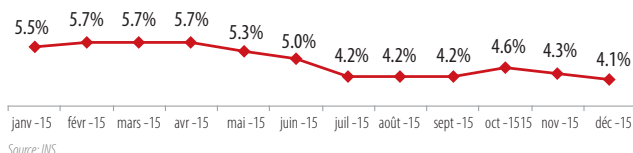


Cette faible performance est attribuable au fléchissement de l'activité dans l'ensemble des secteurs, à l'exception du secteur agricole, notamment dans les secteurs de l'industrie et des services qui ont été affectés par les actes terroristes perpétrés durant l'année.

Alors que l'indice général de la production industrielle a fléchi de 1,8% sur les dix premiers mois de 2015, suite à la baisse de la production des industries minières et énergétiques de 5,8% et 21,5% respectivement, le secteur des services, à travers principalement le secteur touristique a été davantage affecté, enregistrant pour l'ensemble de l'année 2015, un fléchissement de 35,1% de ses recettes.

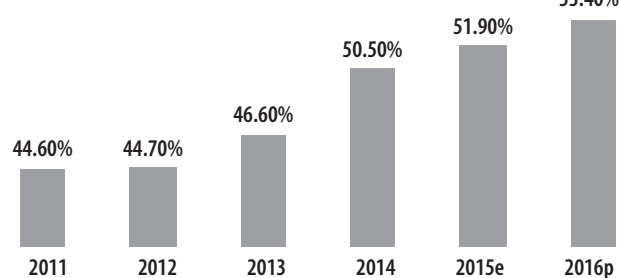
Un taux d'inflation au plus bas depuis plus de trois ans

Evolution du taux d'inflation (variation annuelle)



Source: INS

Dettes publiques en % du PIB

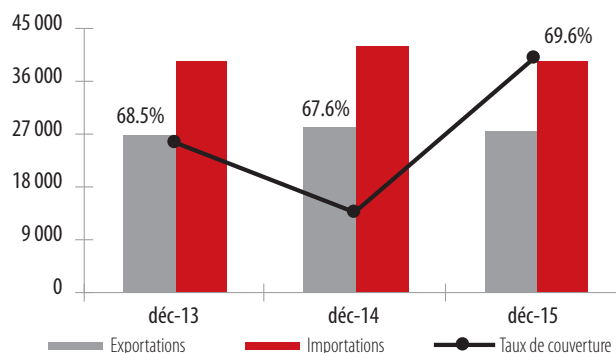


Source: Budget de l'Etat

Par ailleurs l'endettement de l'Etat a continué à s'accroître en 2015 bien au delà des 50%, et pourrait même dépasser les 53% en 2016, alors que plus de sa moitié correspond à des dettes extérieures.

Amélioration du déficit commercial, attribuable à une récolte exceptionnelle d'huile d'olive

Evolution de la balance commerciale (en MDT)



Source: INS

1 Source: INS

L'année 2015 a été marquée par une certaine amélioration du déficit de la balance commerciale, qui a atteint fin décembre 12047,7MDT, en baisse de 11,6%. Le taux de couverture des importations par les exportations s'est ainsi amélioré par rapport aux deux années précédentes, mais marque une détérioration par rapport au premier semestre, durant lequel il avait atteint 70,1%.

Ceci résulte majoritairement de la résorption du déficit de la balance alimentaire, qui était de 1380,5MDT en 2014, et a été réduit à seulement 91,1MDT, après avoir atteint un excédent de plus de 370MDT au mois de juillet. Ceci reste attribuable au bond des exportations d'huile d'olive, qui ont atteint en 2015 un niveau exceptionnel. Néanmoins, la baisse de près de moitié des exportations dans le secteur des énergies malgré une nette baisse des prix des matières énergétiques importées, a mené à une dégradation du taux de couverture pour ce secteur, passé de 50,7% en 2014 à 36,9% en 2015.

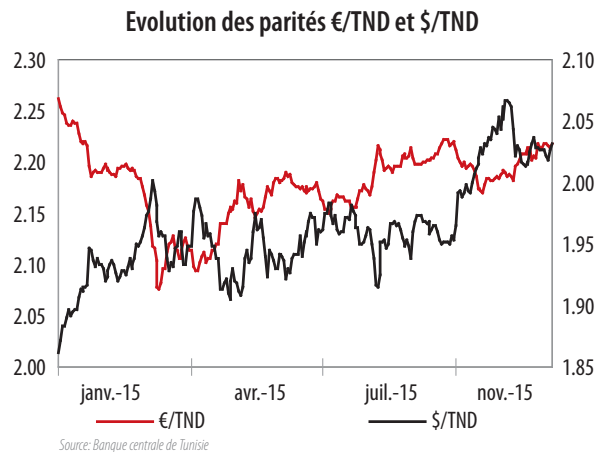
Consolidation des avoirs en devises à 128 jours d'importation

Par ailleurs, les recettes touristiques ont enregistré une chute de 35,1%, en comparaison avec leur niveau de 2014, pour revenir à environ 2.355 MDT. En outre, les revenus de travail ont diminué de 6% annuellement, pour se situer à 3.743 MDT.

Compte tenu de ces évolutions, le déficit courant s'est établi à 7.602 MDT soit 8,7% du PIB, contre 7.369 MDT et 8,9% du PIB, en 2014.

Grâce à la consolidation des entrées nettes de capitaux extérieurs, les avoirs en devises ont connu une nette amélioration, passant de 13097MDT (soit 112 jours d'importations) en 2014, à 14102MDT en 2015 (128 jours). Notons que les IDE représentant 2,8% du PIB en 2015 contre 2,4% en 2014². Ils ont ainsi totalisé 2,4 milliards de dinars en 2015, dont un milliard investi dans le secteur de l'énergie et 0,4 milliard sous forme d'achats de titres actions et obligations de sociétés tunisiennes.

Evolution des taux de change : Le Dollar US franchit un nouveau palier celui des 2 Dinars



Au niveau du marché des changes, le Dinar Tunisien avait enregistré une appréciation de sa valeur par rapport à l'Euro durant le premier trimestre, clôturant avec une parité €/TND de 2,1064DT, soit une baisse de 6,9%. Ceci avait été motivé par l'achèvement du processus de transition démocratique en Tunisie. Après avoir atteint un plus bas de 2,0769, la dépréciation de l'Euro a été réduite durant les mois suivants, revenant à fin septembre à une parité €/TND de 2,2016, soit une baisse de seulement 2,7%, compte tenu de la confirmation de l'entrée de la Tunisie en récession, après les deux coups durs subis en Mars et en Juin. La parité €/TND a clôturé l'année à 2,2188, soit en baisse de seulement 1,9%, par rapport au début d'année.

Quant à la parité \$/TND, elle a poursuivi son évolution, atteignant à fin septembre 1,9661 Dinars³ (+5,6%). L'évolution de la parité s'est accentuée durant le dernier trimestre, exacerbée par l'attentat perpétré au mois de novembre, le Dollar US atteignant un record de 2,0675 par rapport au Dinar Tunisien et a clôturé l'année en appréciation de 9,2%.

² Source : FIPA

³ Source : BCT

RÉTROSPECTIVE BOURSIÈRE

L'euphorie cède place au pessimisme

	2015	2014	Variation
Tunindex	5 042.16	5 089.99	-0.94%
<i>Plus haut</i>	5 770.32	5 141.85	
<i>Plus bas</i>	4 824.80	4 339.18	
Tunindex 20	2 113.71	2 149.76	-1.68%
Capitalisation boursière (MDT)	17 829.20	17 324.04	+2.92%
Volume	2 140	1 777	+20.41%
Nombre de sociétés cotées	78	77	
Hausse/Baisse	32	▲ ▼	46

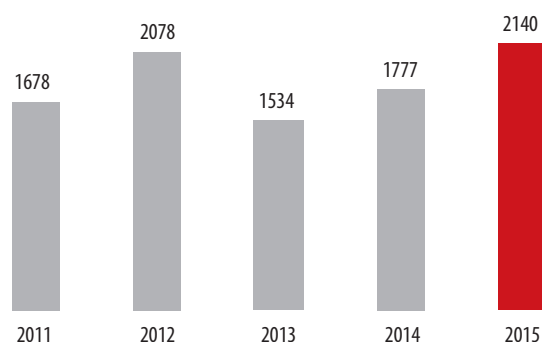
Bien qu'ayant démarré sur une note fortement optimiste, confortée par l'achèvement de la phase transitionnelle, supposé marquer le retour à la stabilité sécuritaire et sociale, le Tunindex a été freiné dans son élan haussier, à deux reprises au cours du premier semestre, suite à l'avènement de deux attentats terroristes meurtriers. Le premier fléchissement a eu lieu durant le mois de mars, pour être suivi d'une reprise, mais un second attentat perpétré à la clôture du semestre a définitivement eu raison de l'optimisme du marché. C'est ainsi qu'après avoir atteint un record de 5770 points et terminé le premier semestre avec une performance de 12,06%, que le Tunindex a abordé la seconde moitié de l'année sur une pente totalement baissière.

Ce renversement de tendance ayant été initié aux abords d'une saison estivale marquée par ses habituelles séances de bourse écourtées, a réduit peu à peu la performance de l'indice à 3,63% à fin septembre.

Le pessimisme s'est, en outre, accentué durant le dernier trimestre, emportant sur son sillage la majorité des valeurs cotées, tirant ainsi le Tunindex vers ses plus bas de l'année. Après avoir cumulé une baisse annuelle de plus de 5% au mois de novembre, précédant un nouvel attentat visant les forces de la sécurité présidentielle, le marché a tenté tant bien que mal de résorber ses pertes, sans grande conviction, clôturant l'année quasi-stable.



Capitaux traités sur les titres de capital (MDT)



Dans l'ensemble, le Tunindex a été tiré vers le haut tout au long de l'année, principalement par les lignes SFBT, SPDIT et Eurocycles, qui ont toutes trois poursuivi sur leur lancée, après une année 2014 déjà excellente. Les valeurs bancaires publiques, BNA et BH surtout, qui se sont également ajoutées depuis le début de l'année, ont tenté de maintenir l'indice. Ce sont cependant les deux cimentiers Carthage Cement et Ciments de Bizerte et les deux enseignes de grande distribution Monoprix et Magasin Général, qui ont fini par avoir raison de la performance du marché. Ils ont été appuyés par la BT, qui a basculé depuis le troisième trimestre en territoire négatif.

Carthage Cement qui a écopé d'une correction de 45,5%, a cumulé des plus bas historiques. La société continue d'afficher des chiffres inquiétants, avec non seulement un déficit net qui a plus que doublé en 2014, sous le poids des charges financières, mais également un niveau d'activité inférieur aux attentes durant l'année 2015. Ceci serait justifié notamment par un secteur excédentaire et un secteur de l'immobilier en fléchissement. A ce rythme, cette industrie énergétivore pourrait voir son niveau déficit maintenu voire aggravé, malgré le rééchelonnement de la dette de la société négociée récemment par le management avec le pool bancaire concerné.

De même, pour la société les Ciments de Bizerte, qui affiche une baisse de son cours de plus de 51% sur l'année. Bien qu'elle parvienne à résorber graduellement son déficit net, et est pressentie pour clôturer 2015 proche de l'équilibre, le retour aux bénéfices qui ne cesse de tarder semble de plus en plus dissuasif pour les opérateurs du marché.

Quant aux deux grandes chaînes de distribution, leurs titres ont connu respectivement des baisses de 22,5% pour Monoprix et de 27,3% pour Magasin Général.

Alors que la société Monoprix continue d'afficher une évolution timide en terme d'activité et de résultat en 2014 et au premier semestre de 2015, le retard d'entrée en exploitation de l'enseigne BUT, l'échec du projet d'implantation en Libye et au Maroc, ont favorisé le boycott de la valeur par le marché. De plus, le besoin d'investissements grandissant pour favoriser éventuellement la création d'un relais de croissance, dont l'effet ne pourra se faire ressentir dans un futur proche, continuent de plomber la valeur.

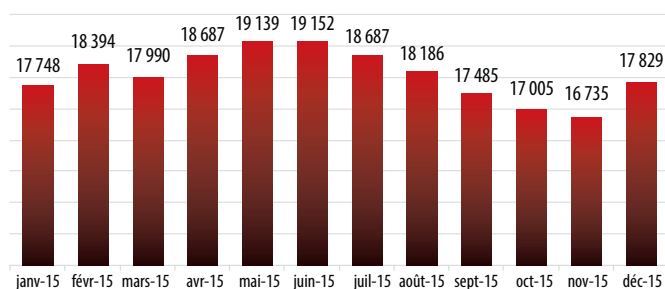
Quant à Magasin Général, le titre a débuté son glissement au cours du mois de mai, s'accroissant de plus en plus durant le troisième trimestre. La société a affiché un effondrement de son bénéfice semestriel, suite à la forte hausse des charges d'exploitation et financières et ce malgré une nette croissance des revenus. Cette croissance s'est par ailleurs affaïssée sur le second semestre. Ceci vient remettre en cause le nouveau cap franchi en 2014 par l'entreprise, qui avait renoué avec la distribution des bénéfices et semblait en phase de maintenir le cap dans sa capacité à rémunérer ses actionnaires. Quant au fléchissement du titre BT, il pourrait être expliqué par une performance bien en deçà de la moyenne du secteur en terme de PNB, que la banque a affiché tout au long de l'année.

Des capitaux renfloués par les transactions de bloc

Les capitaux traités durant l'année se sont améliorés en apparence, mais occultent plus de 560MDT de transactions de bloc. Ces dernières comptent à hauteur de moitié (261MDT), la vente de la participation de 67% de Jalila Mezni en personne dans le capital de SAH, à sa Holding JM holding. Par ailleurs, près de 175MDT ont été accaparés par la ligne SFBT, demeurée une bonne partie de l'année au centre de l'engouement, compte tenu de l'autorisation accordée aux actionnaires étrangers de détenir jusqu'à 66% de son capital.

Une année pauvre en nouvelles introductions

Capitalisation boursière du marché (en MDT)

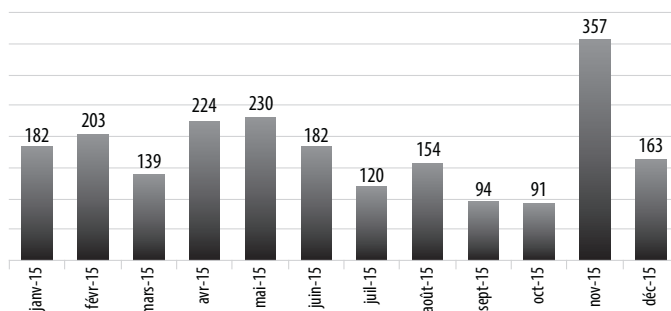


Après deux années riches en nouvelles introductions en bourse, la bourse de Tunis n'a connu en 2015 que deux opérations d'introductions, celle d'UADH, à travers une opération de 80MDT, dont la moitié a fait l'objet d'une levée de fonds, ainsi que celle d'Officeplast, avec une levée de fonds bien plus modeste de 5MDT.

Ces deux sociétés ont permis d'injecter une capitalisation additionnelle de 254MDT. Ainsi, après avoir enregistré un record au mois de Juin, compte tenu de l'euphorie arrivée à son comble, la capitalisation boursière a clôturé l'année en faible progression, contenue par la vague de pessimisme qui a envahi le marché sur la deuxième moitié de l'année.

L'illiquidité reprend le dessus à partir du troisième trimestre

Capitaux échangés en 2015 (en MDT)



La liquidité est demeurée globalement soutenue durant le premier semestre de l'année, à l'exception de celle du mois de mars qui a connu un net fléchissement, suite à l'attaque terroriste du Bardo. Les volumes avaient jusque là connu une amélioration relative, avoisinant les niveaux de 2012. Cette tendance a cependant pris fin, une fois les informations relatives aux publications annuelles et aux dividendes à distribuer des sociétés cotées ayant été consommées. Un fléchissement a ainsi commencé à être observé au mois de juin, au démarrage de la saison estivale et ses séances de bourse écourtées caractéristiques.

L'attaque terroriste perpétrée à Sousse à la fin de ce même mois a permis d'accroître cet assèchement de liquidité qui a persisté jusqu'en fin d'année. Hors transactions de bloc, la moyenne quotidienne des échanges est passée de 7,4MDT au premier semestre, à 4,1MDT sur la seconde moitié de l'année.

Valeur	Plus gros volumes		Volume '000
	cours	%	
SFBT	22.75	+21.37%	430001
SAH	9.70	+13.11%	373228
BNA	11.20	+47.37%	122092
CC	1.32	-45.45%	77334
DH	13.49	-6.73%	62084

Accaparant près de 22% des échanges sur l'année, la ligne SFBT est demeurée de loin la plus active en termes de volume, bien que 40% de ces derniers ont été échangés sur le marché des blocs.

Rappelons, ainsi, que la Commission Supérieure d'Investissement CSI avait autorisé le relèvement du taux de la participation étrangère de 49.9% à 51.57% dans le capital de la SFBT. A la suite de cela, un franchissement à la hausse du seuil des 50% du capital de la SFBT avait été déclaré début juin par la BGI SA, qui détient depuis et de concert avec Maghreb Investissement une part de 50,41%.

Quant à la participation étrangère totale au capital de la société, elle a nettement évolué, atteignant en fin d'année 61,61%.

Profitant de l'annonce de la signature d'un Term sheet avec un fonds d'investissements étranger, en vue d'un partenariat capitalistique, le titre SAH a connu un certain engouement, lui permettant d'accaparer le second volume de l'année.

Rappelons que la holding JM Holding a été créée durant le second semestre, détenue à 99,4% par l'actionnaire principal de SAH, Mme Jalila Mezni. Cette dernière a par la suite cédé ses actions SAH (67%) à la Holding. Dans une seconde étape, elle devrait céder 49% du capital de la holding à un fonds d'investissements étranger. Ceci étant, la cession n'aura pas d'incidence sur le contrôle de la société SAH, dans la mesure où Mme Jalila Mezni, en sa qualité d'actionnaire majoritaire dans le capital de la société holding, conservera le pouvoir de décision aussi bien sur le plan économique que financier.

Loin derrière, la BNA qui a été au centre d'un engouement cette année, se positionne troisième. Ceci a été principalement motivé par l'impact que devrait avoir la vente par le groupe BNA, des titres SFBT en sa possession, sur son résultat et sur la recapitalisation de la banque.

le cas pour l'année 2014, une vague de corrections s'est abattue sur la majorité des titres à partir du troisième trimestre et qui aura persisté jusqu'en fin d'année.

Le palmarès des baisses affiche à son haut des lignes n'ayant contribué que marginalement à la contre-performance de l'indice, en raison de leur poids relativement faible ainsi que de faibles volumes échangés. Ces valeurs délaissées, reflètent les très mauvaises performances de leurs sociétés, majoritairement déficitaires.

Au niveau du palmarès des meilleures performances, la ligne Eurocycles a connu une évolution inébranlable, avec un cours qui a plus que doublé. Rappelons qu'après avoir affiché un bond de son résultat de 2014, qui a permis une révision à la hausse de 35% du dividende à distribuer, la société a enchaîné avec une évolution de 40% de son résultat semestriel de 2015, ce qui lui laisse des perspectives fortement positives quant à la reproduction du scénario de 2014. Quant aux banques publiques, elles ont marqué un tournant après la décadence subie depuis 2011. Ainsi, malgré la persistance de certains risques et une qualité d'actifs de plus en plus compromise, la finalisation de leur audit, le retour aux bénéfices, ainsi que les opérations de recapitalisations en cours, ont eu raison du pessimisme qui a plané sur ces banques pendant quatre années.

La BH a enchaîné l'année 2015 sur l'une des meilleures progressions du PNB du secteur, associée à un rebond de son bénéfice semestriel. En outre son augmentation de capital a été clôturée avec succès, ce qui lui offre une plus grande propension à poursuivre une croissance plus saine.

Performances : Euro-cycles et les banques publiques principaux contrepoids au glissement de l'indice

Plus fortes hausses			Plus fortes baisses		
Valeur	%	Volume'000	Valeur	%	Volume'000
ECYCL	+118.28%	54292	SOTET	-65.22%	2109
PLAST	+101.79%	10169	SERVI	-56.49%	4369
BH	+73.83%	31277	AETEC	-51.42%	344
SPDIT	+55.39%	9984	SCB	-51.16%	1948
BNA	+47.37%	122092	MIP	-50.85%	764

Alors que le premier semestre de 2015 a été marqué par une poursuite de la tendance haussière pour la plupart des valeurs comme ce fut

PERSPECTIVES 2016

Une volatilité intensifiée, mais des opportunités à saisir

Dans la continuité de la tendance haussière qui s'est installée vers la fin de 2015 et qui a rapporté à l'indice de référence un gain de 1,84% sur le mois de décembre, la bourse de Tunis a connu un début d'année faste, marquée d'une euphorie, qui a permis au Tunindex de cumuler les hausses et d'enregistrer en date du 02/02/2016 une performance de 8,8%.

Après avoir frôlé la barre des 5500 points, l'indice de référence s'est retranché en territoire négatif. Alimenté par les craintes liées à des tensions géopolitiques dans la région, le Tunindex n'a pas résister au recul quasi général des valeurs cotées, observant ainsi un effondrement aussi rapide que la reprise qui l'a précédé. La performance annuelle du Tunindex a été réduite à 3,96% (12/02/2016).

Le parcours mitigé qu'a connu la bourse de Tunis en ce début d'année, alternant euphorie et effondrement, confirme le caractère fragile de la reprise observée. La confiance des investisseurs regagnée depuis le début de l'année, s'est rapidement affaiblie, laissant place à une augmentation de l'aversion au risque et traduisant les inquiétudes ascendantes des investisseurs quant à la stabilité de la région. Un nouveau facteur qui s'ajoute à la liste des contraintes auxquelles la bourse de Tunis devrait faire face en cette année 2016.

En plus du maintien de la stabilité politique et sécuritaire du pays, le marché boursier devra être confronté à plusieurs défis, dont, les réalisations des sociétés cotées et la concrétisation de leurs projets annoncés. En effet, la croissance économique atone et la dépréciation du dinar pourraient constituer un frein à l'évolution de l'activité des sociétés cotées et de leur rentabilité en conséquence.

Ainsi, pour 2016, vu le degré d'incertitude élevé qui demeure sur le marché, la tendance générale sur la bourse de Tunis devrait être tributaire des informations diffusées tout au long de l'année quant au contexte géopolitique et aux évolutions macroéconomiques.

Le lancement des réformes structurelles nécessaires afin d'instaurer un climat sûr pour encourager l'investissement et rassurer les investisseurs, devrait favoriser le regain de confiance et contribuer à la reprise

du marché et animer les échanges. Une reprise qui ne devrait pas profiter à toutes les valeurs.

Dans un tel contexte, les valeurs fondamentalement solides et offrant de bonnes perspectives de croissance (**Euro-cycles, Attijari Bank, BIAT, SOTUVER, TPR**) ainsi que les valeurs défensives (**SAH, Délice Holding**) devraient être d'autant plus sollicitées.

Par ailleurs, se positionner sur des valeurs à bon rendement en dividende pourrait être une stratégie payante (**City Cars, Ennaki, ARTES, TRE, STPIL, NBL**)

D'autres opportunités présentant un potentiel de croissance pourraient s'offrir aux investisseurs telles que l'**UIB** et l'**ATB**, dont la relance de la croissance des bénéficiaires et le potentiel d'augmentation de dividendes devraient favoriser une reprise de leurs cours de bourse.

Sur cette période, la bourse pourrait également observer un essor des titres présentant des valorisations faibles parce qu'ils ont été sévèrement sanctionnés par le marché et non en raison de mauvais fondamentaux (**AB, ATL, CIL**).

Au final, le maintien d'une tendance haussière sur toute l'année n'est pas certain, mais nous estimons que le premier semestre constitue la période de l'année la plus riche en informations financières et durant laquelle plusieurs opportunités à saisir.



FICHES D'ANALYSE

ATTIJARI BANK

Secteur : Bancaire

Code ISIN : TN0001600154

ACHETER



Mars 2016

Cours actuel : 28.50 TND

LA VIGUEUR COMMERCIALE AU SERVICE DU RENDEMENT

Structure du capital au 30-06-2014

Andalu Carthage Holding	59%
Groupe Driss	9,9%
Groupe Mzabi	9,9%
Autres	21%

Chiffres clés 2014 (1000 DT)

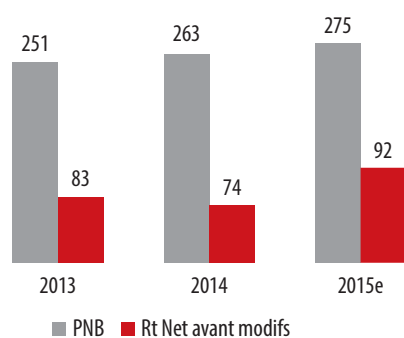
Crédits	3 601 472
Dépôts	4 505 932
Fonds propres	408 332
Résultat net (avant modif comptables)	73 898
Nombre d'agences	201

Chiffres au 31-12-2015 (1000 DT)

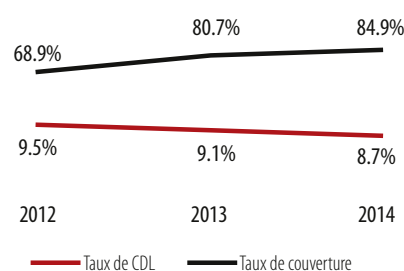
Crédits	3 832 644
Dépôts	4 870 700

Indics boursiers	Attijari Bank	Secteur	Marché
P/E	12.3x	13.8x	17.4x
P/B	2.6x	1.8x	3.4x
Div.Yield	5.61%	2.98%	3.09%

Evolution de l'activité



Qualité d'actifs



	2012	2013	2014	2015e*	2016p*
PNB (mDT)	217 477	251 280	262 672	274 562	292 516
RBE (mDT)	119 747	143 671	148 524	153 331	159 194
Résultat net (mDT)	55 649	38 716**	73 898	91 971	93 081
Capitalisation (mDT)	613 714	647 897	949 984	1 132 826	-
P/E (x)	11.03 x	16.73 x	12.86 x	12.32 x	12.17 x
P/B (x)	1.53 x	1.52 x	2.33 x	2.57 x	2.41 x
Div. Yield	8.68%	8.22%	6.28%	5.61%	5.61%

* Prévisions d'Amen Invest

**Après modifications comptables

Présentation

Depuis sa privatisation par le groupe Attijariwafa Bank, premier groupe bancaire et financier du Maghreb, en 2006, Attijari Bank a suivi un processus d'assainissement équilibré, basé sur l'injection de fonds afin de redresser la situation de la banque, ainsi que sur l'élaboration d'un plan stratégique, qui a été réalisé dans sa quasi-totalité avec un franc succès.

C'est ainsi que l'actionnaire de référence a commencé à récolter les fruits de son investissement à partir de 2012, année ayant marqué la fin du processus d'assainissement à travers la distribution de la quasi-totalité du bénéfice, malgré la conjoncture économique et sectorielle difficile.

Réalisations et perspectives

La banque Tuniso-marocaine a mis en place une stratégie de croissance relativement équilibrée, bien que caractérisée par une forte agressivité commerciale dans le développement de son réseau d'agences. Elle s'est retrouvée depuis 2009 à la tête du plus large réseau d'agences en Tunisie, détrônant ainsi la BNA.

Attijari Bank a ainsi pu booster l'octroi de crédits, tout en travaillant sur la collecte des dépôts.

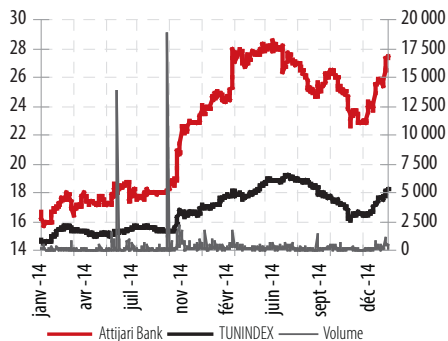
Abstraction faite des exercices 2011 et 2012, durant lesquels la collecte a été fortement freinée sur tout le secteur, la banque a enregistré une évolution à deux chiffres de ses dépôts et la plus forte progression du secteur sur la période 2011-2015. De plus, elle a opéré un rééquilibrage de son portefeuille, qui était principalement composé de dépôts à terme (33,8% en 2009), plus coûteux.

Celui-ci est actuellement mené par les dépôts à vue à hauteur de 40,2%, au détriment des dépôts à terme dont la part a atteint 25,2%. Tout cela a permis à Attijari Bank de se prévaloir depuis 2013, d'un coût des ressources parmi les plus faibles de la place, malgré un contexte économique favorisant la décollecte, couplé à un assèchement accru de la liquidité.

Amen Invest

Tel: (+216) 71 965 400 Fax: (+216) 71 965 426 - E-mail: analyse@ameninvest.com.tn

Evolution du cours boursier



La banque a procédé au renforcement de son haut de bilan à travers l'injection de près de 200MDT par l'actionnaire de référence. Cet investissement a été payant, puisqu'elle affiche actuellement une rentabilité des fonds propres parmi les plus élevées du secteur, correspondant à un ROE de 18,1% en 2014.

Devenue une référence parmi les banques privées à majorité étrangère en Tunisie, grâce au succès de sa privatisation et à la place de choix qu'elle a pu se faire dans le secteur, la banque jouit depuis 2013, de la troisième position en terme de PNB, avec une part de marché de 10%.

Malgré un ralentissement de la croissance de son PNB à partir de 2014, qui a affecté son résultat net avant modifications comptables, ressorti en régression de 10%, la banque a pu réviser à la hausse le montant du dividende à distribuer au titre de l'exercice 2014.

Durant l'exercice 2015, la banque a maintenu une certaine sélectivité dans l'octroi de crédits (+6,4 % par rapport au 31/12/2014), tout en se concentrant davantage sur la collecte de dépôts, en évolution de plus de 8%.

L'évolution du PNB s'est, par conséquent, limitée à 4,6%, bien en deçà de la moyenne du secteur, alors que le bénéfice net sur le premier semestre est ressorti en évolution de 9,1%.

Après une période faste et une croissance de l'activité, qui lui ont permis de se hisser depuis 2013 à la troisième position en terme de PNB sur le secteur, la banque œuvre à une amélioration de ses indicateurs de rentabilité ainsi que de sa qualité d'actifs. Sa plus grande sélectivité, à l'origine du ralentissement de la croissance de son PNB et de son résultat net, ne vient cependant pas à l'encontre de l'évolution de son bénéfice ainsi qu'au potentiel de révision à la hausse du dividende, conséquemment à sa politique de distribution généreuse. Sa dynamique commerciale, quant à elle, s'oriente dorénavant plus vers la collecte de dépôts.

Attijari Bank se prévaut actuellement du meilleur rendement en dividende estimé du secteur. Le profil « vache à lait », du titre, ainsi que la position de choix acquise au fil des années, **nous mènent à réitérer notre recommandation à ACHETER.**

UIB

Secteur : Bancaire

Code ISIN : TN0003900107

RENFORCER



Mars 2016
Cours actuel : 17.75 TND

UN ASSAINISSEMENT EN PHASE DE FINALISATION

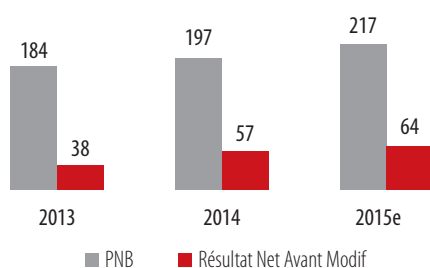
Structure du capital au 30-06-2014	
Société Générale	52.34%
Public	47.66%

Chiffres clés 2014 (1000 DT)	
Crédits	3 441 625
Dépôts	3 150 880
Fonds propres	267 715
Résultat net	56 616
Nbr agences	130

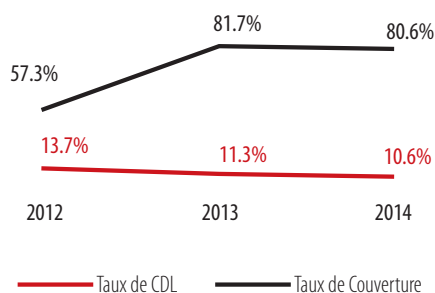
Chiffres au 31-12-2015 (1000 DT)	
Crédits	3 724 862
Dépôts	3 402 256

Indics boursiers	UIB	Secteur	Marché
P/E	9.6x	13.8x	17.4x
P/B	1.9x	1.8x	3.4x
Div.Yield	3.66%	2.98%	3.09%

Evolution de l'activité



Qualité d'actifs



	2012	2013	2014	2015e*	2016p*
PNB (mDT)	160 764	183 955	196 718	216 680	243 909
RBE	73 303	98 062	102 697	116 581	134 911
Résultat net (mDT)	26 598	38 016**	56 616	63 942	70 892
Capitalisation (mDT)	357 700	264 208	509 760	613 440	-
P/E (x)	13.45 x	6.95 x	9.00 x	9.59 x	8.65 x
P/B (x)	2.41 x	4.31 x	1.90 x	1.95 x	1.69 x
Div. Yield	-	0.00%	3.39%	3.66%	5.07%

* Prévisions d'Amen Invest

** Avant modifications comptables

Présentation

Créée en 1963, par le regroupement de cinq grandes banques internationales avec l'actionnaire de référence la STB, l'Union Internationale de Banques n'a été totalement privatisée qu'en 2002, suite au rachat de 52% de son capital par la Société Générale. Cette dernière a lancé en 2004, un plan de mise à niveau, axé sur l'optimisation du fonctionnement de la banque, l'amélioration de son efficacité commerciale, la mise à niveau de ses compétences et l'amélioration des indicateurs de solvabilité et de liquidité, ainsi que l'apurement des actifs improductifs. Malgré une augmentation de capital de 36MDT opérée alors, la lourdeur du processus a persisté jusqu'en 2007, menant la banque à passer dans ses comptes l'intégralité des provisions relatives aux risques de contrepartie et aux risques opérationnels, correspondant à un montant de 173,3MDT. En outre, une seconde augmentation de capital bien plus importante que la première, a dû être opérée en 2008 pour un montant de 70MDT.

Marquant en 2008 un retour aux bénéfices, l'UIB a dès lors affiché des évolutions soutenues de son PNB, accompagnées de progressions conséquentes des bénéfices au fil des exercices.

Réalisations et perspectives

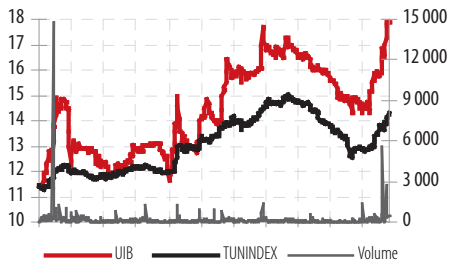
Après un travail de longue haleine qui aura quand même duré dix ans, ainsi qu'une troisième augmentation de capital de près de 75MDT, opérée compte tenu des provisions additionnelles nécessaires suite à la publication de la circulaire N°2013-21 par la banque centrale, l'UIB a enfin clôturé en 2014, sa phase d'assainissement. Ceci s'est matérialisé par un retour à une capacité bénéficiaire, permettant la distribution (bien que symbolique) du premier dividende de la banque, depuis sa reprise par la Société Générale.

L'UIB est ainsi passée d'une banque déficitaire, avec des ratios prudentiels bien en deçà des niveaux requis, souffrant d'une lourdeur de ses créances classées (46,1% de son actif), et du poids de ses charges opératoires (qui absorbaient 69% de son PNB), à une banque largement bénéficiaire, et qui a su se frayer un chemin dans un secteur fortement concurrentiel.

Amen Invest

Tel: (+216) 71 965 400 Fax: (+216) 71 965 426 - E-mail: analyse@ameninvest.com.tn

Evolution du cours boursier



L'année 2014 a ainsi constitué un nouveau cap, durant laquelle l'UIB a réussi à dépasser largement le résultat escompté, malgré une évolution modérée du PNB, ce qui lui a permis de distribuer son premier dividende. Son effort d'apurement a également porté ses fruits, puisque la proportion de créances classées a atteint 10,6% de l'ensemble de ses crédits, et sont provisionnées à hauteur de 80,6%.

En 2015, la croissance de l'activité s'est raffermie, et devrait être accompagnée d'une poursuite de l'évolution des bénéfices à distribuer, grâce à l'effort d'apurement consenti jusque là et un risque de mieux en mieux maîtrisé.

Néanmoins, comme pour l'ensemble du secteur, la banque se retrouve de plus en plus confrontée aux problèmes de liquidité, qui associés à une certaine sélectivité dans l'octroi de crédits, freinent considérablement son potentiel d'amélioration de ses parts de marché. La banque se positionne ainsi en bas de tableau en terme de dépôts (8^{ème} position) et de crédits (7^{ème} position), par rapport au secteur.

Considérant les défis qui attendent encore la banque pour améliorer sa position en terme de crédits et de dépôts dans le secteur, mais tenant compte de la fin de la phase d'assainissement confirmée depuis 2014, ainsi que des perspectives d'évolution des résultats distribuables, **nous révisons notre recommandation sur le titre à RENFORCER.**

ATB

Secteur : Bancaire

Code ISIN : TN0003600350

RENFORCER



Mars 2016
Cours actuel : 5.04 TND

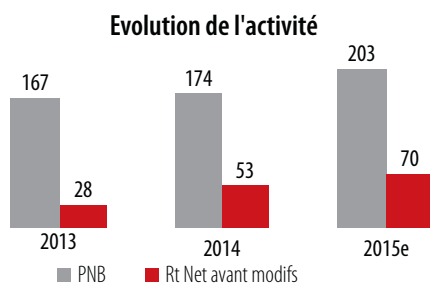
DANS L'ATTENTE D'UNE CROISSANCE PLUS STABLE

Structure du capital au 30-06-2015	
Arab Bank PLC	64,24%
Groupe Zerzeri	5,57%
Autres	30,18%

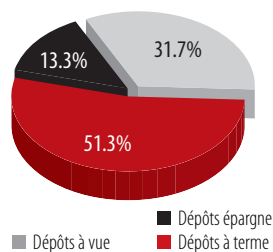
Chiffres clés 2014 (1000 DT)	
Crédits	3 116 562
Dépôts	3 555 265
Fonds propres	497 201
Résultat net (avant modif comptables)	53 311
Nombre d'agences	126

Chiffres au 31-12-2015 (1000 DT)	
Crédits	3 406 433
Dépôts	3 894 443

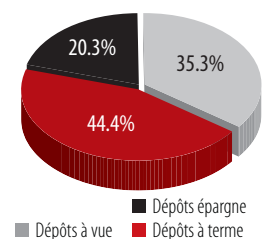
Indics boursiers	ATB	Secteur	Marché
P/E	7.2x	13.8x	17.4x
P/B	0.9x	1.8x	3.4x
Div.Yield	4.96%	2.98%	3.09%



Structure des dépôts en 2009



Structure des dépôts en 2015



	2012	2013	2014	2015e*	2016p*
PNB (mDT)	158 346	166 664	173 670	203 036	215 755
RBE (mDT)	84 229	83 873	82 455	106 444	111 768
Résultat net (mDT)	50 107	27 812**	53 311	69 821	75 852
Capitalisation (mDT)	460 000	410 000	437 000	504 000	-
P/E (x)	9.18x	14.74x	8.20x	7.22x	6.64x
P/B (x)	1.00x	0.88x	0.88x	0.93x	0.85x
Div. Yield	4.78%	5.37%	5.26%	4.96%	5.95%

* Prévisions d'Amen Invest

**Après modifications comptables

Présentation

Etablie en 1982 par son actionnaire de référence, l'Arab Bank PLC, l'Arab Tunisian Bank a fait partie des dernières banques créées du secteur coté en Tunisie.

Depuis sa création, elle s'est retrouvée fortement concurrencée par différents profils de banques. D'une part, par les banques pionnières qui profitent d'un large portefeuille de clients acquis au fil des années (à l'instar de la BT première banque apparue en Tunisie, la STB première banque Tunisienne, établie juste après l'indépendance, de l'Amen Bank, et de la BIAT), et d'autre part par les banques publiques, qui ont profité chacune de leur statut spécifique (la BH en tant que banque spécialisée dans le financement de l'immobilier, la BNA dans le financement agricole).

Réalisations et perspectives

Depuis plusieurs années, la croissance de l'ATB s'est faite relativement discrète par rapport à celle de ses concurrentes du secteur. Affichant un certain manque d'agressivité, la banque se contente d'une position en bas de tableau en terme d'octroi de crédits, avec une part de marché sur le secteur coté, d'à peine 7% (2014). Historiquement, elle s'est orientée principalement vers une activité de portefeuille, lui permettant de tirer une bonne part de sa rentabilité dans un contexte de taux avantageux.

Avec une structure de dépôts très spécifique, composés majoritairement de dépôts à terme, l'ATB se classe septième du secteur coté en terme de taille, mais affiche néanmoins le second coût de ressources le plus élevé du secteur.

Ces éléments lui ont valu des niveaux de PNB relativement faibles par rapport à ses concurrentes, et une position également en bas de tableau du secteur coté. Par ailleurs, et contrairement à la moyenne du secteur, la banque tirait plus de la moitié de son PNB des revenus de portefeuille, jusqu'en 2011.

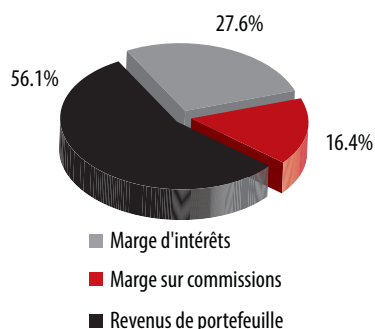
Cependant, la banque semble graduellement se réorienter davantage vers une activité d'octroi de crédits, parallèlement à une réorganisation de son portefeuille.

Les dépôts à terme en dominant de moins en moins la structure, puisque leur proportion est passée de 51,3% en 2009, à 44,4% en 2015.

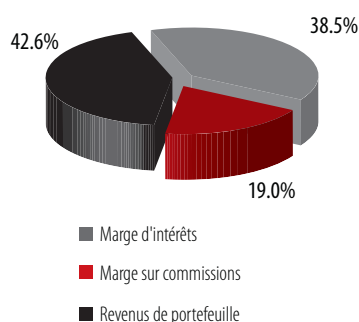
Amen Invest

Tel: (+216) 71 965 400 Fax: (+216) 71 965 426 - E-mail: analyse@ameninvest.com.tn

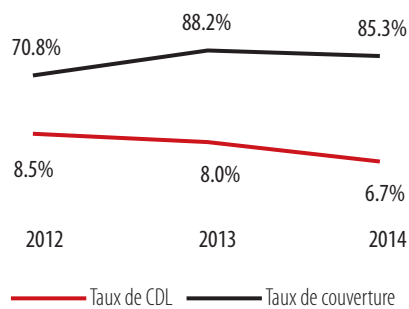
Structure du PNB en 2009



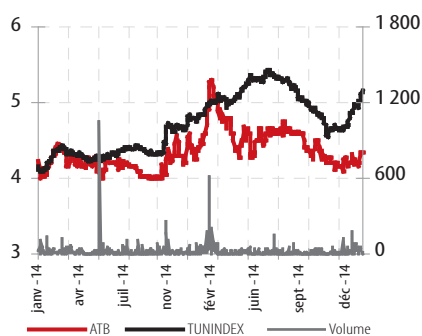
Structure du PNB en 2015



Qualité d'actifs



Evolution du cours boursier



Par ailleurs, elle arrive à faire preuve d'une plus grande agressivité commerciale dans un secteur miné par sa qualité d'actifs et son manque de provisionnement indéniable.

La banque a ainsi enregistré la plus forte évolution des crédits en 2014 (+15,9%), tout en renforçant son réseau par l'ouverture de six nouvelles agences. Ceci semble avoir porté ses fruits en 2015, puisqu'elle se prévaut de la plus forte évolution du PNB du secteur coté. Ce dernier a enregistré une progression à deux chiffres de 17,1%, contre une moyenne de 6,5% pour le secteur. Par ailleurs, elle a maintenu le cap dans l'octroi de crédits en 2015, avec une évolution de 9,3%, contre une évolution sectorielle moyenne de 4,7%. L'ATB a parallèlement continué de travailler sur la collecte des dépôts, ces derniers ayant affiché cette année, la plus forte progression du secteur à +9,5%.

Quant à la structure de son PNB, elle semble muter vers un rééquilibrage des revenus de portefeuille au profit de la marge d'intérêt et des marges sur commissions.

Cependant, l'ATB a jusque là souffert du poids de ses charges opératoires, qui pèsent lourdement sur l'évolution de son bénéfice. Ainsi, malgré sa petite taille et un réseau d'agences relativement limité (sixième banque en terme de taille du réseau), les charges opératoires continuaient d'absorber jusqu'en 2014, plus de 58% de son PNB, pour la placer juste avant l'UBCI, banque à plus faible efficacité opérationnelle du secteur coté.

Elle a néanmoins réussi à gagner une place au classement en 2015, réduisant le poids de ses charges opératoires à 53,6% du PNB.

Notons qu'en terme de qualité d'actif, l'ATB s'est prévalu en 2014 du second meilleur taux de CDL de 6,7%, ainsi que du meilleur taux de couverture des créances classées, soit 85,3%.

Cette tendance devrait se maintenir, et permettrait à la banque de clôturer l'année sur une poursuite de la progression de son résultat, qui devrait atteindre un record et dépasser largement les 60MDT. Ce scénario pourrait favoriser une nouvelle révision à la hausse du dividende à proposer au titre de 2015.

Après une période durant laquelle la banque a montré un affaissement de son agressivité commerciale, dans un contexte d'extension de réseau et d'octroi de crédits massifs observé sur le secteur, l'ATB semble parée pour clôturer l'année 2015 sur un maintien de la croissance de son résultat, alimentée par la progression des crédits, ainsi qu'une meilleure maîtrise de ses charges opératoires.

Le titre, quant à lui, se distingue par un niveau de valorisation parmi les plus faibles, ainsi que par le second meilleur rendement en dividendes du secteur.

Compte tenu des perspectives d'évolution du résultat de la banque et en attendant de voir la dimension de la progression du dividende à proposer, mais aussi dans quelle mesure l'ATB pourra poser les bases pour s'assurer une croissance bénéficiaire relativement stable, **nous révisons notre recommandation à RENFORCER.**

EURO-CYCLES

Secteur : Produits ménagers et de soin personnel

Code ISIN : TN0007570013

ACHETER

Mars 2016

Cours actuel : 45 TND

DE LA CROISSANCE ENCORE EN PERSPECTIVE**Chiffres clés 22/12/2015 (1000 TND)**

Nominal	1DT
Capitalisation boursière	175 446
Effectif	282

Indicateurs de valorisation

	EC	marché
P/E 2015	18.6x	17.4x
P/B 2015	11x	3.4x
Div. Yield 2015	3.1%	3.1%

Structure du capital (31/12/2014)

Habib ESSAYAH	32.72%
Mohamed REKIK	10.69%
Mourad GHAZI	9.16%
MG INVEST SARL	7.16%
Michele BERAUDO	7.16%
Autres	33.11%

1000 TND	2012	2013	2014	2015	2016p*
Capitaux propres	11 697	15 470	21 820»	29 381	36 792
Revenus	48 521	50 358	64 132»	74 693	84 064
EBITDA	4 608	5 323	7 194»	10 182	12 784
Résultat net	5 558	6 737	10 409»	13 031	14 971
P/E (x)	-	7.5x	8.4x»	18.6x	16.2x
P/B (x)	-	4.4x	5.4x»	11x	8.3x
Div.Yield (%)	-	7.9%	6.3%»	3.1%	3.1%

* Prévisions établies par Amen Invest

Présentation de la société

Créée en 1993 à l'initiative de M. Patrice Garandeanu qui a été rejoint par M. Habib ESSAYEH, Euro-cycles est une société spécialisée dans la fabrication, le montage et la vente de vélos tout terrain destinés exclusivement à l'export.

La société détient également une filiale « Tunindustries », qui est une société industrielle ayant pour objet la fabrication de jantes et de cadres destinés à la production de vélos. Détenue à hauteur de 99,99% par la société mère, cette filiale a été créée dans le cadre du développement de la stratégie de l'intégration verticale favorisant la compression des charges.

Evolution en parfaite corrélation avec la consommation mondiale de vélos et profitant de son expertise et des relations solides qu'elle a noué avec ses clients, Euro-cycles a su résister à la conjoncture économique européenne difficile, accroître ses ventes, améliorer sa part de marché et se positionner en tant que 8ème fournisseur de l'Europe en vélos.

Performances et perspectives

Après avoir écoulé près de 450 mille unités en 2014, lui permettant de faire son entrée dans le top 8 des fournisseurs de vélos en Europe, Euro-cycles a exporté 416 mille unités jusqu'à la fin d'octobre 2015 et devrait finir l'année avec 460 mille vélos vendus, soit une évolution de 2,2% sur toute l'année.

En dépit de cette faible augmentation des volumes de vente, la société est parvenue à afficher une augmentation sensible de ses revenus de 16% et de gagner un point en terme de part de marché pour atteindre 6,16% au 31 octobre 2015. Cette performance a été rendue possible grâce à l'appréciation du dollar face au dinar, mais surtout grâce à sa stratégie favorisant une montée en gamme.

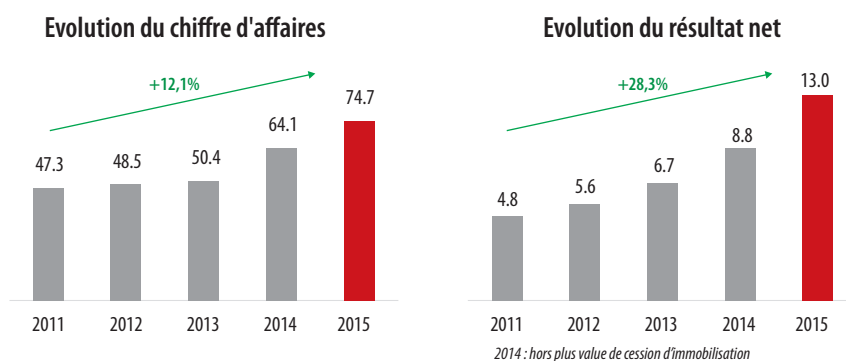
En effet, après la tendance à l'intégration et dans l'objectif de l'amélioration continue de ses marges, Euro-cycles s'est attelée ces trois dernières années au développement des gammes à forte valeur ajoutée. Elle a ainsi démarré la commercialisation des « City bike » (vélos 28») et des « Racing bike » (vélos 29»), dont la part dans le volume global des ventes a atteint 14,4% au terme de l'exercice 2014.

Amen Invest

Tel: (+216) 71 965 400 Fax: (+216) 71 965 426 - E-mail: analyse@ameninvest.com.tn

Ce choix a considérablement conforté la rentabilité de la société qui a réussi à maintenir des résultats solides et à dépasser régulièrement ses objectifs en terme de rentabilité.

Des performances opérationnelles meilleures que prévu, confirment l'efficacité du business model d'Eurocycles



Des performances opérationnelles meilleures que prévu, confirment l'efficacité du business model d'Eurocycles

Ceci étant, la société a vu ses bénéfices de 2015 augmenter de 48% par rapport à l'année dernière (hors la plus value de cession d'immobilisation de 1,6MDT) et de 89% par rapport au business plan d'introduction.

Cette orientation devrait se poursuivre encore pour l'année 2016, puisque le management vient d'annoncer l'intégration imminente du « vélo jouet », un nouveau modèle qui devrait contribuer à l'amélioration de la marge brute de la société.

Par ailleurs, l'expansion vers de nouveaux marchés et le renforcement du positionnement de la société à l'échelle internationale demeurent toujours au cœur des principaux défis du management, qui fait de l'intégration du marché américain sa priorité ultime.

Annoncé depuis mai 2014, ce projet dont la concrétisation était subordonnée à la suppression des droits de douane imposés sur les produits tunisiens exportés vers les Etats-unis, est actuellement en cours de finalisation. Une visite du client aux usines de la société a été prévue pour le mois de février 2016, alors que le démarrage de la production pourrait intervenir en août 2016. Ce marché devrait bonifier le chiffre d'affaires d'un montant se situant entre 3MDT et 16MDT sur les trois prochaines années, grâce à un potentiel estimé entre 20 mille et 100 mille vélos.

Parallèlement, Euro-cycles est en lisse pour décrocher un important marché d'Etat qui devrait générer des revenus additionnels entre 8MDT et 16MDT pour le seul exercice 2016.

Afin d'accompagner sa croissance et satisfaire les besoins émanant de ces nouveaux marchés, le management a procédé à l'extension des bâtiments de stockage et de production sur une superficie globale de 15 000m². Une extension de 1 500m² a été réalisée pour accueillir la nouvelle structure de fabrication de selles dont le démarrage est imminent. La société a reçu les équipements et vient d'effectuer les premiers tests.

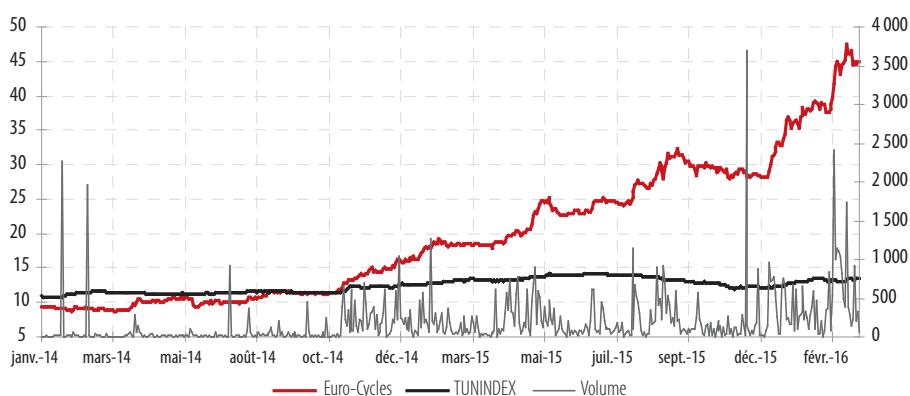
Ce programme a nécessité un investissement global de 7MDT financé à hauteur de 4,5MDT par un crédit bancaire.

Un parcours boursier impeccable à l'image des perspectives prometteuses de croissance

Rappelons à ce niveau, que Euro-cycles bénéficie d'un niveau faible d'endettement qui engendre des charges financières minimales et qu'elle jouit d'une situation financière saine et solide qui génère un niveau important de liquidité et qui permet une distribution généreuse de dividende.

Dans ce cadre, le conseil d'administration réuni en février 2016, a décidé de proposer la distribution d'un dividende de 1,400DT par action, soit une augmentation de 38% par rapport à celui distribué en 2014.

Comportement du titre en bourse



A partir de fin mars 2014, le titre Euro-cycles a amorcé une hausse notable adossée à la réalisation de bonnes performances permettant une distribution de dividendes extrêmement généreuse. Il a terminé l'année sur un gain de 81% se classant, ainsi, comme deuxième meilleure performance de l'année.

Ce parcours appréciable s'est reproduit en 2015 profitant des niveaux élevés de rentabilité ainsi que de la sous-évaluation de l'action par le marché. Le titre a enregistré une impressionnante ascension de 118,3% le hissant, cette fois, au rang de la meilleure performance du marché.

Aujourd'hui le titre se négocie à 45DT, soit 16.2x les bénéfices de 2016. Un niveau qui devrait être significativement révisé à la baisse au vu du potentiel d'évolution que recèlent les nouveaux marchés annoncés par le management et qui rendent les perspectives de croissance offertes par la société extrêmement prometteuses.

Au final, le management a annoncé qu'il compte soumettre, à fin avril 2016, à l'Assemblée Générale Extraordinaire, la proposition d'une augmentation de capital par incorporation des réserves et l'attribution gratuite d'une action nouvelle pour deux anciennes.

Synthèse et recommandation

Euro-cycles a su évoluer au fil des années en déployant les moyens nécessaires à une amélioration de ses marges tant au niveau des produits, en se repositionnant sur des vélos à forte valeur ajoutée, que sur les charges, avec les différentes intégrations verticales en amont.

Tous ces efforts conjugués à un savoir faire indéniable des dirigeants ont permis à la société d'afficher des résultats fort intéressants dépassant les prévisions établies.

Pour les années à venir, l'augmentation des capacités de production et de stockage, la montée en gamme et la conquête de nouveaux marchés devraient consolider la croissance de l'activité et des résultats, conforter les niveaux attrayants de rentabilité et permettre à la société de maintenir sa politique généreuse de distribution de dividendes.

Le titre présente encore un potentiel d'évolution étant donné la consolidation régulière des marges et le dépassement récurrent des objectifs, dénotant de la solidité et de la pertinence du business model de la société et qui font du titre une bonne opportunité de placement. Nous recommandons d'**ACHETER** le titre.

CITYCARS

Secteur : Distribution Automobile

Code ISIN : TN0007550015

RENFORCER



Février 2016

Cours actuel : 14.70 TND

2015, LA COURSE AUX VOLUMES

Structure du capital au 31-12-2014

Automobile Investment Company	55,6%
Tunisian Investment Cars	10%
CTKD	5%
Autres	29,4%

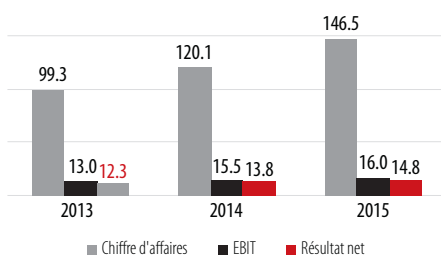
Chiffres clés Décembre 2015 (MDT)

Chiffre d'affaires (indiv)	142.9
Produits des placements	3.4
Trésorerie nette	24.7

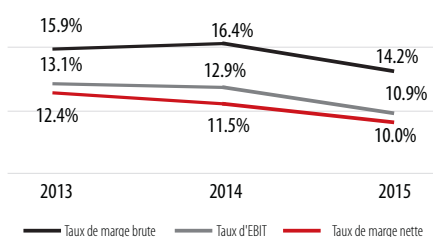
Indics boursiers

	Citycars	Secteur	Marché
P/E	13.4x	11.4	17.2x
P/B	7.5x	4.4	3.3x
Div.Yield	5.78%	4.48%	3.09%

Evolution de l'activité consolidé



Ratios de marges consolidées



	2012	2013	2014	2015e*	2016p*
Chiffre d'affaires (mDT)	84 245	99 283	120 084	146 503	168 478
EBITDA (mDT)	11 052	12 153	15 380	15 917	17 190
Résultat net (mDT)	8 336	12 311	13 780	14 821	17 117
Capitalisation (mDT)	-	147 825	147 285	-	-
P/E (x)	-	12.0x	10.7x	13.4x	11.6x
P/B (x)	-	7.4x	6.4x	7.5x	6.6x
Div. Yield	-	6.12%	7.31%	5.78%	6.80%

* Prévisions consolidées établies par Amen Invest

Présentation

La société CITY CARS est l'importateur et le distributeur officiel en Tunisie des véhicules neufs sous la marque KIA du constructeur coréen KIA MOTORS (4^{ème} constructeur mondial). Elle propose une gamme assez large, allant de la mini-citadine, au grand 4x4 SORENTO, en passant par le segment des berlines notamment les berlines de luxe (QUORIS). Agissant jusque-là uniquement dans le segment des véhicules particuliers, la société compte s'attaquer au segment des véhicules utilitaires avec le lancement de son nouveau modèle pick-up.

Réalisations et perspectives

Etant l'un des derniers entrants sur le marché tunisien, et afin de parvenir à se tailler une part dans un marché dominé par les constructeurs européens, CITY CARS, s'est démarquée lors de son lancement (décembre 2009) par une stratégie basée sur les prix, suscitant ainsi un engouement pour les voitures citadines.

Trois ans après, le concessionnaire a changé de stratégie et a procédé à une refonte de son mix-produit en faveur d'une montée en gamme, lui permettant de proposer des modèles à des prix élevés. Cette diversification lui a permis l'optimisation de ses marges et le renforcement de son image de marque.

En 2015, année qui a été placée sous le signe de « la course aux ventes », City Cars a vu son volume global d'importation augmenter de près de 42% à 4 996 véhicules.

En effet, l'année 2015 a été principalement marquée par la mise en place d'un nouveau système d'attribution des quotas d'importation de véhicules. Ce nouveau système permet la redistribution équitable du volume non écoulé à fin septembre, entre les concessionnaires ayant dépassé leur capacité d'écoulement. Ceci étant, City Cars a profité d'une rallonge de 1 000 unités supplémentaires.

Le concessionnaire affiche ainsi sur un taux de croissance à deux chiffres de son volume de vente et de son chiffre d'affaires, soient respectivement de 14,5% à 4 400 unités et de 22,3% à 142,9MDT (sur le plan individuel).

Amen Invest

Tel: (+216) 71 965 400 Fax: (+216) 71 965 426 - E-mail: analyse@ameninvest.com.tn

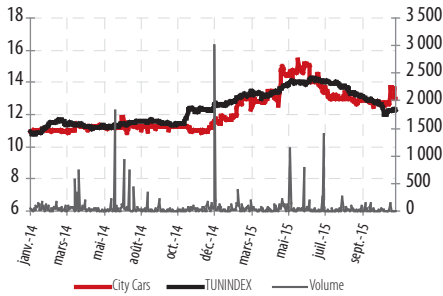
Cependant, pour parvenir à augmenter les ventes, qui serviront de base pour la détermination des quotas de l'année 2016, le management était contraint de procéder à une stabilisation de ses prix de vente. Le recours à une telle stratégie (privilégier le volume au détriment des marges) conjugué à une évolution défavorable de la parité dollar/dinar a entraîné la baisse de la marge commerciale du concessionnaire de deux points de pourcentage à fin septembre 2015.

Ceci étant, le résultat net (individuel) devrait atteindre 14,5MDT (+11,5%), légèrement en dessous des prévisions, sans pour autant empêcher la distribution d'un dividende en 2016 supérieur à celui attribué en 2015.

En dépit des acquis jusque là réalisés, renforcer davantage sa présence et améliorer son positionnement s'avèrent être les objectifs ultimes de la société, qui mise également sur la conquête du segment des véhicules utilitaires ainsi que sur l'élargissement de son réseau de distribution. City Cars se prévaut actuellement de 12 agences opérationnelles sur tout le territoire et vise atteindre 20 points de vente à l'horizon 2017.

Outre les chiffres du mois de décembre qui confirment la poursuite de la croissance de la société, la solidité financière, la valorisation encore attrayante et le niveau de dividende qui devrait être augmenté conséquemment à l'évolution du bénéfice, nous mènent à maintenir notre recommandation de RENFORCER la position sur le titre.

Evolution du cours boursier



HANNIBAL LEASE

Secteur : leasing

Code ISIN : TN0007310139

CONSERVER



LA COMPAGNIE QUI S'EST ATTELÉE À AFFERMIR SON POSITIONNEMENT DANS LE SECTEUR

Mars 2016
Cours actuel : 8.200 TND

Chiffres clés (1000 TND)

Cours	8,200 DT
Capitaux propres 2014	45 931
Résultat net 2014	3 125
Agences	7

Actionnariat au 30-11-2015

Groupe DJILANI	42.7%
Groupe KIPCO	13.94%
Al Mal Inv company	6.97%
MAE	5.09%
Groupe EL AMEN	4.60%
CTAMA	8.94%
Autres	17.75%

Valorisation

	HL	Secteur
P/E	11.2x	11.3x
P/B	0.98x	1.1x
Div.yield	4.9%	5.8%

Présentation de la société

Opérationnelle depuis juillet 2001, Hannibal Lease est aujourd'hui l'un des acteurs majeurs du crédit bail en Tunisie. La compagnie est dotée d'un réseau de sept agences situées dans les principales villes de la Tunisie (Tunis, Sfax, Sousse, Djerba, Gabes, Nabeul, Beja).

Non adossée à une banque, Hannibal Lease a fait le choix de s'introduire en bourse en 2013. Cette introduction lui a permis de consolider ses fonds propres, de réduire sa dépendance vis-à-vis du financement obligatoire mais encore d'accéder à des ressources moins coûteuses afin de soutenir un développement serein. Dans ce cadre, l'agence de notation Fitch Ratings a relevé, le 30 janvier 2015, la note de la compagnie de leasing de BB- (tun) à BB (tun) à long terme avec perspective stable, et B (tun) à court terme.

Parts de marché en termes de mises en force				
	Classement 2013		Classement 2014	
TLS	22.9%	1 ^{ère}	19.6%	1 ^{ère}
HL	13.7%	4 ^{ème}	15.5%	2 ^{ème}
ATL	14.3%	3 ^{ème}	14.7%	3 ^{ème}
TJL	15.9%	2 ^{ème}	14.3%	4 ^{ème}
CIL	13.0%	5 ^{ème}	13.3%	5 ^{ème}
El Wifack	8.6%	6 ^{ème}	9.2%	6 ^{ème}
ML	5.9%	7 ^{ème}	7.2%	7 ^{ème}
BL	5.6%	8 ^{ème}	6.2%	8 ^{ème}

Performance de la société

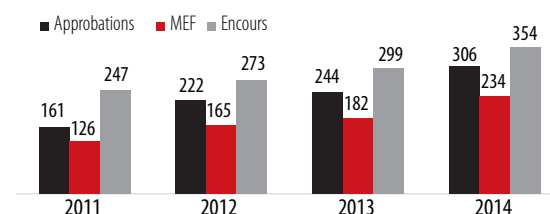
Grâce à une croissance vigoureuse de ses mises en force de 23% par an depuis 2011, contre 11% pour le secteur, Hannibal Lease s'est hissée dans le classement des sociétés de leasing.

Avec une part de marché de 15,5% à fin 2014, la compagnie est parvenue à devancer Attijari Leasing et ATL et à se positionner comme un véritable challenger pour Tunisie Leasing.

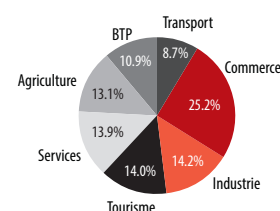
En effet, malgré le contexte économique difficile où les principaux acteurs du secteur ont marqué le pas, Hannibal Lease a fait preuve d'une vigueur commerciale prononcée projetant ses mises en force au delà des 200MDT. Une performance qui lui a permis d'affermir son positionnement dans le secteur et de s'offrir le deuxième rang en termes de mises en force.

A fin 2014, Hannibal Lease est classée 2^{ème} en termes de mises en force

Evolution de la production (MDT)



Répartition des MEF (2014)



La structure du portefeuille se révèle stable et privilégie le financement de biens mobiliers à usage commercial et industriel. Au 31/12/2014, les segments commerce, industrie et tourisme se sont accaparés plus de 53% de la production du leaseur en 2014.

Amen Invest

Tel: (+216) 71 965 400 Fax: (+216) 71 965 426 - E-mail: analyse@ameninvest.com.tn

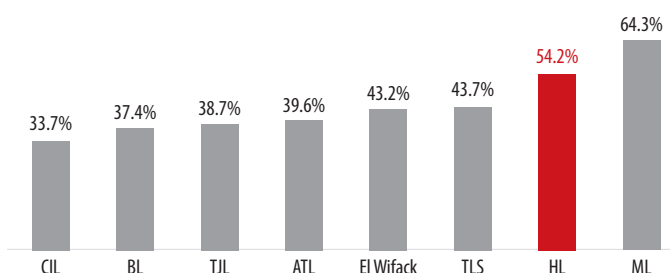
Par rapport à ses concurrentes, Hannibal Lease adopte un business model bien particulier. En effet, elle privilégie les relations avec les clients les plus importants et générateurs d'encours, même si la profitabilité dégagée est relativement faible.

Par ailleurs, l'exposition de la société sur le matériel spécifique plus rentable (mais plus risqué vu l'étroitesse du marché secondaire) tout en veillant à développer une présence auprès des PME ayant recours à des enveloppes de financement modestes mais à rendement intéressant, lui permet de maîtriser ses marges.

Cette stratégie s'est avérée jusque-là payante, puisqu'elle a permis de résorber les charges financières naturellement en hausse avec le contexte de refinancement tendu et de répercuter une bonne partie de la croissance de la production sur celle du produit net de leasing. Ce dernier a évolué de 7,5% en moyenne avec une accélération en fin de période.

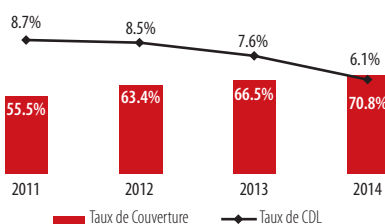
La compagnie vient de relever le défi de restauration de la qualité de ses actifs

Coefficient d'exploitation (2014)

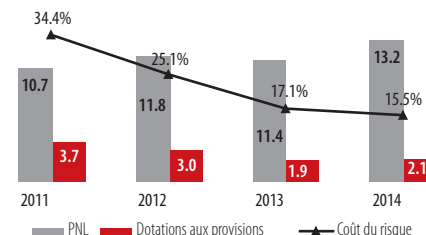


Le renforcement de la structure commerciale s'est accompagné d'une hausse des charges d'exploitation qui a pesé sur la productivité de la compagnie. Cette dernière a toujours affiché des indicateurs de productivité bien en deçà du secteur avec un coefficient d'exploitation parmi les plus élevés. Hannibal Lease gagnerait à optimiser ses charges opérationnelles.

Evolution de la qualité d'actifs



Evolution du coût du risque



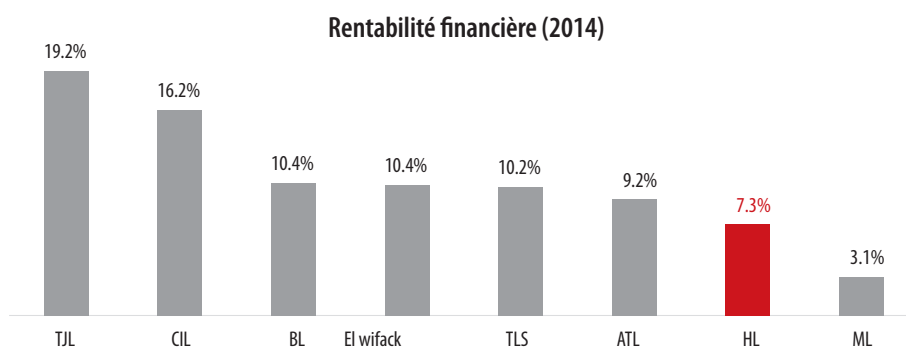
S'agissant de la qualité d'actifs et contrairement à ce qu'on attendait, la croissance rapide n'a pas été jusque-là hostile à la qualité du portefeuille.

Le taux de créances classées a connu une nette amélioration pour se situer à 6,1% en 2014, contre 8% pour le secteur. Une performance qui dénote de la capacité de la société à restaurer la qualité de ses actifs qui s'est détériorée en 2011, impactée -à l'instar de tout le secteur- par les revers de la révolution et le ralentissement économique (6,2% de CDL en 2010).

Avec un taux de couverture par les provisions de 70,8% en 2014, Hannibal Lease est désormais en ligne avec les exigences de la banque centrale.

Au niveau du bottom line, Hannibal Lease a profité de la baisse régulière de son coût du risque pour afficher un résultat net en croissance annuelle de 15% sur la période 2011-2014.

Malgré cette amélioration, la rentabilité demeure modeste en comparaison au secteur mais également en comparaison aux structures similaires (BL, El Wifack, CIL). Alors que la rentabilité financière (ROE) du secteur frôle les 11%, celle d'Hannibal Lease s'est limitée à 7,3% en 2014. La compagnie gagnerait davantage si elle optimise la gestion de ses charges opérationnelles ainsi que la structure de ses ressources à majorité à taux variable.



Perspectives d'avenir

MDT	2014	2015e*	2016p*	2017p*	2018p*
Mises en force	234,1	242,0	266,2	292,8	322,1
PNL	13,2	15,5	18,4	20,9	22,8
Charges opératoires	7,2	7,8	8,2	8,9	9,5
Taux de couverture	70,8%	72,3%	75,2%	79,6%	84,4%
Résultat net	3,1	4,3	6,0	7,3	7,8
%		38,7%	39,5%	21,7%	6,8%

Prévisions de la société

Sur les trois prochaines années, Hannibal Lease table sur une évolution annuelle de 10% de ses mises en force et de 13,7% de ses produits nets de leasing. Au niveau du bottom line cette progression devrait s'accélérer, le résultat net devrait croître en moyenne de 22% pour atteindre 7,8MDT à l'horizon 2018. Un rythme d'évolution réaliste et voir même conservateur eu égard les réalisations de la société.

Par ailleurs, pour palier à la saturation relative du marché local, la compagnie table dès 2016 sur l'exportation de son savoir faire via l'implantation en Côte d'Ivoire, une filiale dans laquelle Hannibal Lease détiendra la majorité (avec une participation au capital autour de 3 millions d'Euros) et y sera sponsor et gestionnaire.

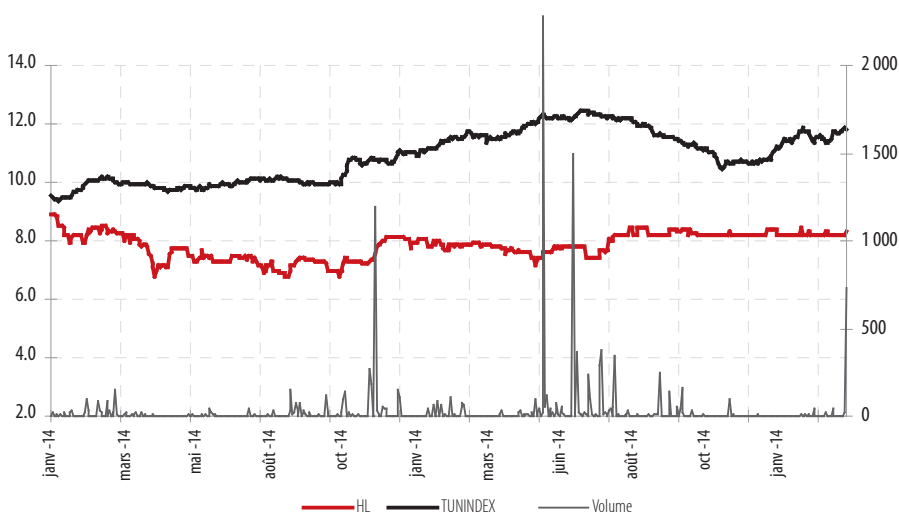
L'année 2015

Les performances jusque-là réalisées, nous rassurent quant à la capacité de la société à dépasser les prévisions de son business plan en terme d'activité et de rentabilité pour l'année 2015.

En effet, la compagnie a clôturé l'année avec un volume de mises en force de 273,3MDT (+16,7%), gagnant une année d'évolution par rapport au business plan et confirmant son rang de deuxième compagnie de leasing.

Ceci devrait lui permettre d'atteindre confortablement les chiffres projetés au niveau de son état de résultat prévisionnel, à savoir un PNL de 15,5MDT (+17,2%), ainsi qu'un résultat net de 4,3MDT (+38,7%), ce qui devrait permettre d'augmenter le dividende d'au moins 50 millimes par rapport à l'année précédente.

Comportement boursier



En dépit de la mobilisation réussie de plus de 16,5MDT lors de l'opération d'ouverture du capital, le titre Hannibal Lease a emprunté la tendance globale du marché pour terminer l'année 2013 en dessous de son prix d'introduction (9,500 DT), affichant ainsi une perte de 6,4%.

Cette correction s'est poursuivie en 2014, ramenant le titre à des niveaux de valorisation attrayants et bien en dessous de ceux du marché. En 2015, les bonnes performances réalisées par la société n'ont pas été totalement intégrées dans le cours (+13,3%).

Actuellement le titre se traite à un P/E2015 de 11,2x ses bénéfices contre 11,3x pour le secteur et 17,4x pour le marché. Par ailleurs, il procure un rendement en dividendes intéressant de 4,9% suite à la distribution de 54% uniquement des bénéfices contre un payout de 62% pour le secteur. Ce qui procure une marge significative d'évolution pour le cours.

D'ailleurs, dans l'objectif de profiter de cette ascension, la Mutuelle Assurances de l'Enseignement (MAE) a manifesté son intérêt pour la valeur en se procurant sur le marché, en date du 15/05/2015, 287 000 actions et droits de vote représentant 5% du capital de la société. Seuil qui a été rapidement franchi à la hausse par l'assureur (22/05/2015) en vue de demander sa nomination en tant qu'administrateur.

Synthèse et recommandation

Après avoir réussi aux épreuves de renforcement de sa structure commerciale, d'accroissement de sa part de marché et de restauration de la qualité de ses actifs, Hannibal Lease se trouve face à un nouveau défi, celui de l'amélioration de sa rentabilité financière. Un exercice qui passe obligatoirement par l'optimisation de ses charges opérationnelles mais surtout par la consolidation de ses marges. Cette tâche s'avère, toutefois, difficile dans un environnement très concurrentiel mais surtout dans un contexte de refinancement tendu pour une compagnie non adossée à un établissement bancaire.

En tenant compte de ce qui précède et étant donné les multiples de la société qui la placent en milieu du tableau par rapport aux compagnies de leasing cotées, **nous recommandons de CONSERVER la valeur.**

SOTUVER

Secteur : Biens & Services industriels

Code ISIN : TN0006560015

RENFORCERMars 2016
Cours actuel : 3.73 TND**DANS L'ATTENTE D'UN RETOUR SUR INVESTISSEMENT**

Chiffres clés 2015	
Nominal	1DT
Capitalisation boursière (MDT)	98
Effectif	320

Structure de capital 2014	
CFI	81,92%
Public	18,08%

Indicateurs de valorisation		
	SOTUVER	Marché
P/E 2016	13.5x	16.7x
P/B 2016	2.0x	3.1x
Div. Yield 2016	5.36%	3.10%

Une croissance du revenu à deux chiffres

En 1000 TND	2012	2013	2014	2015e*	2016P*
Capitaux propres	36 893	43 192	42 714	45 728	51 197
Revenus	28 415	40 538	44 630	51 019	58 672
EBITDA	10 406	15 330	14 192	16 251	18 765
Résultat net	4 868	5 568	4 332	5 739	6 747
P/E (x)	30.6	24.0	24.6	11.8	13.5
P/B (x)	4.5	3.4	2.8	1.7	2.0
Div. Yield (%)	2.36%	3.03%	4.09%	6.92%	5.36%

*Prévisions établies par Amen Invest

**Les données boursières de l'année 2015 ont été établis sur la base du cours boursier au 31/12/2015

Présentation de la société

La société SOTUVER est spécialisée dans la fabrication des articles en verre. Elle a été créée en 1963 par l'Etat tunisien et est entrée en exploitation en 1967. La société a été privatisée en 1996 et introduite en bourse en 1998 puis reprise par le groupe Bayahi en 2009.

Son capital social s'élève à 21.8MDT et est détenu majoritairement par la Compagnie Financière d'investissement (CFI).

Le groupe SOTUVER se compose de deux sociétés : la société SOTUVER et la société VETRO MEDITERRANEO qui est spécialisée dans la commercialisation à l'export des articles en verre.

Performances et perspectives

Suite à la reprise en 2009 par le groupe Bayahi, la SOTUVER a entamé son deuxième plan de mise à niveau qui visait à doubler la capacité de production de la société. Le plan d'investissement de la mise à niveau a été réalisé progressivement et a porté sur la modernisation de l'outil de production existant (four n°1) et l'entrée en production d'un second four avec 2 nouvelles lignes de production.

L'augmentation de la capacité de production de la société lui a permis de consolider sa position sur le marché local mais également de développer ses marchés à l'export.

Les revenus de la société ont atteint 44,6MDT en 2014 enregistrant ainsi une progression annuelle moyenne de 17% sur la période 2010-2014. Malgré une conjoncture économique difficile et de nombreux freins à l'export, la société a su conquérir de nouveaux marchés enregistrant une part de 59% de son chiffre d'affaires à l'export en 2014, contre 21% en 2010, ce qui confirme son statut d'entreprise majoritairement exportatrice.

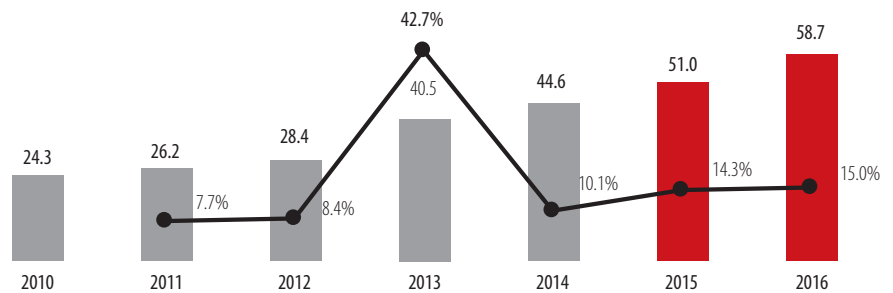
En 2014, la société a enregistré une évolution de son chiffre d'affaires à l'export de 15% qui provient principalement de la pénétration du marché européen (France, Italie et Espagne) et algérien. La société a, également développé une gamme de produits de plus de cent articles selon des couleurs, des types de bague et des niveaux de remplissage différents pour améliorer sa compétitivité à l'export et essayer de contrer l'importation de verre par une offre de produits adaptés sur le marché local.

Amen Invest

Tel: (+216) 71 965 400 Fax: (+216) 71 965 426 - E-mail: analyse@ameninvest.com.tn

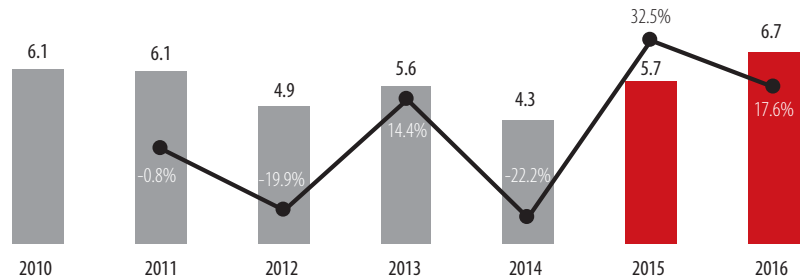
Un investissement qui devrait bientôt porter ses fruits

Evolution des revenus



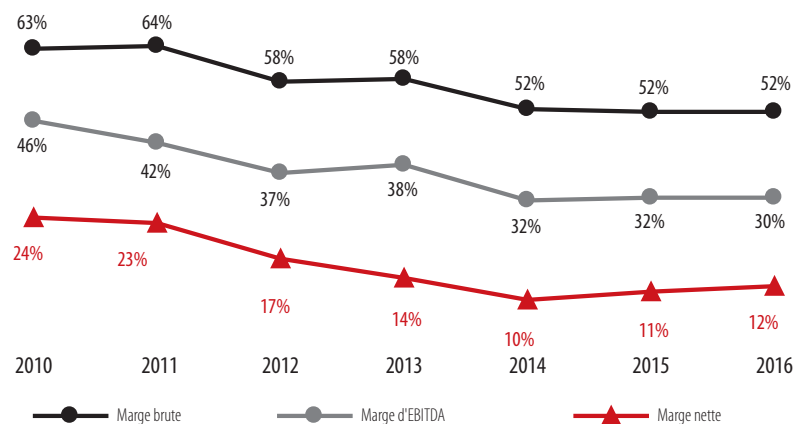
Le résultat net a, quant à lui, évolué en dents de scie passant de 6,1MDT en 2010 à 4,3MDT en 2014. L'évolution du résultat net à la baisse qui n'a pas suivi l'évolution des revenus est attribuable à une conjoncture nationale difficile, une baisse des marges et à l'impact du plan de financement/ investissement réalisé par la société pour l'augmentation de la capacité de production. La marge brute a baissé de 2010 à 2012 passant de 63% à 58%, puis l'entrée en exploitation du second four a permis le maintien de la marge brute à 58% en 2013. La marge brute est passée de 63,3% à 52,3%, soit une baisse de 17,4% due à l'augmentation des prix de l'énergie en 2014.

Evolution du résultat net



Les dotations aux amortissements ont également augmenté suite à l'investissement réalisé par la société. Le recours à l'endettement pour la mise en place du programme d'investissement a généré une augmentation des charges financières de l'ordre de 174% atteignant 2,5MDT et 2,3MDT respectivement en 2013 et 2014, soit 35% du résultat d'exploitation alors qu'elles se situaient sur une moyenne de 12% de 2010 à 2012.

Les investissements entrepris par la société ainsi que l'augmentation des charges liées à l'énergie ont impacté négativement les marges de la société. En effet, la marge d'EBITDA est passée de 46% à 32% tandis que la marge nette de 24% à 10% de 2010 à 2014.



Durant l'année 2015 la croissance du chiffre d'affaires (14,3% par rapport à 2014) se confirme avec des revenus au 31/12/2015 qui devraient atteindre 51MDT selon les indicateurs d'activités.

Par ailleurs le résultat net estimé devrait s'établir à 5,7MDT soit une croissance de 33% par rapport à l'année 2014.

Pour l'année 2016, la société envisage la rénovation du four de fusion n°1 et l'extension de sa capacité de 20% pour atteindre les 180 tonnes par jour permettant d'optimiser ses ratios d'exploitation. L'arrêt du four en question n'aura pas d'impact néfaste sur la production de l'année étant donnée la constitution d'un stock de sécurité pour répondre aux besoins des clients et la reprise programmée du four en avril avec une croissance de la capacité de production de 20%.

La société compte investir dans la mise en place du Process NNPB (Pressé-Soufflé à Col Étroit) qui permet l'allègement des bouteilles, la recherche de sources d'énergies de substitution, le développement de nouvelles teintes, et la construction d'un nouveau dépôt de stockage de 8 000m² couverts.

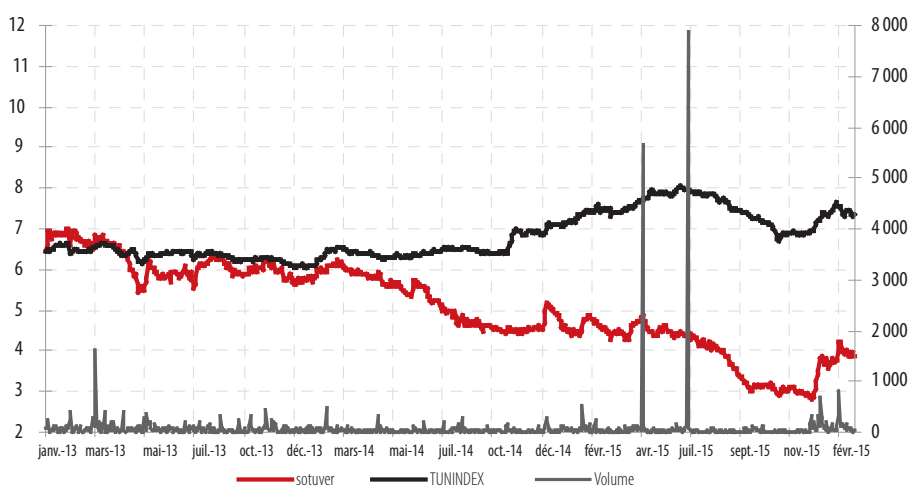
Pour la réduction des coûts liés à l'énergie, la société a réalisé un important travail entamé en 2013 et qui a aboutit à la mise en place d'une installation d'essai pour l'utilisation du Pet coke en substitution du gaz naturel. La réalisation d'une centrale photovoltaïque est également envisagée par le management afin de couvrir ses besoins en énergie.

L'investissement relatif aux années 2015-2016 a été estimé à 17,7MDT et sera financé à hauteur de 68% par de la dette, 25% par une augmentation de capital et un autofinancement de 7,25%. Malgré un endettement relativement important de 12MDT, la structure des capitaux permanents de la société demeure saine avec un niveau de capitaux propres de 73% pour 2015.

Les efforts déployés par la société visent une amélioration des marges qui devraient permettre au résultat net d'être plus corrélé à la croissance du chiffre d'affaires que par le passé.

Un parcours boursier fortement pénalisant

Comportement du titre en bourse



A partir de mars 2014, le titre SOTUVER a entamé une baisse qui s'est poursuivie jusqu'à décembre 2015 faisant chuter le titre d'un cours de 6,08 DT à un cours de 2,94DT au 31/12/2015, soit une baisse de 52%. Une reprise vient d'être entamée durant les deux premiers mois de 2016 atteignant un cours de 4,2DT le 5/02/2016 soit une évolution de 43%.

Aujourd'hui le titre se négocie à 3.73DT, soit 15.1x les bénéfices de 2015 et 14.5x les bénéfices de 2016.

Un niveau qui devrait être significativement amélioré étant donné les perspectives futures de la société dont la période de transition devrait s'achever en 2016 et pour laquelle l'optimisation des charges devrait être dorénavant une priorité.

Synthèse et recommandation

La SOTUVER a entamé un important programme d'investissement en 2012 qui s'est répercuté sur ses résultats durant la période 2012-2014 mais qui ne devrait pas tarder à porter ses fruits.

L'année 2015 s'annonce prometteuse avec un résultat net présentant une croissance à deux chiffres et qui devrait renouer avec une constance de la croissance future de la société.

Pour les années à venir, l'augmentation des capacités de production et de stockage, la mise en place de nouveaux produits et la conquête de nouveaux marchés ainsi que l'optimisation des charges et l'amélioration des marges devraient consolider la croissance de l'activité et des résultats.

Le titre présente encore un potentiel d'évolution étant donné la consolidation des marges attendue, qui fait du titre une opportunité de placement intéressante. Nous recommandons de RENFORCER la position sur le titre SOTUVER.



STOCK
GUIDE

Note aux Investisseurs

Les informations contenues dans le présent document vous sont communiquées à titre purement indicatif et ne pourront être considérées comme liant Amen Invest. La responsabilité d'Amen Invest ne pourra en aucun cas être recherchée à raison de toute erreur typographique ou matérielle pouvant figurer dans le présent document. Amen Invest ne peut être tenue responsable des conséquences financières ou de quelque autre nature que ce soit résultant de la souscription, de l'acquisition, de la détention ou de la cession de ces produits. Les investisseurs devront procéder à leur propre analyse des risques et devront, si nécessaire, consulter leurs propres conseils juridiques, financiers, fiscaux, comptables ou tout autre professionnel.

Département Recherches & Analyses

Karim BLANCO

karim.blanco@ameninvest.com.tn

Haifa BELGHITH

haifa.belghith@ameninvest.com.tn

Ines KHOUAJA

ines.khouaja@ameninvest.com.tn

Zahra BEN BRAHAM

Zahra.benbraham@ameninvest.com.tn

EN PLACE POUR L'AVENIR

Siège social :

9, Rue du Lac NEUCHATEL
Les Berges du Lac
1053 Tunis - Tunisie
Tél. : (+216) 71 965 400
Fax : (+216) 71 965 426

Sousse :

Boulevard Ennakhil
Imm. El Mok - Khezema Est
4051 Sousse - Tunisie
Tél. : (+216) 73 275 991
Fax : (+216) 73 275 933

Sfax :

Av. de Carthage - Imm. Ribat El Medina
3ème étage N°312
3027 Sfax - Tunisie
Tél. : (+216) 74 405 608
Fax : (+216) 74 405 636