



Fiche de recommandations

Octobre 2019

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
Bancaire							
STB	4.00	8.1	0.8	-	+8.70%	CONSERVER	Après quatre année du plan de recapitalisation de plus de 750MD afin d'assainir son bilan et obéir aux normes prudentielles minimales exigées par la Banque Centrale, la STB clôture l'année 2018 sur un résultat net en hausse de 22,9% à 80,85MD. Le PNB est ressorti à 382,74MD en hausse de 23,7%, porté par la progression de marge d'intérêts de +34%. Les indicateurs d'activités au 30 septembre 2019 sont conformes à la dynamique réalisée en 2018. Le PNB progresse de 28,29%, tiré par une très bonne performance des marges d'intérêts. Cette dynamique favorable nous permet de confirmer les objectifs financiers pour 2019. La STB est en plein assainissement de son bilan, qui reste accablé par le poids lourd des créances douteuses du secteur touristique (17% des engagements brutes) et l'issu incertain de certaines filiales (essentiellement les deux banques TFB et BFT). Le niveau de valorisation de la banque est relativement faible, mais traduit en partie la qualité des actifs de la banque. Compte tenu de tous ces éléments, nous maintenons notre recommandation de CONSERVER.
BT	7.40	12.0	1.9	-	-4.26%	CONSERVER	La doyenne des banques tunisiennes clôture l'exercice 2018 sur des réalisations en nette appréciations malgré un environnement opérationnel difficile. Ainsi, les ressources clientèles enregistrent une hausse de 8,6% contre 7,4% pour les crédits. Le PNB, quant à lui, marque un bond de 22% à 328MD et le coefficient d'exploitation s'est établi à 31,7% contre 34,1% pour 2017. Notons toutefois que la qualité de l'actif demeure en partie tributaire de l'issue de l'opération de cession de Carthage Cement, dont les engagements pèsent lourd sur le bilan de la banque. Porté par une forte dynamique de croissance, la BT présente des indicateurs d'activités au 30 septembre 2019 en nette hausse avec un PNB de 263,3MD en croissance 15% par rapport à la même période 2018. Au regard de l'amélioration des fondamentaux financiers de la banque en matière de productivité et de maîtrise de risque nous recommandons de CONSERVER le titre dans les portefeuilles, bien qu'il semble présenter une surcote en terme de valorisation par rapport à la moyenne sectorielle.
BIAT	110.80	6.2	1.3	3.8%	-3.10%	ACHETER	En dépit d'un contexte économique difficile marqué par un assèchement des liquidités et une montée des risques, la BIAT affiche des résultats très satisfaisants. En effet, le PNB s'est situé à 834,5MD, le résultat net s'établit quant à lui à 254,7MD et les dépôts clients à 11.512MD et des crédits à 10.676MD et enfin, une amélioration de la qualité des engagements. Les indicateurs d'activités du T3-2019 viennent confirmer la dynamique de croissance de la BIAT, avec la bonne tenue du PNB (+14,9%). Pour l'année 2019, nous estimons que la BIAT est en mesure de consolider sa position de leader sur le marché et de garantir une croissance soutenue de son bénéfice (largement supérieure à celle du marché) qui s'inscrira globalement en ligne avec les résultats semestriels. Nous réitérons notre recommandation à l'ACHAT du titre BIAT qui traite aujourd'hui à des niveaux de valorisations toujours attractifs, avec un P/E de 6,25 aligné à la moyenne du secteur bancaire (7,6).

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
UBCI	29.50	10.1	1.5	3.4%	+33.48%	CONSERVER	Le groupe français BNP s'est finalement désengagé de sa filiale tunisienne UBCI au profit du groupe la CARTE en lui cédant un bloc qui représente 39% du capital de la banque. Rappelons que l'UBCI a clôturé l'année 2018 avec un bénéfice net de 47,8MD, en hausse de 17,8% et espère faire grimper ce résultat d'au moins 9% à 58MD en 2019. Dans la lignée des bons résultats annuels présentés, les indicateurs d'activités pour le 3ème trimestre 2019 traduisent le dynamisme commercial de la banque avec une croissance de 14,52% du PNB. Dans l'attente d'avoir plus de visibilité sur la stratégie du nouvel actionnaire de référence, nous recommandons de CONSERVER le titre.
ATTIJARI BANK	32.00	8.5	1.9	6.9%	-16.59%	ACHETER	La banque bénéficie d'une structure financière solide. En 2018, les dépôts ont dépassé la barre des 6,76 milliards de dinars (+12,6%) dont +16% pour les dépôts à vue et +10,2% les dépôts d'épargne. La part de marché en termes de dépôts s'élève à 11,2%. La banque a connu l'évolution de ses crédits afin d'améliorer, entre autres, le ratio crédits/dépôts. Cette orientation a également amélioré le taux de CDL. Cette stratégie devrait se poursuivre en 2019. Au 30 juin 2019, les crédits accordés ont augmenté de 1,2% contre 5% pour les dépôts. Au niveau de l'activité, le PNB a augmenté de 10,6% pour un résultat semestriel de 86MD (+16%). ATTIJARI annonce une solide croissance à deux du PNB au 3ème trimestre 2019 (+10,9%) et confirme ses objectifs financiers pour l'année 2019. La banque devrait poursuivre sa croissance, en plus, sa position sur le marché ainsi que ses indicateurs de valorisation attrayant (P/E=9,2x) nous laissent optimistes quant à l'évolution future du cours. Nous recommandons donc d'ACHETER le titre.
BNA	12.18	4.1	0.6	-	-10.08%	RENFORCER	La BNA réaffirme sa position de leader des banques publiques. En effet, elle poursuit sa croissance en 2018 (PNB +24,6%). Le résultat quant à lui a supporté une charge d'impôt exceptionnelle suite à la cession d'un bloc d'actions de la société SFBT. Il est à préciser qu'outre l'augmentation de capital réalisée cette année, la banque poursuivra le renforcement de ses fonds propres en poursuivant la cession de certains blocs stratégiques. La poursuite de la croissance se confirme cette année, en effet, au 30 juin 2019 la banque a dégagé un PNB en hausse de 24% et un bénéfice en hausse de près de 20% (hors éléments exceptionnels). L'encours des dépôts et des crédits ont augmenté respectivement de 5,7% et 10,4%. Avec une forte croissance du PNB (+19,6%), la BNA est en voie de réaliser ses objectifs ambitieux pour l'année 2019. Le renforcement des fonds propres de la banque marque le retour à l'équilibre de ses principaux indicateurs de risque et de liquidité. En tenant compte des opportunités de croissance futures ainsi que du niveau de valorisation actuel de la banque (P/E=4x), nous recommandons de RENFORCER le titre BNA.
BH	11.01	5.6	0.6	5.4%	-6.09%	CONSERVER	La banque poursuit sa stratégie de croissance locale ainsi que celle du développement en Afrique subsaharienne. La banque a également renouvelé son identité visuelle, elle porte désormais le nom de BH BANK et enfin, Hichem Rebai remplacera Ahmed Rjiba à la tête de la banque. La BH a réalisé des performances notables en 2018 avec un résultat net à 136,3MD (+18%) supérieur à celui annoncé dans son BP. L'année 2019 sera marquée par la consolidation de la croissance et la poursuite de la réalisation du programme restructuration (départs volontaires...), le PNB au 30 juin a augmenté de 10,2%, les dépôts et les crédits ont augmenté respectivement de 16,4% et 14,4%. Au 30 septembre 2019, la BH a confirmé la pertinence de sa stratégie et la solidité de son modèle économique, avec l'amélioration de son PNB de 6,17% et l'augmentation de ses capitaux propres de 14,83% à 108MD. Par conséquent, nous

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							recommandons de CONSERVER la valeur BH.
AMEN BANK	27.80	4.9	0.7	4.9%	+4.86%	RNFORCER	La banque a clôturé l'année sur une croissance du PNB de 4,1% et du résultat net de 5,3% et ce, malgré un important effort de provisionnement. En 2019, l'activité de la banque évolue au même rythme que celui de 2018 avec une croissance du PNB de 4,8% au 30 juin. Les dépôts ont augmenté de 2,2% contre une baisse des crédits accordés de 6,8%. Le résultat semestriel de 2019 a, quant à lui, affiché une hausse de 5,4% à 68,3MD. Le 3ème trimestre 2019 confirme toute la pertinence du plan stratégique de la banque et enregistre une croissance du PNB de 8,4% en comparable. Néanmoins, la banque devrait fournir un effort supplémentaire au niveau du provisionnement afin de ramener ses indicateurs de risque à des niveaux acceptables. En termes de valorisation, le cours de l'action de la banque demeure attractif, par conséquent, nous recommandons de RNFORCER le titre.
ATB	4.19	6.3	0.7	5.5%	+16.39%	CONSERVER	L'activité de la banque a ralenti en 2018 avec des dépôts en légère baisse (-0,7%) et des crédits en hausse de 3,8%. Le PNB, quant à lui, n'a évolué que de 4,3% à 246MD. Le résultat, fortement impacté par la hausse des charges ainsi que des provisions, a chuté de 75% à 7,3MD. Dans la même lignée que l'exercice 2018, l'ATB affiche au 3ème trimestre 2019 un PNB en chute de 6,83% à 180MD. Un changement à la tête de la banque vient d'avoir lieu et qui a vu le départ de son DG M. Férid Ben Tanfous et son remplacement par M. Ahmed Rjiba, DG de la BH et ancien de l'ATB. L'année 2019 devrait connaître une phase de restructuration de la banque et la mise en place d'une nouvelle stratégie qui lui permettrait de retrouver ses niveaux d'activité et de croissance passées. Etant donné le niveau du cours actuel bas, le titre pourrait présenter une opportunité sur le moyen et long terme. Nous recommandons donc de CONSERVER le titre.
UIB	23.00	6.2	1.3	2.8%	+0.42%	ACHETER	Dans une conjoncture difficile, la banque a réalisé un bilan jugé très positif en 2018. En effet, la banque commence à récolter les fruits de sa nouvelle stratégie qui consiste en l'amélioration de la qualité de ses actifs afin de garantir une croissance durable de son activité. Les CDL représentent 7,7% du total engagements et son provisionnés à hauteur de 78%. L'activité des 9 premiers mois 2019 a été dynamique et l'UIB affiche une hausse soutenue de ses principaux indicateurs d'activité dont une hausse de 18% du PNB et de 22% du RBE. Grâce à l'appui de son partenaire stratégique Société Générale, mais encore à une stratégie commerciale dynamique et agressive, l'UIB devrait poursuivre de déploiement de son plan stratégique 2017-2020 et réaliser ses objectifs en termes de part de marché et de rentabilité. La croissance devrait se poursuivre en 2019 accompagnée de l'évolution des bénéfices distribués grâce à un apurement consenti jusque-là et et un risque maîtrisé. De plus, le niveau de valorisation actuel du titre ne peut que soutenir notre recommandation à l'ACHAT.
BTE	8.56	-	0.3	-	-23.91%	VENDRE	La BTE pâtit toujours d'un manque de visibilité sur sa privatisation. En effet, la direction a relancé encore une fois le processus de privatisation après l'échec de l'opération en février 2018. Coté performances, le PNB 2018 s'élève à 48MD (+9,2%) pour un bénéfice légèrement positif de près de 1MD. La BTE a publié des indicateurs d'activités en nette amélioration fin septembre 2019, marqués par un PNB en forte hausse de 22%, supérieur aux

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							attentes, profitant de la progression plus rapide des produits d'exploitation par rapport à celle des charges d'exploitation et a confirmé l'ensemble de ses objectifs annuels 2019. Rappelons que la banque n'a pas distribué de dividendes pour les ADP depuis 2014. Par conséquent, nous recommandons de VENDRE le titre.
Leasing							
TUNISIE LEASING	8.95	9.3	0.6	11.2%	-32.42%	CONSERVER	La tendance baissière et la forte volatilité du titre reflètent les inquiétudes des investisseurs qui se concentrent principalement sur l'évolution indicateurs d'activités dans un contexte de rétraction de l'activité. En effet, les états financiers au 30 juin 2019 font ressortir les mises en forces affichent une baisse de 37,6% en glissement annuel pour s'établir à 273,74MD et la régression du PNL de 8,8% accompagnée par forte hausse du coût du risque. Le résultat net semestriel est par conséquent passé légèrement dans le rouge contre un bénéfice de plus de 8MD au 30/06/2018. Au 30 septembre 2019, les difficultés de TL persistent et les indicateurs d'activités sont reculé par rapport à la même période de 2018, avec une baisse respective de 29,4% et 30,7% des approbations et des mises en force. La volonté de Tunisie Leasing est aujourd'hui de minimiser les risques et de retrouver une stabilité financière. Malgré la baisse au niveau de l'activité, le niveau de valorisation du titre est très intéressant, ce qui nous ramène à recommander de CONSERVER la position.
ATL	1.60	8.3	0.6	15.6%	-33.83%	CONSERVER	Dans un environnement de marché difficile, l'ATL a pu maintenir une légère croissance de son PNL ainsi que son résultat semestriel 2019 à 1,7MD. Elle continue néanmoins de se prévaloir de la troisième position en termes de production, et de la seconde place en termes de PNL. Sur 9 premiers mois de 2019, l'ATL affiche une régression des performances commerciale avec un glissement des approbations de 27,3% et de 29,5% des mises en forces. En outre, le PNL s'est amélioré de 8%. Avec un bon niveau de valorisation et un rendement en dividende le plus élevé du secteur, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.
ATTIJARI LEASING	10.99	6.9	0.5	12.7%	-26.52%	ALLEGER	Attijari Leasing a enregistré en 2018, un ralentissement du PNL de 12,4% et un glissement du résultat net de 13,6%, à l'instar de la majorité des compagnies de la place qui souffrent des conditions de refinancement difficiles sur le marché obligataire et des difficultés de liquidités sur le marché financier. Attijari Leasing a vu ses résultats reculer au 9 premiers mois 2019, en raison essentiellement de la forte baisse du niveau des approbations cumulées de 16,3% et des mises en force cumulées de 19,46%. Bien que le titre affiche un niveau de valorisation attrayant, le ralentissement de l'activité, nous mènent à recommander d'ALLGER la position sur la valeur.
CIL	15.84	5.9	0.9	5.7%	+9.85%	CONSERVER	En 2018, CIL a affiché une progression de son résultat net de 5,8% passant à 12,7MD. Elle se classe en 4ème position sur le marché avec 12,6% de part de marché en termes de mise en force. Ceci est la résultante directe de la politique prônée par la compagnie qui a toujours affiché une certaine sélectivité par rapport aux clients. La compagnie continue par ailleurs de se prévaloir de la meilleure productivité du secteur, ce qui lui permet de classer première en termes de bénéfices. Par ailleurs, au 30 septembre 2019, l'activité de la CIL a réussi à résister à la contraction de l'activité de certains secteurs économiques, se maintenant à un niveau de croissance modéré des mises en force +7,3% et du RNL à +8,8%. Ainsi, compte tenu de la position de la compagnie de son niveau de valorisation et de son rendement en dividendes, nous

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							recommandons de CONSERVER le titre.
MODERN LEASING	1.85	-	0.4	13.5%	-42.37%	ALLEGER	Au terme d'une année très difficile pour l'ensemble du secteur, les réalisations financières de ML s'inscrivent en forte baisse. Dans ce sillage, le PNL se déprécie de 34,8% et pour sa part le résultat net se déprécie à -3,3MD contre un résultat bénéficiaire de 3,1MD en 2017, grevé notamment par le niveau des actifs compromis. Au 30 juin 2019, la baisse de l'activité se poursuit, ainsi, les mises en forces ont reculé de 55%, -46% pour les approbations ainsi qu'une baisse du PNL de 37%. Les turbulences du secteur de leasing ont continué à peser lourdement sur l'activité de ML au 30 septembre 2019, avec un effritement de 44% des approbations et 53,6% des mises en force. Le RNL affiche toutefois une progression de 1,25%. La compagnie continue de souffrir aussi du coefficient d'exploitation le plus élevé du secteur, ainsi que d'un coût du risque élevé et qui nécessitera un maintien du provisionnement, ce qui continuera à épiéter sur la rentabilité de la société. Compte tenu de ces éléments, nous maintenons notre recommandation à ALLEGER.
HANNIBAL LEASE	5.83	9.4	0.6	8.6%	-19.34%	CONSERVER	Affecté par le ralentissement de l'activité au niveau de tout le secteur, HL affiche en 2018 un PNL en repli de 17,5% à 21,2MD et un résultat net de 4,5MD (-44,5%). En outre, la compagnie a subi l'effet de sa forte croissance des dernières années au niveau la qualité de ses actifs. C'est donc sans grande surprise que le 3ème trimestre 2019 affiche des indicateurs d'activités dans le rouge et qui reflètent les difficultés de HL. En effet, et par rapport aux 9 derniers mois de l'année 2018, les approbations sont baisse de 46,04% et les mises en force sont en chute de 49,61%. A ce titre, nous maintenons notre recommandation à ALLEGER.
BEST LEASE	1.90	10.4	0.8	6.3%	+9.73%	CONSERVER	Agissant dans un secteur mature, concurrentiel et souffrant de la contraction de la liquidité, Best Lease, s'adresse à la niche de marché du Leasing islamique, dont elle détient le monopole en Tunisie, ce qui la préserve, en partie, de la concurrence sur les prix subie par les sociétés de leasing conventionnelles. et a permis d'afficher les meilleures marges du secteur. La compagnie a affiché un bond de 16,2% des revenus de leasing en 2018, sans pour autant arriver à améliorer son PNL (-6,2%). En définitive, la capacité bénéficiaire recule de 10,75% à 6,3MD. La compagnie a également continué d'améliorer la qualité de ses actifs. BEST LEASE a fait état lors de la publication de ses indicateurs d'activités au 30 septembre 2019 des difficultés commerciales qui se traduit par une baisse des approbations de 12,11% et de 18,40% des mises en forces. La valorisation du titre est conforme à la moyenne du secteur, néanmoins, l'évolution future du cours sera tributaire des perspectives du secteur. En attendant d'avoir plus de visibilité sur la situation future du secteur, nous recommandons d'ALLEGER le titre.
Stes D'invstiss.							
SPDIT SICAF	9.09	2.3	1.7	6.1%	-3.10%	CONSERVER	Compte tenu d'un contexte sectoriel difficile, caractérisé principalement par la baisse des distributions des dividendes ainsi que la contraction des cours en bourse, la SPDIT a affiché à fin juin 2019 des produits d'exploitation en baisse de 5,2% consécutivement à la forte baisse des plus-values de cessions et le non récurrence des reprises sur provisions constatées l'exercice précédent. Le résultat net semestriel déleste de 8,3% à 21,2MD. Dans la continuité de l'exercice 2018, la SPDIT poursuit la consolidation de ses indicateurs d'activités au 3ème trimestre 2019 et fait état, essentiellement, d'une amélioration sensible des revenus de placements.

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							La performance de la société dépend principalement de celle du groupe SFBT. Par ailleurs, le niveau de valorisation demeure acceptable. Nous recommandons par conséquent de CONSERVER le titre.
PLACEMENT TUNISIE SICAF	43.50	18.2	3.0	4.6%	-0.89%	CONSERVER	Les revenus de Placement Tunisie SICAF ont clôturé l'année 2018 sur un bond de plus de 23,4%, grâce, principalement à la hausse des revenus de placement de la société Cotusal. La société a distribué un dividende de 2,2 DT par action (contre 2,0 en 2017), affichant un pay-out de près de 86,5%. Le premier trimestre affiche une hausse des revenus 5% contre une baisse du résultat semestriel de 4%. Par contre Placement Tunisie SICAF a enregistré une performance convaincante fin septembre 2019, avec un niveau de revenus nettement supérieur à celui de l'exercice 2018 complet. Le niveau de valorisation du titre ainsi que ainsi que son faible niveau de liquidité, nous mènent à recommander de Conserver la position.
TUNINVEST SICAR	5.34	6.9	1.0	9.4%	-7.59%	ALLEGER	Le niveau des revenus a fortement baissé ces dernières années, il se situe autour de 0,5MD contre 3,4MD en 2010. Les indicateurs de la société sont intéressants (Div yield >9%) mais la taille de la société demeure faible. Nous recommandons par conséquent d'ALLEGER la position
Assurances							
ASTREE	43.56	0.0	0.0	3.7%	+22.56%	CONSERVER	L'année 2018 a été marqué par évolution favorable du chiffre d'affaires (+8,3%) à 156MD. Le taux de sinistralité (S/P) est, quant à lui, passé à 55,27% contre 49,63% en 2017 (impacté par les inondations). La compagnie a enregistré au terme de l'exercice 2018 un bénéfice de 16,3MD en hausse de 8,6% en glissement annuel. Au 30 juin 2019, le résultat est passé de 12MD à 18MD (hors +value sur titres BT de 26 MD) Coté valorisation, nous estimons que le titre est évalué à sa juste valeur, il demeure cependant sanctionné par son niveau de liquidité. Par conséquent, nous recommandons de CONSERVER.
TUNIS RE	7.50	8.0	0.7	6.7%	+0.63%	RENFORCER	Tunis Ré a pu clôturer l'exercice 2018 avec des indicateurs dans le vert (Chiffre d'affaires +17% à 142 MD et résultat net de 17,1MD). Rappelons que Tunis Ré a renforcé son assise financière, (capital 100 MD) alors que le management continue de maintenir ses efforts pour la consolidation du positionnement local et le renforcement de la présence à l'international de la compagnie. Compte tenu des réalisations de la société ainsi que de son faible niveau de valorisation, nous recommandons de RENFORCER le titre.
BH ASSURANCES (ex SALIM)	31.00	7.5	1.3	3.2%	-7.19%	RENFORCER	BH Assurances (détenue à hauteur de 42,2% par la BH) a changé sa dénomination et a adopté une nouvelle identité faisant suite au changement de la dénomination de la BH et devient ainsi BH assurance. Au niveau de l'activité, la compagnie a clôturé l'exercice 2018 sur un résultat net en hausse de 24,3% à 7,6MD. Le management a fixé un objectif de 5% de part de marché les années à venir. Le redressement de l'activité ainsi que faible niveau de valorisation de la société nous mènent à recommander de RENFORCER le titre.

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
STAR	139.00	20.6	1.0	1.9%	+4.68%	CONSERVER	Le leader du secteur (17% de part de marché en 2018) a clôturé l'année sur un résultat net de 17,74MD (152%). Notons que le 1 ^{er} semestre 2019 a connu une quasi-stagnation de l'activité avec 212,5MD de primes émises (+1,8%) et 9,3MD (+3%). En attendant d'avoir plus de visibilité sur l'évolution de l'activité, et compte tenu des indicateurs de valorisation relativement élevé, nous recommandons de CONSERVER le titre.
Distribution							
MONOPRIX	8.24	346.4	2.9	-	+9.72%	CONSERVER	La société n'arrive toujours pas à retrouver son rythme d'activité passé où le résultat net dépassait les 10MD. En effet, les indicateurs de 2018 montrent une baisse des résultats (-28%) ainsi que de la marge nette (0,5% contre 2% en 2014 et 2,5% en 2010). Au 30 juin 2019, le résultat est passé dans le rouge (-2MD) malgré une hausse des revenus de plus de 8%. Le titre néanmoins a atteint un niveau bas par rapport à son historique, en attendant le redressement de la situation, nous recommandons de CONSERVER la position.
MAGASIN GENERAL	27.80	16.9	3.1	2.5%	-26.75%	CONSERVER	Magasin Général a connu une amélioration significative de ses résultats qui sont passés à 22MD en 2018 contre 7MD en 2014. Cette hausse provient principalement de l'amélioration de la marge nette qui passe de 0,9% à 2,3% en 5 ans. Depuis sa privatisation, la société a énormément investi afin d'étendre son réseau et améliorer l'image et la qualité de ses services. Néanmoins, le niveau de valorisation est jugé élevé ce qui nous mène à recommander de CONSERVER le titre.
SOTUMAG	2.32	10.1	1.4	4.3%	+7.05%	RENFORCER	La SOTUMAG a su maintenir une croissance constante de son activité ainsi que de ses résultats grâce, entre autre, à une bonne maîtrise de ses charges. Compte tenu de son niveau de valorisation intéressant, nous recommandons de RENFORCER le titre.
Distribution Auto.							
ARTES	5.55	6.4	1.6	10.3%	-3.03%	CONSERVER	Au titre du 1 ^{er} semestre 2019, ARTES a fait état d'un revenu de 107MD, en baisse de 3,62%, une baisse qui a touché quasiment tout le secteur. De son côté, le résultat net a baissé de 35,5% à 11,2MD. A moyen terme, les perspectives du marché de l'automobile incitent à la prudence et un risque de ralentissement d'activité en fonction des quotas attribué n'est pas à exclure. Côté valorisation, le dividende reste attractif (un rendement de plus de 10%). Etant donné son niveau de valorisation attractif, nous recommandons de CONSERVER le titre.
ENNAKL AUTOMOBILES	11.85	-	3.0	5.2%	+2.30%	CONSERVER	Après des résultats 2018 peu probants marqué par un repli de 6,2% du chiffre d'affaires justifié par la baisse du quota d'importation des voitures en 2018, ENNAKL AUTOMOBILES a retrouvé un peu de dynamisme au 1 ^{er} semestre 2019 où le chiffre d'affaires a progressé de 16,68% par rapport à une année auparavant à 187,3MD. Au 30/09/2019, les revenus de la société ont accusé une hausse de 11,2% à 287MD. Compte tenu de ce qui précède, ainsi que du niveau de valorisation du titre, nous recommandons de CONSERVER la valeur.
CITY CARS	7.24	9.5	3.4	13.1%	-6.99%	CONSERVER	Après avoir acquis une part considérable sur le marché des véhicules particuliers, grâce à un positionnement sur le segment des citadines offrant un très bon rapport qualité/prix, CITY CARS a poursuivi le développement de la gamme des véhicules commercialisés, ainsi que l'élargissement de son réseau.

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							La société a opéré une refonte de son mix-produit afin d'optimiser ses marges. Ceci lui a valu au 1er semestre 2019, le maintien d'une certaine croissance (+24,3%) de l'activité. Malgré cette amélioration de l'activité, le résultat d'exploitation ressort à 6,4MD en baisse de 6,17%. Au 30/09, la société confirme sa position confortable sur le marché en réalisant des revenus de 86MD, soit une hausse de plus de 24%. Par ailleurs, malgré une valorisation attrayante ainsi qu'une distribution généreuse de dividendes (plus de 9%), les perspectives d'avenir du secteur demeurent floues, car dépendent du quota accordé par les autorités au marché. Nous recommandons par conséquent de CONSERVER le titre.
Voyage et loisirs							
TUNISAIR	0.61	-	1.3	-	-21.79%	ALLEGER	TUNISAIR n'a pas encore publié ses états financiers des années 2017 et 2018 ce qui rend l'appréciation de la performance de la politique financière de la compagnie et sa pérennité à court, moyen et long terme très difficile, alors que l'accord de ciel ouvert signé avec l'Union européenne menace d'ouvrir dès 2019 les aéroports tunisiens à la concurrence étrangère (à l'exception de celui de Tunis pour une durée de quatre ans), Compte tenu du manque de visibilité sur le timing du plan de restructuration de la compagnie, qui coûterait environ un milliard de dinars tunisiens et la poursuite de, la dégradation des fonds propres de la compagnie, nous recommandons d'ALLEGER le titre.
Chimie							
ICF	158.02	5.7	2.4	2.5%	-6.69%	CONSERVER	Après un exercice 2018 à un niveau historiquement élevé, l'activité d'ICF présente au 1er semestre 2019 un niveau de production du quasiment en stagnation mais une hausse des revenus de 56,5% du chiffre d'affaires du premier semestre 2019 (effet prix +60%). Cette tendance a été confirmée au 30 septembre 2019 avec des revenus en forte hausse (+30%) pour une production en légère diminution, conséquence directe de l'amélioration des prix de vente en dollar sur les marchés internationaux. Pour 2019, le management demeure confiant pour le secteur. Il prévoit une croissance à deux chiffres du chiffre d'affaires dans les prochains mois, tirée par une demande croissante et la hausse des prix sur le marché. Néanmoins, certaines rumeurs évoquent le retour du producteur chinois sur le marché du fluorure d'aluminium, ce qui pourrait concurrencer la société à l'international. En tenant compte du niveau de valorisation du titre ainsi que de ses perspectives d'avenir, nous recommandons de CONSERVER le titre.
AIR LIQUIDE TUNISIE	74.00	27.5	2.8	4.1%	-2.19%	CONSERVER	Dans un contexte économique moins porteur que par le passé, les revenus de Air liquides au 1^{er} semestre 2019 ont connu croissance modeste de 8,4% qui s'explique principalement par la baisse des revenus de l'export de 19,5%.principale net vers la Libye. Néanmoins, et malgré la baisse de résultat d'exploitation de 10%, Air liquide affiche un bénéfice semestriel en hausse de 6,37% par rapport à la même période une année auparavant à 6,4MD et ce grâce à une hausse des produits de participations et plus particulièrement dans la filiale Air liquide service (de 2,6 à 4MD). Au 30/09/2019, les revenus de la société ont enregistré une hausse de 11,4% à 26,4MD. Du point de vue boursier, malgré un P/E relativement élevé (27,5x), le rendement de dividende demeure intéressant. Nous

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							recommandons, par conséquent, de CONSERVER le titre.
ALKIMIA	36.05	0.4	0.4	-	-18.07%	ALLEGER	Après quatre exercices de fléchissement de l'activité, ayant entraîné la déclaration de Force Majeure, en raison du ralentissement des livraisons en acide phosphorique, la production d'ALKIMIA a connu une légère augmentation de 2,34% au 1^{er} semestre 2019 mais qui reste cependant en deçà de la Capacité nominale de production de l'Usine. Le chiffre d'affaires a augmenté de 13,7% grâce, principalement, à la dévaluation du dinar. Les années avenir s'annoncent difficiles pour la société, à cause des problèmes sociaux auprès de ses fournisseurs. Alkimia a déclaré le cas de force majeure, incapable de livrer ses clients en STTP, menant ces derniers à s'approvisionner auprès des concurrents ou substituer le STPP par d'autres produits, ce qui menace fortement la rentabilité future de la société ainsi que sa pérennité. Compte tenu de ces menaces qui planent sur la société, nous recommandons d'ALLEGER le titre.
Auto. Et Equip.							
ASSAD	7.35	3.6	1.2	4.8%	-1.28%	RENFORCER	La société L'Accumulateur Tunisien ASSAD a vu ses ventes augmenter de 34% au 1^{er} semestre 2019, titré par les ventes à l'export +37,3%. La société poursuit sa stratégie de développement de son activité batteries industrielles et œuvre à devenir un acteur régional important dans la fabrication et la commercialisation de ces batteries ainsi que son travail d'optimisation qui lui permet d'anticiper une amélioration progressive de ses marges sur les prochaines années et pérenniser le paiement du dividende. Les indicateurs au 30/09/2019 ne peuvent que confirmer la croissance de l'activité de la société, en effets, les revenus se sont élevés à plus de 80MD, soit une hausse de 25% par rapport au 30/09/2018. Compte tenu de ses perspectives ainsi que du niveau de valorisation du titre, nous recommandons de RENFORCER la position.
GIF	0.66	-	1.7	-	-35.29%	ALLEGER	Gif filter a réalisé un chiffre d'affaires semestriel de 5,95MD en légère baisse de 3% suite au recul du chiffre d'affaires local de 12%. Au 1^{er} semestre 2019, la société GIF filtre a bénéficié d'un effet prix positif sur la période pour atténuer le recul de la production de 14%. Rappelons que les années 2017 et 2018 ont été clôturées avec des déficits respectifs de 0,6MD et 2,3MD. Les perspectives d'évolution de la société demeurent corrélées à la production de filtres de première monte, seul moyen d'offrir une dimension nouvelle à GIF. En attendant de voir une stratégie claire pour la société, nous recommandons d'ALLEGER le titre.
STEQ	4.95	0.0	0.0	-	-16.81%	ALLEGER	Après un retour aux bénéfices en 2018, la société continue de pâtir d'une dégradation de ses performances commerciales (glissement de 8% du chiffre d'affaires en 2018 et de 6.2% au 1^{er} semestre 2019 sous l'effet de la décision de limitation du volume d'engagement de certains clients) Suite à un redressement fiscal, la société est appelé à payer un montant de 1,15MD. La société « STEQ » a fait opposition dans les délais légaux et attend encore la réponse. La mise en péril de la rentabilité durant les dernières années, semble se poursuivre. Nous restons très prudents sur l'action. A ce titre, nous recommandons d'ALLEGER la position.

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
Agro-alim. Et Boiss.	18.80	18.8	6.6	3.5%	-1.06%		
SFBT	1.76	-	-	-	+7.32%	CONSERVER	Forte de sa position de leader, la SFBT évolue dans un contexte d'activité favorable, et affiché une croissance ininterrompue de son activité et de ses résultats sur plusieurs années. En outre, elle se prévaut d'une certaine stabilité de ses marges, grâce à la qualité de gestion de ses charges et de son portefeuille de participations important. Au 1^{er} semestre 2019, le chiffre d'affaires de la SFBT ressort en hausse de 4,5% pour un résultat semestriel de 116,4MD (+4,4%). Au 3^{ème} trimestre 2019, la croissance de l'activité se confirme avec une hausse des revenus de 8,1%. Par ailleurs, les fondamentaux de la société, ainsi que son appartenance à un groupe solide, semblent d'ores et déjà intégrés dans le cours qui a fortement évolué. Le niveau de valorisation (PER de 19,2) estimé relativement élevé, associé à un rendement en dividende (3,38%) devenu inférieur à celui du marché, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.
SOPAT	7.85	7.8	2.5	-	-5.77%	CONSERVER	Le chiffre d'affaires annuel 2018 ressort à 87,7MD en hausse de 30%, cette performance est due essentiellement à un renforcement des ventes de viandes et dérivées. Cette progression des revenus a été néanmoins atténuée par le repli de la production de 64% suite à l'arrêt total de la production des aliments composés durant toute l'année 2018. Dans cette lignée, les revenus du 1^{er} semestre 2019 s'améliorent de 24%. Sur le plan des investissements, la société a alloué une enveloppe globale de 22 millions de dinars pour l'achèvement d'un programme d'investissement et de mise à niveau engagé depuis 2017. En attendant de voir l'impact des nouvelles orientations stratégiques telles que redéfinies par le nouvel actionnaire et en attendant l'achèvement du nouveau plan de développement et de mise à niveau, nous recommandons de CONSERVER le titre.
LAND'OR	4.76	6.4	2.0	2.6%	+3.59%	CONSERVER	Au premier semestre 2019, les ventes peinent à décoller en raison de la régression des ventes à l'export (Libye), mais les charges d'exploitation sont hausses. En conséquence le résultat d'exploitation a régressé de 16% et le résultat de 26,3% à 2 MD. Dans le cadre du projet de levée de fonds entamé en 2018, la société LAND'OR vient de clôturer, en juillet 2019, la première phase du projet une première augmentation de capital de 37,6 MTND. Une deuxième augmentation est prévue avant la fin de l'année pour 15. Par ailleurs, le management a décidé de lancer un projet industriel au Maroc à travers la création de la filiale LAND'OR MAROC INDUSTRIEL. A cet effet, Land'Or a conclu, courant 2018, un accord d'une levée de fonds avec le Groupe AFRICINVEST (via la constitution d'une nouvelle holding : Land 'Or Holding). L'objectif de cette opération est d'accompagner le développement du Groupe Land'Or au niveau international notamment avec le projet d'implantation industrielle au Maroc. Dans l'attente de voir l'impact de ce plan d'investissements, nous recommandons de CONSERVER le titre.
CEREALIS	7.35	3.6	1.2	4.8%	-1.28%	CONSERVER	Le leader du marché des snacks salés en Tunisie, a publié des résultats semestriels globalement stables, avec un résultat d'exploitation de 1,16MD, en évolution modérée de 3,4% par rapport à la même période une année auparavant et un bénéfice semestriel net légèrement supérieur à l'année précédente de 3% à 0,860MD. Malgré la stabilité des performances et la faiblesse de la valorisation, nous restons prudents, compte tenu de la volatilité actuelle, nous recommandons de CONSERVER la position sur le titre.
Holding							

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
PGH	12.74	10.9	2.4	2.4%	+4.60%	CONSERVER	Le Groupe PGH poursuit sa croissance et enregistre sur ce premier semestre 2019 un chiffre d'affaires de 1266,6MD en progression de 11,8%, soutenu notamment des activités export et un effet de change favorable sur la période. Le résultat net part du Groupe s'établit à 83,7MD au 1er semestre 2019, en hausse publiée de +1,6 %. Rappelons la société Poulina Group Holding a réalisé une plus-value de 6,24 suite à la cession des actions Banque Zitouna. Au 30/09/2019, la croissance de l'activité se confirme, les revenus ont cependant augmenté de 17% à 1,5 milliard de dinars. D'un point de vue boursier, PGH s'échange 10,8x ses bénéfices de 2019 et un rendement de dividendes de 2,4%. Les perspectives de développement commercial sont bonnes vu que le groupe PGH présente un portefeuille d'activité largement diversifié. La croissance du chiffre d'affaires devrait donc connaître une amélioration dans les trimestres à venir. Une valeur à conserver compte tenu de l'amélioration continue de ses performances aussi bien commerciales qu'opérationnelles.
ONE TECH	14.00	11.7	1.9	2.3%	-10.16%	RENFORCER	Après la performance remarquable de l'exercice 2018, au niveau de toutes ses activités, One tech publie des résultats solides pour le 1^{er} semestre 2019. En effet, les revenus du groupe ont dépassé les attentes (10%) avec une hausse de 14,76% par rapport à la même période de 2018 à 474,2MD par contre, le résultat net part du groupe est en recul de 18,8% à 22,4MD. Au 30/09/2019, les revenus du groupe ont atteint 671MD soit une hausse de 11,7% Le groupe One Tech continue son développement à l'international et tire profit de son positionnement sur des marchés en pleine évolution, à l'instar du secteur automobile et de l'énergie qui connaissent actuellement, et pour les années à venir, une forte croissance en perspective, d'une part, et sur un marché mature comme celui des câbles, d'autre part. Afin d'assurer la croissance et la pérennité du groupe, le management a entrepris un important effort d'investissement misant sur des projets de développement aussi bien locaux qu'à l'échelle internationale. La solide croissance enregistrée sur le semestre devrait s'inscrire positivement dans les résultats de fin d'exercice 2019. A 11,7 fois le profit net prévu cette année, la valorisation du titre semble justifiée par le fort potentiel de croissance de la société, au regard de la qualité et de la régularité de ses performances. Compte tenu de l'effort d'investissement entrepris ces dernières années et la politique de recentrage vers l'export, nous recommandons de RENFORCER le titre.
TGH	0.27	-	0.6	-	-18.18%	ALLEGER	Après deux années consécutives de ralentissement de l'activité du groupe, dans un contexte de marché très difficile, plombé par la régression des revenus du pôle réseau d'infrastructure, à la suite de recentrage de l'activité VRD sur les grands marchés, les indicateurs du 1^{er} semestre s'annoncent meilleurs, avec une hausse de 23% des revenus consolidés à 52MD, profitant de la hausse des revenus de réseau d'infrastructure (activité VRD et Pipeline& Gaz) de 87% et la bonne orientation de l'activité pôle immobilier (+7MD). Néanmoins, l'activité du groupe demeure loin des attentes des investisseurs ce qui nous ramène à recommander d'ALLEGER le titre.
DH	10.34	12.5	3.1	4.1%	-23.75%	RENFORCER	Fort d'une expérience de plus de 35 ans ainsi que de partenariats solides avec des géants de l'industrie alimentaire mondiale, le groupe Délice s'est forgé une forte notoriété lui conférant une position de leader sur plusieurs segments du marché du lait et dérivés. Sur le 1^{er} semestre clos fin juin, le revenu global est ressorti à 460MD, en hausse de 8,4%. Si l'activité du groupe a bénéficié d'une

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							montée en puissance du chiffre d'affaires à l'export à 16,5MD, en hausse de 70%, la production a augmenté de 17,9% par rapport à la même période de 2018, à l'origine une augmentation du stock de produits finis en période de haute lactation. Pour garder son avantage compétitif, le groupe a toujours adopté une politique intensive d'investissement. Sur le premier semestre 2019, ces investissements, atteignant une enveloppe globale de 53,94MDT, qui devraient servir à la construction d'une nouvelle unité de conditionnement d'eau minérale et vers la mise en place d'une ligne de production de lait en bouteilles à la Centrale Laitière de Sidi-Bouزيد avec la technologie UHT. Une stratégie qui devrait consolider les marges du groupe et sa rentabilité dans un futur proche. Notons qu'au 30 sept. 2019, les revenus ont atteint 720MD soit une hausse de 13,1%. Le niveau de valorisation du groupe ainsi que le caractère défensif de l'activité nous ramènent à recommander de RENFORCER la position sur le titre.
P.ménagers et de soins pers.							
ELECTROSTAR	1.67	-	0.8	-	+21.01%	VENDRE	ELECTROSTAR a soldé l'exercice 2018 sur une perte colossale de 26,5MD. Bien que le chiffre d'affaires fût en hausse (+37,9% à 76,8MD), les charges d'exploitation ont augmenté de 43,7%. A cet égard, le résultat d'exploitation 2018 ressort déficitaire de 5,88MD et les charges financières nettes se sont alourdies à 20,8MD (+88MD). Ces éléments, confirment l'existence d'une incertitude susceptible de jeter un doute sur la capacité du groupe à poursuivre son activité, souligne le commissaire aux comptes. Nous recommandons donc de VENDRE le titre.
NEW BODY LINE	4.98	6.9	1.8	7.4%	+2.95%	RENFORCER	Après les réalisations bien orientées en 2018, où la société est parvenue à afficher une évolution positive de ses revenus (+10,6%), tirée par l'envolée du chiffre d'affaires de lingerie basique de 25,1%, les résultats du 1er semestre 2019 ont été plutôt décevants, NBL ayant vu le chiffre d'affaires baissé de 1,25% à 3,2MD, essentiellement dû aux difficultés des clients sur le marché Français suite aux mouvements sociaux prolongés. Le bénéfice semestriel s'est repli de 46,8% en comparaison au même semestre de l'année dernière, conséquence directe de l'évolution des pertes de change. La société NBL maintient toujours son niveau d'endettement à LMT à zéro et dispose d'une trésorerie largement excédentaire générant des produits de placement substantiels. En attendant la concrétisation du projet d'implantation d'un atelier de confection et emballage en Egypte pour un apport propre de 2MD, au plus tard début 2020, Nous recommandons de RENFORCER étant donné son niveau de valorisation.
EURO-CYCLES	18.50	16.3	6.0	6.5%	+16.53%	ACHETER	Après une année 2018 difficile, l'activité semble reprendre en 2019. En effet, le chiffre d'affaires accuse une hausse de 14% au 30 juin pour une hausse du résultat d'exploitation de 37% à 7,4 MD. Notons qu'au 30 sept 2019, les revenus de la société ont atteint 69MD (+27%) confirmant ainsi la reprise de l'activité. Selon le management de la société, l'activité devrait reprendre sur les 3 années à venir (une croissance moyenne du CA de 9%). A ce niveau actuel de cours, le titre semble très intéressant avec un P/E=12,1x et un div. Yield de 8,3%. Au vu du potentiel d'évolution que recèlent les projets en cours de réalisation et qui rendent les perspectives de croissance offertes par la société prometteuses, nous recommandons d'ACHETER le titre.

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
SAH Tunisie	12.05	42.7	3.6	-	+5.79%	CONSERVER	le groupe LILAS tire amplement profit de la diversification de sa gamme de produits et de l'extension de son réseau, ainsi terme du 1er semestre 2019, le groupe LILAS publie un résultat net part groupe de 12,3MD, en hausse de 27,5% par rapport à la même période de l'année 2018. Cette performance est redevable à la bonne tenue de l'activité de la société mère. Dans ce sillage, LILAS a drainé au 1 semestre 2019 un chiffre d'affaires de 189,6MD, en hausse de 36,7%, tiré par la croissance de l'activité export de 47,4%. La structure du chiffre d'affaires laisse apparaître une montée de la part de l'activité export à 24,2% contre 22,4% une année auparavant. Le groupe affiche cette embellie après l'entrée en service (mai 2019) de la filiale « Azur Détergents » spécialisée dans la production de détergents sous la marque Lilas pour le marché local et l'extension de la capacité de la filiale « AZUR Papier SA », spécialisée dans la fabrication de la Ouate de cellulose. Cette croissance au niveau de l'activité s'est confirmée au 3^{ème} trimestre de cette année, en effet, les revenus ont atteint 290MD, soit une hausse de 43%. Compte tenu de ce qui précède ainsi que du niveau de valorisation du titre, nous recommandons de CONSERVER la position.
Office Plast	2.74	22.6	2.3	2.0%	+7.03%	CONSERVER	Spécialisée dans la fabrication des fournitures scolaires et bureautiques, office Plast s'est introduite sur le marché alternatif afin de financer un programme d'investissement visant la modernisation de son outil de production, l'élargissement de la gamme de ses produits et l'extension de ses unités de stockage. Office PLAST clôture le semestre 2019 sur une hausse limitée de 2,4% de son chiffre d'affaires à 12,3MD. Elle profite de la de la maîtrise de ses charges d'exploitation pour afficher un Résultat d'exploitation en hausse de 43,5%. La rentabilité devrait continuer à tirer parti de l'amélioration de la productivité. Le titre est relativement surévalué, avec un cours égal à 22 fois les bénéfices estimés de 2019 dans un contexte de fragilité de l'activité à l'export. Nous recommandons par conséquent de CONSERVER la position sur le titre.
Pétrole et Gaz							
SOTRAPIL	12.60	5.4	1.2	6.3%	-17.88%	CONSERVER	SOTRAPIL présente au 1^{er} semestre 2019 des réalisations financières mitigées. En effet, ses revenus de transport enregistrent une légère baisse de 5,25% à 8MD comparativement à une année auparavant, consécutivement à la baisse des quantités transportées de 10,12% couplée à la hausse de +5% des tarifs de transport via le pipeline Bizert-Radès à partir du 27/12/2018 et de +6% du tarif de transport via le pipeline Jet A1 à partir du 01/10/2018. Notons qu'au 30/09/2019, les revenus de la société accusaient une très légère baisse (-0,4%) à 12,98MD due à la baisse des quantités transportées de 5,5%. Compte tenu du risque de fluctuation de l'activité d'une année à une autre, et malgré des indicateurs de valorisation intéressants, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.
Santé							
SIPHAT	4.14	0.0	0.0	-	+45.26%	VENDRE	La situation de la société demeure toujours critique, puisqu'elle ne cesse d'enchaîner des déficits notamment celui de l'exercice 2018 (-14,2MDT), issu d'une régression de l'activité (-23%) et souffre d'une grave crise de liquidité avec une hausse de charge financière de 57%. En outre, la faible liquidité du titre sur le marché et le manque de visibilité quant à une possible amélioration de la situation de la société, nous mènent à recommander de VENDRE le titre.

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
ADWYA	3.05	-	4.1	4.9%	-35.11%	CONSERVER	ADWYA est parvenue à drainer un chiffre d'affaires de 107,2MD au titre de l'exercice 2018, en amélioration de 13,4% par rapport à 2017 profitant de l'évolution favorable des ventes des produits sous licence, génériques et du marché hospitalier, dans un contexte difficile marqué par le ralentissement de l'activité export. Le résultat net s'est dégradé de 36,5% à 3,1MD grevé essentiellement par la hausse des charges financières. En revanche, au 1^{er} semestre 2019 le chiffre d'affaire se repli de 7% à 52,9MD, affecté probablement par le ralentissement de son activité à l'international. Notons par ailleurs que la participation de 34% de la famille de Moncef El Matri confisquées par l'Etat tunisien depuis la révolution, est appelée à être cédée. En tenant compte du niveau de valorisation actuel du titre ainsi que dans le contexte dans lequel évolue la société, nous recommandons de CONSERVER le titre.
UNIMED	9.62	23.6	5.1	3.2%	+20.06%	RENFORCER	Depuis son introduction en bourse la société UNIMED n'a pas arrêté de cumuler des performances positives grâce à l'amélioration de son niveau d'activité. En effet, elle a clôturé l'exercice 2018 sur un résultat net de 18,4MD (+47%) pour des revenus en hausse de 23%. L'année 2019 devrait s'inscrire dans la continuité de la croissance avec des revenus au 30 sept. De 83MD, soit une hausse de 37% par rapport à la même période en 2018. Le titre affiche une prime par rapport au marché, ce qui reflète son fort potentiel de croissance. Nous recommandons, par conséquent, de RENFORCER la position.
Immobilier							
SIMPAR	33.50	-	1.1	4.5%	+7.93%	ALLEGER	Impactée par une conjoncture défavorable du secteur de la promotion immobilière, qui est due selon les professionnels du secteur à l'application de la nouvelle taxe sur la valeur ajoutée (TVA) imposée en 2018, les hausses successives du TMM et des hausses des différents intrants, SIMPAR a affiché une forte baisse des revenus annuels de 49,5% qui s'est établi à 7,87MD, ou les ventes de logements est celle qui a accusé la plus grande part de baisse (-55%) et un résultat d'exploitation de 3,5 Millions de dinars, en baisse de 26,3% par rapport à l'exercice précédent. SIMPAR a déploré un déficit net de 864 milles dinars, contre un bénéfice net de 1,4 millions de dinars l'année précédente. Cette dégradation est liée à la hausse des charges financières à 4,3MD. Au 1^{er} semestre 2019, l'activité de SIMPAR a nettement rebondi, avec un CA de 5,2MD contre 2,1MD au 30 juin 2018. Dans les conditions actuelles d'essoufflement du secteur immobilier, alourdis part une situation de sous liquidité et une aversion aux risques de la part des banquiers ce qui impactera le niveau d'activité de la société et étant donnée le niveau de valorisation du titre jugé relativement élevé, nous recommandons d'ALLEGER le titre.
SITS	1.72	49.7	0.8	5.8%	-10.88%	ALLEGER	La société de promotion immobilière SITS toujours affectée par la crise du secteur immobilier, réalise un chiffre d'affaires global de 2,5 millions de dinars en 2018 (-55%), la valeur du stock a quasiment stagné pour se situer à 40,7 millions de dinar. Le résultat net est quant à lui, déficitaire pour le troisième exercice consécutif à -470 mille dinars. Sur fonds d'une guerre de contrôle de la société et un manque de transparence sur la gestion, le conseil d'administration est au cœur du conflit entre les administrateurs tunisiens et saoudiens. Le contexte défavorable conforte notre avis négatif sur le secteur en général et sur SITS en particulier et la dégradation des marges de la société risquent de peser sur le titre. Nous recommandons par conséquent d'alléger la position

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
ESSOUKNA	2.36	0.0	5.0	10.2%	-4.71%	CONSERVER	Après avoir affiché une forte baisse de son chiffre d'affaires (-49,6%) et de ses bénéfices (-46,2%) l'année dernière, la société semble reproduire le même scénario pour le 1^{er} semestre 2019. Au 30 sept., la société a pu augmenter rattraper son retard atteignant des revenus de 9,1MD contre 7,6 à la même période en 2018. Notons que le stock des travaux en cours de la société s'élève au 30 sept. 2019 à 22MD contre 17 en sept. 2018. Par ailleurs, au vu de la nature cyclique de l'activité de la promotion immobilière (les promesses de ventes fermes au S2-2019 d'un montant de 6,8MD), du stock foncier de la société et du niveau de valorisation, un des plus faibles du marché, nous recommandons de CONSERVER la position.
Bât. Et Mat. De Constr.							
TPR	4.68	9.1	2.1	5.1%	+3.14%	RENFORCER	Sur fond de conjoncture économique défavorable au développement du secteur du bâtiment, TPR, le leader sur le marché local a affiché au 1^{er} semestre 2019, une hausse modérée de 11% de son activité, tirée par les ventes à l'export +36% (dont la part dans les revenus de l'entreprise représente 34%). Cette évolution, associée à l'alourdissement des coûts de consommation, liés à la dévaluation du dinar et au renchérissement de l'énergie, a généré une dégradation de la marge opérationnelle, menant à une modeste évolution du résultat net de 8,4%. Au 30 sept. 2019, grâce à l'amélioration de l'export, (+17%) les revenus ont augmenté de 11% à 116,9MD. En ces temps de forte volatilité boursière, TPR offre un rendement de dividende attractif (+5%) et un niveau de valorisation attrayant. Nous recommandons donc de RENFORCER la position.
SOMOCER	0.99	13.1	0.5	2.5%	-5.71%	ALLEGER	Durant les cinq dernières années, le management de la société a adopté une politique intensive d'investissement pour consolider leurs positionnements sur le marché local et développer leurs exportations. Cette politique, qui vise la réduction de la facture énergétique, une meilleure maîtrise des coûts des intrants ainsi que l'amélioration de la qualité des produits, a permis l'affermissement des marges brute et d'EBITDA de la société. Cependant, la lourdeur des investissements entrepris a fortement pesé sur la rentabilité de la société et a créé de fortes tensions sur la trésorerie dont le déficit a été comblé par le recours récurrent aux crédits à court terme. Au terme du 1^{er} semestre 2019, le chiffre d'affaires de SOMOCER a augmenté de 15,3% pour s'établir à 45MD, tiré vers le haut par une bonne dynamique commerciale sur le marché local, en progression de 13,34% et à l'international, +32%. Dans le même temps, le résultat d'exploitation a baissé de 12,8%, passant à 6,4MD au 1^{er} semestre 2019. Une contraction qui s'explique principalement par la hausse des achats d'approvisionnements consommés, impactées par la dévaluation du dinar et la flambée des prix d'énergie. La société n'a pu dégager un bénéfice que grâce à l'annulation des intérêts de l'ATD Sicar, pour un montant de 2,1 MD et dégagé un bénéfice de 2,2 MD en progression de 26,32%. Nous recommandons par conséquent d'ALLEGER la position sur le titre.
CIMENTS DE BIZERTE	1.02	-	5.5	-	-50.72%	ALLEGER	Pour le 1^{er} semestre 2019, la société est parvenue à augmenter ses revenus de 5,6% à 41,8MD dont 40MD sur le marché local. La société accuse une perte de 15,7MD au 1^{er} semestre 2019, contre 12,7MD une année auparavant et un lourd déficit de 32,9MD au titre de l'exercice 2018. La société visait pour 2019 une augmentation sensible de la production de clinker et de ciment, après l'achèvement des travaux de maintenance annuelle pour subvenir à la demande locale et développer l'export après 10 ans d'absence par le chargement de navires à destination du Cameroun, l'Italie et la Côte d'Ivoire.

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							Bien que les perspectives du cimentier, soient attrayantes à moyen terme, nous préférons rester prudents en raison des incertitudes macroéconomiques et de volatilité actuelle. Nous recommandons donc d'ALLEGER le titre
CARTHAGE CEMENT	1.23	-	7.1	-	-40.29%	CONSERVER	Dans le cadre de la restructuration opérationnelle et financière de la société, Carthage Cement propose une augmentation de capital de la société de 223,7MD, pour le porter à 395,9MD. En outre, la société a convenu avec les banques et en accord avec la BCT, un plan de restructuration de dettes. Ce plan prévoit d'alléger l'encours de la dette, à travers le remboursement partiel des dettes bancaires, et le rééchelonnement des dettes restantes (360 MD), sur 12 ans dont 2 années de grâce. Parallèlement à la mise en œuvre de ce plan de restructuration, le processus de cession de la société, sera relancé de nouveau, en novembre 2019. En attendant que l'écart entre les réalisations annuelles et les prévisions annoncées se résorbe graduellement, et dans l'attente de la réalisation de l'opération de privatisation qui pourrait mettre fin aux problèmes de gouvernance de la société, nous recommandons de CONSERVER le titre
AMS	0.67	-	0.1	-	-40.18%	VENDRE	La société les Ateliers Mécaniques du Sahel (AMS) a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires net de 22,1 millions de dinars, en baisse de 3,97%. Tout comme l'année dernière, l'exercice 2018 est ressorti déficitaire de plus de 19MDT. Par ailleurs, la société est en situation très délicate, avec des capitaux propres largement négatifs (-39,1MD), ce qui appelle l'AGE de l'AMS à statuer sur la reconstitution des capitaux propres. Aucun catalyseur positif n'est en vue pour le titre. Nous recommandons de VENDRE le titre.
MPBS	5.15	14.3	1.2	3.5%	+56.43%	CONSERVER	Dans un contexte économique de moins en moins porteur, marqué par une concurrence plus rude, une croissance sectorielle modeste et une hausse structurelle des coûts des matières premières en raison de la dépréciation du dinar, les réalisations de la société sont globalement conformes aux attentes. Tout comme pour 2018, la société semble sur la bonne voie pour se conformer aux prévisions de son business plan pour l'année 2019, tout en améliorant la globalité de ses marges et espère réaliser un chiffre d'affaires prévisionnel de 63MD contre 54,7MD en 2018 et escompte un résultat prévisionnel de 3,8MD contre 3,1MD en 2018. Ainsi et en tenant compte du niveau de valorisation du titre, nous recommandons de CONSERVER la position.
SOTEMAIL	2.34	-	2.5	-	+14.71%	CONSERVER	En 2018, SOTEMAIL a profité d'une forte dynamique commerciale, en effet, les revenus ont progressé de 8% à 51,9MD et le résultat d'exploitation s'est bonifié de 41% ce qui démontre la capacité de la société à maîtriser les charges d'exploitation durant les périodes de conjoncture peu favorables et générant au final un bénéfice de 2,1MD, en multipliant par 5 celui de 2017. Compte tenu de ce qui précède, nous recommandons de CONSERVER le titre.
SOTIPAPIER	7.00	11.6	3.0	3.6%	+56.62%	RENFORCER	La société a clôturé l'exercice 2018 sur une hausse de 36% de ses revenus et un résultat net de 13,2MD contre 9,3MD en 2017 (+42%). En 2019 la société semble poursuivre cette croissance, en effet, le résultat net au 30/06/2019 a atteint 13,1MD contre 8,3 en juin 2018. Au 30 sept. 2019, les revenus ont augmenté de +26% confirmant ainsi les bonnes perspectives de l'année en cours. Le niveau de valorisation ainsi que la croissance de l'activité nous mènent à recommander de RENFORCER la position.
Biens et Services Indust.							
SOTUVER	8.67	10.7	3.3	3.5%	+3.10%	CONSERVER	Le leader du secteur de verrerie nationale, Sotuver poursuit son développement tant sur le marché local que sur le marché de l'export notamment en Afrique et l'Europe tout en optimisant son outil de production en réalisant des rendements élevés et les derniers résultats ont été conformes aux attentes. La société démontre depuis 2016 sa capacité constante à améliorer sa rentabilité, son efficacité ainsi que ses volumes de ventes, malgré un contexte difficile. La société a déclaré au mois d'avril 2019 un

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
							projet d'investissement de 20MD à l'Instance tunisienne de l'investissement dans le but d'optimiser la productivité de son usine actuelle. Après un parcours d'exception en 2018 avec un résultat net de 17,3MD (73%), Le rythme a nettement ralenti dans les 9 premiers mois de l'année 2019 avec des revenus en hausse de seulement 6% contre +40% en 2018, affectés en partie, par les événements qui touchent actuellement le marché algérien. Par conséquent, nous recommandons de CONSERVER le titre.
SIAME	3.44	9.0	1.7	2.9%	+41.34%	CONSERVER	La société a amélioré ses revenus de 2018 de 19% et a pu clôturer l'année avec un bénéfice de 3,8MD contre 1,7MD en 2017. AU 30 juin 2019, la croissance de l'activité s'est confirmée avec une hausse des revenus de 18,5% à 18,6MD. Par ailleurs, la hausse des charges a limité le résultat net semestriel à 1,47MD contre 1,57MD en juin 2018 (-6,4%). Au 30 sept. 2019, les revenus ont atteint 28,3MD, soit une hausse de 14,6%. En tenant compte du niveau de valorisation actuel, nous recommandons de CONSERVER la position.
MIP	0.22	-	0.3	-	-63.33%	VENRDE	Après avoir été rachetée par Lawhat Tunisie et Yellow Spirit, MIP a publié ses états financiers 2016 en retard de plus de deux ans (Août 2018) enregistrant une perte record de 7,8MD contre une perte de 3MD en 2015. Les rapports des commissaires aux comptes attirent l'attention des actionnaires que la capacité poursuivre l'exploitation de la société est mise en doute. Par conséquent, nous recommandons de VENDRE le titre.
Télécommunications							
SOTETEL	5.05	1.6	0.6	-	-10.28%	CONSERVER	La société a clôturé l'année sur des revenus en stagnation à 47MD. La hausse des charges a fait baisser le résultat d'exploitation à 3,1MD contre 4,4MD en 2017. Le résultat net s'est élevé quant à lui, à 2,8MD contre 6MD en 2017. Notons qu'en 2017 la société a bénéficié de produits non récurrents d'un montant de 3,4MD. En juin 2019, et malgré la hausse des revenus à 22MD (+10%) les résultats ont été sanctionnés par une hausse des achats consommés (+4MD). Le résultat net semestriel s'établit par conséquent à -1,5MD contre +0,3MD en juin 2018. En attendant plus de visibilité quant à l'activité de la société, nous recommandons de CONSERVER la position.
SERVICOM	0.65	-	3.2	-	-64.67%	ALLEGER	En difficulté depuis plusieurs années, le groupe a vu ses revenus chuter au 1 ^{er} semestre 2019 de 53%. Les problèmes de trésorerie handicapent l'activité, la société a du mal à honorer ses engagements et a été appelé à deux reprises à décaler le paiement d'une échéance de son emprunt obligataire. Notons par ailleurs que la société a opéré une restructuration de ses activités en se débarrassant de celles à faible rendement. En attendant de voir le résultat de cette restructuration ainsi que celle de ses engagements, nous recommandons d'ALLEGER la position.
CELLCOM	3.20	28.8	4.2	3.1%	+113.33%	ALLEGER	Le distributeur de la marque EVERTEK a vu ses revenus augmenter de 4% en juin 2019 contre une baisse de 7% en 2018. La société n'a toujours pas publié ses états financiers 2018. La volatilité de l'activité ainsi que le niveau du titre valorisation nous mènent à recommander d'ALLEGER la position.
Technologie							

	Price	P/E	P/B	Div. Y.	1 ^{er} Jan. 19	Recommandation	Observations
TELNET	9.30	18.6	2.4	5.4%	+13.89%	RENFORCER	Le groupe Telnet a transféré certaines de ses activités au groupe Altran, raison pour laquelle les revenus ont accusé une baisse de 43MD à 40MD en 2018. En éliminant les effets du transfert, les revenus sont passés de 34MD à 40MD (+15,22%). Au 30 juin 2019, malgré une hausse de près de 12% des revenus, le résultat net a subi une baisse à 2,1MD contre 4,2 en juin 2018, due principalement aux pertes de changes. Malgré cette baisse, les perspectives de la société demeurent prometteuses avec le développement de nouveaux produits, à l'instar des drones en collaboration avec le japonais FUJI IMVAC ainsi que le lancement du 1^{er} satellite tunisien en collaboration avec les sociétés russes SPUTNIX et GK Launch Services. D'un autre côté, le niveau de valorisation du titre demeure intéressant ce qui nous mène à recommander de RENFORCER la position.
HEXABYTE	8.20	12.7	2.4	4.3%	+55.74%	CONSERVER	La société a clôturé l'exercice 2018 sur une hausse des revenus de 28% à 9,6MD. Le résultat net de la société a également augmenté, il est passé ainsi à 1,53MD, soit également une hausse de 28%. Notons que la société jouit d'une situation financière solide avec un niveau d'endettement quasi-nul. Le niveau de valorisation est intéressant, mais le titre demeure sanctionné par un faible niveau de liquidité. Par conséquent, nous recommandons de CONSERVER la position.
AETECH	0.28	-	0.2	-	-22.22%	VENDRE	L'exercice 2018 a connu la baisse des revenus de 34% à 10MD. La société a ainsi cumulé un nouveau déficit atteignant 2,3MD contre 3,7 en 2017. Les fonds propres de la société sont ainsi passés à -4,8MD. En 2019, la situation ne semble pas s'améliorer, en effet, les revenus au 30 juin 2019 ont baissé de 50% à 3MD pour un déficit de 0,37MD contre 1,3MD une année auparavant. Par conséquent, nous recommandons de VENDRE le titre.
Marché	7008.36	12.4	2.7	3.2%	-3.62%		

Légende

Price	Dernier cours de clôture.
P/E	Ou PER (Price Earning Ratio), c'est le rapport entre le cours et le bénéfice par action.
P/B	Le rapport entre la valeur boursière du titre et sa valeur comptable.
Div.Yield	Rendement du dividende, il est calculé de la manière suivante : dividende / cours de l'action.
Div.	Dividende à distribuer.
Rdt	La variation du cours de l'action depuis le début de l'année.



ACHETER

Passer à l'achat sur la valeur. Ceux qui en ont déjà peuvent en racheter.



RENFORCER

Il existe un réel potentiel d'appréciation de la valeur. Ceux qui la possèdent déjà ont intérêt à la conserver, les autres peuvent s'y intéresser.



CONSERVER

Ni achat ni vente. Ceux qui n'en ont pas n'ont pas forcément intérêt à s'y intéresser, les autres n'ont pas grand-chose à attendre du titre dans un futur proche.



ALLEGER

Il est temps de vendre, de prendre ses bénéfices pour ceux qui la possèdent. Les autres ne devraient pas s'intéresser à la valeur.



VENDRE

Vendre dès que possible.

Département Conseil

analyse@ameninvest.com.tn

AMEN INVEST : 9, Rue du Lac NEUCHTEL - Les Berges du Lac - 1053 Tunis - Tunisie

Tel. : (+216) 71 965 400

Fax : (+216) 71 965 426

E-mail : *contact@ameninvest.com.tn*

www.ameninvest.com

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 des 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.