

Rétrospective 2018 des valeurs cotées

Département Recherches & Études

Rédigé le 17/01/2019

N°	Société	Performance 2018	Commentaire	P/E 2018e	P/E 2019e	P/B 2017	Yield 2018e	Opinion
1	ICF	+551%	C'est la révélation boursière de l'année. Le spécialiste du fluorure d'aluminium a multiplié sa capitalisation par 6 en un an. La société totalement exportatrice a franchi un nouveau cap de chiffre d'affaires et de bénéfices grâce à une conjoncture favorable sur les marchés mondiaux (baisse des capacités de production en Chine, augmentation des prix mondiaux, effet change positif). Les perspectives restent favorables sur le court terme et le résultat record attendu pour 2018 (un bénéfice de 29MDt selon nos estimations) laisse présager un relèvement conséquent des dividendes. Toutefois, la volatilité des résultats observée par le passé et le manque de visibilité sur une reprise durable de l'activité appellent à la prudence. Le management d'ICF pourrait capitaliser sur le succès boursier pour rétablir le contact avec le marché.	14,5	13,9	5,9	2,5%	Conserver (+)
2	SOPAT	+122%	Après trois années boursières dans le rouge, la SOPAT efface ses pertes en doublant de capitalisation. Sur le fond, hormis la reprise des ventes, rien ne peut justifier un tel engouement sur le titre d'autant plus que les défaillances opérationnelles sont toujours présentes. Malgré les efforts de recapitalisation de l'actionnaire de référence (groupe Belkhiria), le bilan du volailler est toujours inquiétant et les fonds propres sont plombés par des pertes cumulées de 40MDT. Des retards récurrents de publication qui ne rassurent en rien les investisseurs.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
3	SOTETEL	+109%	Autre société qui double de taille en 2018. Le titre a connu un retour massif des investisseurs depuis 2016 après l'annonce d'un important plan social, touchant le quart des employés. Le redressement de la rentabilité intrinsèque se confirme malgré des ventes en perte de vitesse en 2018. Après le dégraissage, la filiale du Groupe Tunisie Télécom devrait relever le défi de la relance commerciale pour rattraper le terrain perdu par rapport à la concurrence. Le titre reste sous surveillance en attendant la concrétisation de la stratégie export, fer de lance du nouveau management.	15,9	14,8	1,4	0,0%	Conserver (+)
4	TUNISAIR	+81%	L'année 2018 a effacé trois années baissières en bourse. Le transporteur national a tiré profit d'une bonne saison touristique qui a boosté son chiffre d'affaires (record historique plus de 3 milliards de dinars attendu pour 2018). La rentabilité reste toutefois toujours plombée par des charges - salariales et opérationnelles - exorbitantes, ramenant le résultat en territoire négatif. Avec des retards de publication récurrents (à la date de rédaction de cette note, la société n'a pas encore publié ses comptes de 2017 !), il est difficile de se faire une opinion fiable sur la compagnie.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Conserver

5	SAM	+79%	Un retour en force pour le titre après le "faux départ" connu en 2017, année de son introduction. Le groupe de mobilier de bureau devrait atteindre un nouveau palier de résultats à partir de 2018, dépassant les objectifs du business plan d'introduction. La croissance est confortée par l'achèvement du plan d'investissement (l'acquisition d'une nouvelle usine) et par la politique commerciale dynamique en matière de lancement de nouveaux produits. Le titre recèle encore de l'upside, le rendement en dividendes est alléchant. Un profil parfait pour un compte CEA.	9,0	10,5	2,3	6,8%	Acheter
6	SOTUVER	+73%	Trois années successives de hausse pour la SOTUVER. Et pour cause ! Le producteur de verre a pu doubler ses bénéfices en l'espace de deux ans, résultat de l'extension de la capacité de production et de la nouvelle dynamique commerciale, orientée vers l'export. Les bonnes saisons oléicoles en Tunisie et la montée en compétitivité (effet de la dépréciation de la monnaie) ont également aidé. Les "gros" travaux étant désormais derrière elle, les cash flow seront davantage mis à contribution pour le désendettement et la rémunération des actionnaires.	18,8	15,8	5,1	2,9%	Acheter
7	TELNET HOLDING	+70%	La valeur "technologique" du marché duplique quasiment la même performance que l'année dernière. Portée par la cession des activités "Défense, sécurité et Automobile" à ALTRAN, une des filiales a généré une belle plus value (12 MDT) qui devrait remonter à la société mère Holding en 2018 et distribué (intégralement ?) aux actionnaires en 2019. Hormis cet élément exceptionnel, les performances de la société vont bon train avec un carnet de commandes étoffé. L'action se rapproche de sa juste valeur.	18,2	16,9	4,7	9,3%	Conserver (+)
8	SOTRAPIL	+67%	Très bon crû pour la société publique de transport des hydrocarbures, qui a enregistré des records historiques des quantités transportées via ses pipelines, tirant profit de la fermeture du port pétrolier de Radès pour rénovation. L'activité demeure, néanmoins, peu séduisante et à faible valeur ajoutée. Pas de visibilité sur les perspectives de développement et une quasi rupture de la communication avec le marché.	8,7	8,0	1,9	5,2%	Conserver
9	SFBT	+47%	Première capitalisation du marché, la SFBT est "LA" valeur de fonds de portefeuille par excellence, tant sur le volet des fondamentaux que sur le volet du comportement boursier (un rendement annuel moyen de 30% depuis 5 ans et de 21% depuis 10 ans). L'année a - encore - été marquée par la consolidation de l'actionnariat avec la montée du groupe Castel (57%) dans le capital de la brasserie. Encore une fois, le groupe démontre la force de son produit phare (la bière) qui, malgré l'augmentation des prix, a tranquillement poursuivi sa croissance. La normalisation de l'activité touristique est favorable pour le groupe.	19,2	17,5	5,7	3,2%	Acheter
10	SOTIPAPIER	+42%	Triste hasard de calendrier. Alors que l'année était en passe d'afficher une belle croissance des résultats, l'élan a été rompu par les inondations qui ont secoué la région du Cap Bon vers la fin du mois de septembre et qui ont nécessité un arrêt total de l'usine. Le communiqué "simpliste" de la société n'a pas fourni d'éléments chiffrés sur l'étendue des dégâts et le manque à gagner sur les mois à venir. En dehors de ce cas de force majeure, l'activité du producteur de papier est sur la bonne voie et les efforts d'investissement commencent à être perceptibles sur les résultats.	13,0	11,1	2,6	5,2%	Conserver (+)

11	STAR	+37%	Après une "traversée du désert" qui a duré deux ans, l'assureur public retrouve des couleurs. Ce regain d'intérêt a été stimulé par l'arrivée d'une nouvelle équipe managériale (nouvelle équipe, nouveaux challenges) et par l'annonce de l'opération de transfert des titres détenus par "Groupama SA" dans la STAR à "Groupama Holding Filiales et Participations". La transaction faite au prix de 165,750DT l'action a redonné la confiance aux investisseurs quant à la valorisation de la compagnie. Malgré cette progression boursière, le titre garde toute son attractivité (un multiple d'Actif Net Réévalué de 0,6x contre une moyenne de 1,1x du secteur tunisien coté).	14,7	13,1	0,9	2,2%	Acheter
12	TPR	+35%	Après trois années décevantes, le profileur d'aluminium a retrouvé depuis 2017 le chemin de la croissance des résultats (quasi doublement des bénéfices entre 2016 et 2018 !). La politique à l'export - et particulièrement en Afrique- commence à porter ses fruits (volumes et marges) et nous semble plus judicieuse comparativement à la voie "Européenne" empruntée jusque-là par le groupe. Une génération régulière de cash flow et un bilan solide. Le timing nous semble bon pour un repositionnement sur la valeur.	13,7	12,5	2,8	5,1%	Acheter
13	BNA	+35%	Première performance du secteur bancaire, la BNA termine l'année en beauté, et ce malgré le revers boursier subi depuis le mois de septembre. Le redressement de l'activité intrinsèque n'est plus à démontrer et les avancées réalisées dans le programme de cession d'actifs ont valu à la banque d'atteindre un nouveau palier de résultats et de fonds propres. L'augmentation de capital programmée en 2019 devrait permettre à la banque de poursuivre le nettoyage de son bilan et de repartir sur des bases plus solides d'un point de vue réglementaire. Vu sa valorisation intéressante, le titre est à recommander dans une optique d'investissement à long terme pour récolter les fruits de la restructuration.	4,4	4,5	0,5	0,0%	Conserver (+)
14	BT	+29%	La doyenne des banques tunisiennes a affiché un joli parcours boursier en 2018 qui lui a permis de détrôner Attijari Bank et de s'imposer en tant que deuxième capitalisation du secteur (après la BIAT). La valeur conserve son attrait auprès des investisseurs grâce à sa gestion rigoureuse et à sa bonne discipline prudentielle. L'assise financière solide de la banque et le tournant vers une politique commerciale plus dynamique justifient une prime par rapport au secteur.	12,0	11,5	2,6	5,1%	Acheter
15	SPDIT	+29%	Comme à son accoutumée, le fonds d'investissement évolue dans le même sens que sa maison mère "SFBT". L'action a, de plus tiré profit de l'évolution de l'une de ses participations cotées, à savoir ICF. La SPDIT tient un important portefeuille coté qui recèle une plus value latente (au 30 juin 2018) de 40 MDT, soit théoriquement un surplus de 15% au niveau de sa capitalisation). Valeur peu liquide.	11,8	10,7	6,8	5,5%	Conserver (+)
16	PGH	+25%	Si le leadership est confirmé, les ventes bien orientées et les investissements toujours soutenus - même si parfois économiquement incompréhensibles - c'est aujourd'hui la situation financière du conglomérat qui nous interpelle. POULINA affiche une dette nette de près de 1,5 milliards de dinars (1,9x les fonds propres) dont le coût devrait avoisiner les 100MDT en charges d'intérêt suite à la hausse des taux en 2018 ! A notre sens, le groupe devrait rationaliser ses investissements (à chacun son métier, PGH n'a pas vocation à être un fonds d'investissement) afin de libérer du cash et de réduire son endettement.	22,3	20,1	3,2	2,7%	Conserver

17	MPBS	+23%	Une performance qui se distingue pour le producteur de bois qui n'a pas connu des jours faciles (en bourse et en business) depuis son introduction. La conjoncture a été "challengeante" (ralentissement du secteur du bâtiment, hausse du coût de la matière première suite à la baisse du Dinar). Toutefois, une nouvelle orientation à l'export semble se dessiner depuis un an et demi. Si cela venait à se confirmer sur les mois à venir, cela permettrait à la société de déjouer l'atonie du marché local et de "hedger" ses marges. La valorisation bradée de la société justifie toutefois un positionnement immédiat sur l'action. Une valeur à faible profil de risque.	8,0	6,1	0,9	5,7%	Acheter
18	OTH	+22%	Un scénario conforme aux attentes pour l'exportateur national qui a - à juste titre - mis en place une offensive mécatronique qui s'avère bénéfique à la rentabilité (le groupe a doublé d'EBITDA entre 2015 et 2018). Grâce à sa forte propension à l'export, OTH est totalement immunisé contre le risque de change. Le potentiel est toujours là, alimenté par une industrie automobile en pleine "électronisation". Une situation financière robuste.	16,2	14,6	2,8	2,1%	Acheter
19	SOTUMAG	+22%	Sur sa lancée, le gestionnaire du marché de gros (Bir El Kassâa) continue à profiter de l'engouement général des Tunisiens pour la consommation. Dans une conjoncture économique morose, la société a pu maintenir le cap sur la croissance et consolider ses marges. En attendant une communication plus factuelle sur le mégaprojet du marché intégré, le profil "rentier" reste l'attrait principal du titre. Une valorisation intéressante et une liquidité en amélioration.	10,7	10,0	1,4	4,3%	Acheter
20	LAND'OR	+21%	L'action a repris des couleurs cette année après la correction de 2017. Un rattrapage porté principalement par l'annonce d'un partenariat capitalistique avec le groupe AfricInvest visant une injection de fonds pour le financement d'un plan d'investissement. Du côté des chiffres, les ventes sont sur la bonne voie mais la rentabilité est minée par la matière première dont le coût a fortement augmenté (pénurie + dépréciation du dinar) en 2017 et 2018. La situation financière n'aide pas avec un coût de la dette qui augmente. Vivement donc la recapitalisation du groupe.	13,1	8,6	10,6	2,1%	Conserver (+)
21	AMEN BANK	+19%	Un bon cru boursier pour la filiale du Groupe Amen malgré une fin d'année difficile sur fonds de "correction bancaire" (-17% depuis août dernier). Le titre confirme sa bonne résistance après la sortie de la SFI du capital en 2017 et continue à saluer les retombées de la stratégie de rééquilibrage du bilan. La valorisation est bradée mais elle intègre une qualité du portefeuille et des efforts de couverture moindres que la concurrence.	6,5	6,7	0,8	4,3%	Conserver (+)
22	ATTIJARI BANK	+19%	La filiale du Groupe Attijariwafa Bank affiche un bon bilan boursier malgré le vent de panique qui a soufflé sur le secteur en septembre et l'abaissement inattendu des dividendes. Avec cette performance, la banque complète le trio gagnant du secteur bancaire au titre de l'année 2018. Le titre traite à une valorisation décotée qui sous-estime les qualités fondamentales d'Attijari (une bonne qualité du portefeuille et un ratio de transformation inférieur à la limite réglementaire) et son profil de croissance supérieur à ses consœurs cotées.	11,0	10,1	3,5	3,5%	Acheter
23	CEREALIS	+18%	Le parcours boursier de 2018 "répare" la mauvaise performance de l'année d'avant. Le leader des "Chips" affiche globalement de bons fondamentaux et le pari pris sur le redressement de la filiale "Bolério" semble sur la bonne voie. Toutefois, les investisseurs sanctionnent "plus qu'il n'en faut" la valeur. L'Equity Story est certes peu charmante - CEREALIS a vocation à rester à dimension locale compte tenu des difficultés logistiques à l'export - mais "Tout a un prix" et les niveaux de valorisation actuels sont clairement "acheteurs".	8,3	7,0	1,8	3,2%	Acheter

24	PLACEMENTS DE TUNISIE	+18%	Le véhicule d'investissement du Groupe BT a terminé l'année sur une belle reprise. Une évolution sans doute portée par les bons résultats du premier semestre (une croissance des bénéfices de 20% à 1,1MDt). Le fonds est à faible profil de risque, investi principalement dans des sociétés liées à la BT. La politique de distribution est généreuse avec un taux de payout souvent supérieur à 100%. Titre toutefois peu liquide.	19,7	17,9	3,4	4,3%	Conserver
25	NEW BODY LINE	+17%	Le spécialiste des vêtements intelligents s'est bien comporté cette année, rattrapant partiellement sa contreperformance de 2017. Les résultats résistent tant bien que mal au ralentissement de la demande sur le marché français (retrait du client Le Bourget). Et pour cause : une exposition favorable à l'Euro et une importante manne financière. Une valorisation « bon marché » et le yield attractif. La société continue, néanmoins à afficher une carence de taille : une faible diversité des produits et des marchés.	10,4	10,2	2,1	7,8%	Alléger
26	CITY CARS	+16%	Une bonne résilience pour le concessionnaire de la marque "KIA", qui a conservé son titre de "voiture la plus vendue auprès des particuliers" en Tunisie. Le succès commercial ne devrait, cependant, pas occulter les difficultés que connaît le secteur : la dépréciation continue du dinar, les restrictions quantitatives à l'importation, la hausse de la pression fiscale.	10,8	12,5	4,9	8,0%	Conserver
27	SERVICOM	+14%	L'annonce du partenariat avec le fonds d'investissement GEM a provoqué un véritable déclic boursier pour le spécialiste du BTP (une envolée de 42% depuis l'annonce), en proie à des difficultés structurelles sur son cœur de métier. L'injection de fonds propres envisagée dans le cadre de ce partenariat (27MDt) va permettre à SERVICOM d'assainir ses finances. Des efforts de communication seront indispensables au management, notamment sur la nouvelle stratégie envisagée pour rétablir la relation de confiance avec les actionnaires. Une relation mise à mal par les nombreux engagements non tenus.	n.s	n.s	0,5	0,0%	Conserver
28	ASTREE	+14%	L'embellie se poursuit pour l'assureur du groupe BT. Astree profite de l'enthousiasme des investisseurs pour sa société mère et d'une croissance ininterrompue des bénéfices depuis 2012. Bien gérée et dotée de fonds propres solides, Astree représente un bon véhicule pour s'exposer au secteur de l'assurance coté. Toujours est-il que la liquidité quasi-inexistante du titre (153 mille dinars transigés en 2018 sur une capitalisation supérieure à 200MDt) constitue un frein pour son essor en bourse.	13,1	13,5	2,2	5,9%	Conserver (+)
29	STIP	+13%	Fondamentalement parlant, rien ne plaide en faveur de cette performance. Deux ans après le rachat de la société par un nouvel actionnaire "Africa Holding", les problèmes de la STIP sont toujours là : déficits d'exploitation, conflits sociaux, situation de faillite latente avec des fonds propres de -200 MDT, marché miné par le commerce informel..... La privatisation n'a pas permis d'extraire la STIP du groupe de cotation spécial : le groupe 99 réservé aux sociétés dont la continuité de l'exploitation est en péril.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
30	TUNISIE LEASING & FACTORING	+13%	Un exercice de rattrapage boursier pour le leader du leasing en Tunisie. Rebaptisée Tunisie Leasing & Factoring suite à une opération de fusion avec sa filiale d'affacturage, le groupe se distingue par rapport à ses consœurs par la diversité de ses métiers et de ses marchés. La qualité du portefeuille demeure bonne mais la rentabilité reste malmenée par les tensions monétaires en Tunisie et par les difficultés "conjoncturelles" de la branche africaine "Alios". L'augmentation de capital envisagée en ce début d'année (une levée de 20MDt) permettrait au groupe de soulager les pressions sur son produit net.	12,9	12,3	0,9	6,7%	Conserver (+)

31	ARTES	+11%	Le concessionnaire Renault se distingue clairement de la concurrence en affichant la meilleure rentabilité. Malgré le durcissement du cadre opérationnel, ARTES continue d'afficher un matelas de trésorerie confortable qui dégage un flux récurrent de produits financiers, lui permettant de pallier à la volatilité de l'exploitation. Cette assise financière solide justifie, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes qui fait toute l'attractivité du titre (un payout de 66%).	7,3	8,6	1,8	9,5%	Conserver
32	HEXABYTE	+10%	A l'image de l'année 2017, le fournisseur de services internet a clôturé l'année boursière sur une note positive. Une performance boostée par l'annonce de pourparlers avec un partenaire stratégique Tunisien, opérant dans le secteur des télécommunications, en vue d'une acquisition d'un bloc d'actions dans le capital d'Hexabyte. Si cette opération s'avérera concluante, elle serait de nature à propulser le positionnement commercial de la société. Petite capitalisation (11MDT) et liquidité très réduite.	5,3	6,6	1,3	9,2%	Conserver
33	SIAME	+10%	Le spécialiste des appareillages électriques consolide sa hausse. Le marché a surtout salué le bon bilan semestriel de la société mère (envolée des bénéfices de 56%). Le management de la SIAME multiplie les efforts pour développer l'export et pénétrer de nouvelles activités comme l'injection plastique (prise de participation dans la société Contact) et les nouvelles technologies (entrée dans le capital de la société Innov-Alliance-Technology). Valeur à suivre de près en attendant une concrétisation.	17,8	8,4	1,4	4,1%	Conserver (+)
34	UNIMED	+9%	Après avoir été boudée par les investisseurs pendant deux années, la société pharmaceutique retrouve des couleurs en bourse. UNIMED devrait enregistrer une croissance de 30% de ses résultats en 2018 (qui tranche avec les 6% en moyenne des années post-introduction), tirant profit du développement à l'export et des investissements d'extension. Un profil défensif et des fondamentaux actuels non reflétés au niveau de la valorisation actuelle.	15,5	14,0	3,1	3,1%	Acheter
35	UIB	+7%	La valeur s'est bien défendue en 2018 en dépit d'une fin d'année tumultueuse. La dégrise boursière qui a frappé l'UIB depuis septembre dernier est la plus forte à l'échelle du secteur (une contreperformance de 52%). La trajectoire ascendante des résultats, les avancées opérées dans l'assainissement du portefeuille et la réussite de la politique de collecte centrée sur les particuliers devraient continuer à alimenter l'intérêt des investisseurs pour le titre. L'adossement de la banque à un partenaire technique et financier de renommée internationale (le Groupe Société Générale) est un argument additionnel en faveur de l'UIB. Une valorisation attrayante.	8,1	7,4	1,8	2,8%	Acheter
36	TUNINVEST	+5%	Une année "fade" pour la filiale du capital risque du Groupe Tunisie Leasing, suscitant peu d'intérêt pour la cyclicité de ses résultats (intimement liés aux opérations de sorties réalisées). Le seul attrait de l'action est la politique de rémunération généreuse (distribution de résultats sous forme de dividendes et de restitution de capital). La taille modeste de la société (une capitalisation de 6MDt) et sa faible liquidité boursière (cotation en mode fixing) entravent l'évolution du cours.	20,8	19,8	1,2	8,2%	Conserver

37	BEST LEASE	+4%	L'unique leaseur islamique en Tunisie a terminé 2018 sur une légère note d'optimisme. Le positionnement de niche de la compagnie lui vaut d'afficher un spread appréciable malgré une structure des ressources dominée par les taux variables. Best Lease se compare favorablement aux standards du secteur en termes de productivité et de solvabilité mais la qualité du portefeuille reste encore en retrait. Une valeur avec des multiples abordables à recommander dans une optique d'investissement islamique.	5,8	5,6	0,9	7,2%	Conserver
38	AIR LIQUIDE	+3%	La filiale du géant français des gaz industriels reprend des couleurs après une année 2017 ardue. Le nom de la société est totalement à l'opposé du comportement du titre en Bourse (pas liquide du tout). L'activité est volatile à cause de sa forte corrélation avec l'évolution des prix sur les marchés internationaux.	13,1	12,8	2,8	5,1%	Conserver
39	ENNAKL	+3%	Une performance à peine dans le vert pour le concessionnaire automobile. ENNAKL a subi de plein fouet la forte dépréciation de la monnaie locale. Pour la première fois dans l'histoire du groupe, la trésorerie passe en territoire négatif. Les fondamentaux sont de moins en moins solides que la concurrence et la valorisation chère comparée à la moyenne du secteur.	15,4	17,5	2,6	5,0%	Alléger
40	SALIM	+3%	SALIM s'est ressaisi après une année 2017 de prise de bénéfice. L'assureur figure parmi les filiales les plus brillantes du groupe BH. Un positionnement de challenger sur le marché et un potentiel de synergies partiellement exploité avec la société mère. La valorisation nous semble correcte pour une société de taille modeste.	12,8	13,0	1,7	3,4%	Conserver (+)
41	STB	+3%	Après un début d'année euphorique (+43% à fin août), la banque publique termine sur une note morose. Quatre ans après la recapitalisation, le bilan de la STB est plutôt mitigé. Si l'activité d'exploitation affiche des signes de redressement, la banque continue à subir les contrecoups d'une gestion peu rigoureuse dans le passé et d'une surexposition à un secteur "risqué", le tourisme. Du fait que la banque profite de mesures exceptionnelles pour le tourisme (circulaires BCT 2015 et 2017, portant respectivement sur le report des impayés du tourisme et sur le gel de l'ancienneté des créances classées), le bénéfice publié n'a pas beaucoup de sens à notre avis. Par ailleurs, le coût du renflouement des filiales en difficulté (TFB et BFT) est aujourd'hui impossible à estimer. Malgré la débâcle subie depuis septembre dernier, la valorisation demeure chère par rapport à la moyenne sectorielle.	n.s	n.s	1,3	0,0%	Alléger
42	BIAT	+1%	La BIAT a cédé à une virulente pression vendeuse depuis août dernier (-44%) mais elle termine l'année sur un quasi statu quo. La banque devrait maintenir le cap sur la croissance dans les prochaines années malgré le contexte monétaire tendu et les surcoûts de la transition réglementaire. La BIAT jouit de qualités incontournables dans la conjoncture actuelle : une capacité inégalée à collecter des ressources bon marché, une marge de manœuvre confortable au niveau du ratio de transformation et un taux de créances classées le plus faible du secteur. Une valorisation alléchante pour une valeur de fonds de portefeuille. Une mise à jour au sujet de l'injection de fonds propres annoncée en avril dernier, est souhaitable pour rétablir l'image de "Blue Chip" du marché.	8,8	8,2	2,1	3,6%	Acheter

43	TUNIS RE	+1%	Un parcours "chétif" pour Tunis Ré qui va à l'encontre des réalisations honorables du réassureur. Au vu de ses multiples, les qualités fondamentales du titre demeurent largement sous-estimées par le marché : une activité à double facette (réassurance et placement), des ratios prudentiels confortables, une gestion rigoureuse, et une rentabilité récurrente. Bien que son actionariat soit à moitié 'étatique', la gestion de Tunis Ré s'apparente plus à une société privée. Un yield alléchant.	8,2	7,7	0,8	7,2%	Acheter
44	SOMOCER	+1%	Un réveil boursier timide pour SOMOCER après trois années passées dans le rouge. La stratégie de l'export a tenu ses promesses, malgré les difficultés sur les marchés limitrophes (restrictions douanières en Algérie et problèmes sécuritaires en Libye). Le retour aux bénéfices et aux dividendes n'a pas eu l'effet escompté sur le cours. Quatre années après la recapitalisation (une levée de 15MDt), l'endettement reste le talon d'Achille du groupe (une dette nette frôlant 2x les fonds propres à fin 2018). L'absence de chiffres intermédiaires consolidés (indicateurs d'activité et comptes semestriels) biaise d'autant plus le jugement sur le groupe.	17,1	14,5	0,7	4,7%	Conserver
45	ATTIJARI LEASING	+0,4%	Un millésime à peine dans le vert pour la filiale du Groupe Attijari Bank. Dans la continuité des dernières années, la société n'a pas bénéficié de l'élan boursier qu'a connu sa société mère. Le leaseur développe son intégration commerciale avec le réseau d'Attijari Bank, mais lui reste du chemin à parcourir et des bénéfices à sacrifier pour couvrir convenablement ses risques. La valorisation est facialement intéressante mais doit tenir compte de la qualité insuffisante du portefeuille.	5,8	5,2	1,0	8,5%	Conserver (+)
46	TUNISIE VALEURS	0%	La dernière recrue de la cote fait du surplace. Le contexte ardu avec lequel a coïncidé la mise sur le marché (décrue des valeurs bancaires tirant vers le bas le marché) a jeté un froid sur son comportement boursier. Une valeur sanctionnée par le marché malgré un atterrissage 2018 qui s'annonce en dépassement des projections initiales. L'affaire de la douane suit son cours et reste un élément exceptionnel. Le potentiel de hausse reste intact.	16,3	13,8	3,4	4,6%	Nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.
47	CIL	-1%	Un bilan boursier en demi-teinte pour la CIL. La décision du leaseur de réduire la voilure a eu gain de cause au regard de la qualité du portefeuille affichée aujourd'hui (taux de créances classées inférieur à 7%). La valorisation est alléchante. Cependant, le contexte sectoriel difficile marqué par un assèchement des liquidités (et donc une baisse de la production) est susceptible de jeter une ombre sur l'ensemble des acteurs.	6,8	6,6	1,2	5,4%	Conserver (+)
48	MAGASIN GENERAL	-1%	2018 s'est inscrite sous le signe de la consolidation pour l'enseigne N°1 de la distribution après le rallye de 2017 (une envolée de 61%). Les efforts d'investissement déployés ces dernières années ont profité aux ventes mais ont buté à un durcissement du contexte économique, marqué par la prolifération du marché parallèle, la baisse du pouvoir d'achat et l'expansion de nouveaux concurrents. Une valorisation chère.	34,4	31,9	n.s	1,8%	Conserver
49	WIFACK INTERNATIONAL BANK	-2%	L'unique banque islamique de la cote peine à décoller en bourse pour la deuxième année de suite. Le démarrage tardif de l'activité et les décalages par rapport aux promesses ont malmené la valeur. Les investissements de "l'ancrage commercial" et le contexte monétaire tendu ne devraient pas faciliter un redressement rapide de la rentabilité. Investir dans le titre n'a de sens que si l'on raisonne sur le moyen et long termes.	n.s	n.s	1,2	0,0%	Alléger

50	HANNIBAL LEASE	-2%	L'année 2018 a marqué une rupture de croissance chez Hannibal Lease après trois années de succès boursier. Le non-adossement du leaseur à une banque n'a nullement affecté ses performances commerciales. Acteur N°2 du secteur, Hannibal a su préserver son spread grâce à une structure des ressources dominée par les ressources à taux fixes. La qualité du portefeuille est "encore" bonne mais la compagnie devrait rattraper le "gap" de productivité qui la sépare de la concurrence cotée.	6,1	5,4	0,9	6,7%	Conserver (+)
51	UBCI	-3%	Un parcours boursier en deux temps pour la filiale du Groupe BNP Paribas. Le décrochage d'après septembre 2018 a effacé tous les gains cumulés par la valeur. Si la banque a réussi à imposer sa rigueur comme exemple, elle est cependant restée plutôt timide au niveau de sa croissance : des parts de marché qui stagnent et une productivité en retrait par rapport à la concurrence privée. La valorisation du titre est correcte et sa liquidité est très réduite (cotation en mode fixing).	9,4	8,7	1,4	4,6%	Conserver (+)
52	AMS	-3%	Beaucoup d'incertitudes au sujet de la filiale du groupe Loukil qui devrait afficher sa 6 ^{ème} année de perte consécutive. La société affiche une situation financière critique (endettement net de plus 43MDT pour des fonds propres négatifs). La recapitalisation de la firme est urgente.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
53	ADWYA	-4%	Une deuxième année d'échec boursier pour la société pharmaceutique. La cession de la part d'Al Karama Holding dans le capital de la société peine à se concrétiser, entravant la gouvernance de la société. ADWYA devrait terminer l'année avec ses plus faibles niveaux de résultats, pénalisée par la dépréciation de la monnaie locale et par des changements managériaux successifs qui ne permettent pas d'ancrer une réelle stratégie de développement.	62,4	27,0	2,5	0,0%	Conserver
54	ATL	-5%	2018 a mis fin à quatre années consécutives dans le vert où la valeur a gagné 59%. L'acteur N°3 du marché accuse les contrecoups de la conjoncture et du resserrement des spreads. Si la société affiche une légère dégradation de son taux de couverture, elle continue à conserver une marge de manœuvre confortable en matière de solvabilité. Un atout de taille qui lui vaut de maintenir sa politique de dividendes (un payout de 60%). L'augmentation de capital envisagée cette année devrait renforcer davantage les fonds propres et contribuer à animer le titre. Une valorisation bradée mais un contexte conjoncturel semé d'incertitudes.	5,0	4,4	0,9	9,7%	Conserver (+)
55	ALKIMIA	-5%	Une société qui subit, depuis plusieurs années, les dégâts collatéraux de la situation dans le bassin minier en raison des ruptures quasi-permanentes des approvisionnements en phosphate. Outre les pertes commerciales sur le portefeuille client, la société est prise à revers par les hausses des coûts de production. Un quatrième déficit s'annonce pour 2018, cumulant les pertes à 60MDT. Le manque de visibilité et la liquidité quasi-inexistante du titre dictent le désengagement de la valeur.	n.s	n.s	2,7	0,0%	Alléger
56	ATB	-8%	La filiale du Groupe Arab Bank a aligné une deuxième année consécutive de déception boursière. La banque a peu profité de l'emballement pour le secteur bancaire d'avant septembre 2018 (une performance cumulée de 17% pour l'ATB contre une progression moyenne de 92% pour le secteur entre début 2014 et août 2018) en raison de la volatilité de ses résultats. Les fondamentaux sont bons particulièrement en terme de liquidité (Dépôts/Crédits). La valorisation est attrayante mais elle bute au manque de communication sur la stratégie de développement.	10,8	10,6	0,6	6,3%	Conserver (+)

57	ASSAD	-9%	2018 a mis fin à deux années successives de hausse pour ASSAD. Une déception boursière liée à l'échec du projet d'acquisition par le groupe Européen Monbat, en raison de différends sur la filiale algérienne. Ce partenariat aurait donné un nouvel élan au producteur de batteries. Sur le plan de l'exploitation, le groupe a franchi un nouveau palier de rentabilité en 2017 et qui devrait se consolider en 2018. Une rentabilité qui demeure toutefois fortement corrélée aux cours de plombs. La valorisation du titre et son rendement sont actuellement attrayants mais la volatilité des résultats est à prendre en considération.	9,8	8,7	2,1	4,3%	Conserver (+)
58	MODERN LEASING	-10%	La filiale du groupe BH ne s'est toujours pas fixée de cap. Le mouvement oscillatoire s'est poursuivi et le titre a été lésé par le passage au fixing l'année dernière. La société a de tout temps affiché une faible productivité et une qualité du portefeuille moindres que ses pairs ; une carence que le management n'a pas pu surmonter en raison du climat d'affaires difficile des dernières années.	5,8	5,1	0,5	9,4%	Conserver (+)
59	TAWASOL GROUP HOLDING	-11%	Un business model mis à mal par la conjoncture. Pour y résister, le management a mis en place depuis 2015 une stratégie marquée par une percée dans le secteur immobilier et une restructuration du pôle industriel. Cependant, le fort appétit à l'investissement et le recours croissant à l'endettement mettent sous pression la rentabilité et l'équilibre financier de TAWASOL. Un parcours boursier plombé par des décalages notables par rapport aux promesses et par une communication évasive sur le projet du holding foncier (une baisse de 95% depuis l'introduction en Bourse).	n.s	n.s	0,8	0,0%	Alléger
60	CARTHAGE CEMENT	-11%	Gagnée par l'euphorie en début d'année puis plongée dans la torpeur et suspendue de cotation trois fois, la cimenterie publique a connu en 2018 un parcours pour le moins mouvementé. Les rebondissements du feuilleton de la privatisation (cession de la participation d'Al Karama Holding portant sur 50,5% du capital) ont relégué au second plan les réalisations financières de la société: accumulation des pertes, tensions sur la trésorerie et endettement alarmant auprès du secteur bancaire. En janvier 2019, Al Karama Holding annonce l'éventualité de la prorogation de l'appel d'offres sous réserve de l'assouplissement de ses conditions. Une autre saison du feuilleton CC se poursuit donc !	n.s	n.s	8,9	0,0%	Alléger
61	DELICE HOLDING	-15%	Retournement de tendance pour le fleuron national des produits laitiers. Le titre a subi une sanction boursière "exagérée" à la suite de la crise du lait. Si le lait continue à représenter le cœur de métier (60% des ventes), DELICE a su mettre en place une politique de diversification "produits" et une stratégie d'innovation qui lui permet de monter dans la chaîne de valeur et d'améliorer ses marges. Valeur défensive par excellence et situation financière très saine.	18,7	16,8	3,9	3,1%	Acheter
62	CIMENTS DE BIZERTE	-17%	Un autre cimentier coté qui fait faux bond aux investisseurs. L'unique cimenterie "pied dans l'eau" en Tunisie a repris l'exportation du ciment par voie maritime après dix ans d'absence suite aux travaux de rénovation de son quai. Le positionnement géographique de la société constitue un avantage comparatif indéniable sur le marché (importation du Petcoke et réduction du coût logistique) mais la vétusté de l'appareil productif et la situation du sureffectif plombent la rentabilité.	n.s	n.s	1,0	0,0%	Alléger
63	UADH	-18%	Une troisième année de baisse consécutive pour le pôle automobile du groupe Loukil. Les fondamentaux du groupe sont moins bien positionnés que le reste de la concurrence particulièrement en termes de levier financier. Valorisation très chère.	58,9	61,4	0,8	8,4%	Alléger

64	SOTEMAIL	-18%	Depuis sa mise sur le marché en 2014, le spécialiste du grès porcelaine a toujours évolué dans l'ombre de sa société mère, les investisseurs privilégiant investir directement dans SOMOCER (une activité plus diversifiée et une meilleure liquidité boursière). Après un exercice 2016 éprouvant (des pertes historiques de 7MDt), la société a renoué avec le vert sans pour autant retrouver sa rentabilité historique. SOTEMAIL endure les dégâts de la conjoncture (glissement du dinar et secteur du BTP en berne) et les bienfaits de la stratégie export sont, au jour d'aujourd'hui limités. L'endettement est élevé et la valorisation chère.	55,0	49,3	1,9	0,0%	Alléger
65	LILAS	-19%	L'année 2018 a été doublement charnière pour le groupe tant sur le volet "Bourse" (1ère année de chute depuis l'introduction) que sur le volet "Activité" (baisse des résultats en raison du renchérissement de la matière première et des pertes de change). La phase de transition touche à sa fin et le retour sur investissements (extension de l'intégration en amont, diversification des métiers, usine en Côte d'Ivoire) ne saurait tarder. Un doublement des bénéfices est prévu pour 2019. Un bon <i>momentum</i> donc puisque la forte correction boursière en 2018 a ramené le titre à des niveaux acheteurs.	31,9	15,2	3,7	0,0%	Acheter
66	SITS	-19%	Un conflit s'est déclenché entre les actionnaires stratégiques de la société immobilière depuis deux ans, altérant le rythme d'exploitation de la société immobilière. Les principaux actionnaires Tunisiens ont introduit maintes plaintes auprès de la justice contre l'ancien DG, pour des soupçons de malversations, d'abus de pouvoirs et de corruption, qui vont amener la société à constater des provisions. La SITS n'a, d'ailleurs à ce jour pas encore publié ses états financiers au titre des années 2016 et 2017.	n.s	n.s	1,0	0,0%	Conserver
67	OFFICEPLAST	-20%	Une valeur boudée par les investisseurs. Et pourtant, la société a fait preuve d'une bonne dynamique commerciale (locale et export) sur les 4 dernières années. Les efforts de croissance sont étouffés par la hausse des amortissements, en relation avec les investissements engagés.	18,3	15,4	1,5	2,3%	Conserver (+)
68	CELLCOM	-21%	Le distributeur de la marque EVERTEK peine à remonter la pente en bourse. Outre les mauvaises publications des dernières années, le titre paie encore les frais de deux annonces défavorables : le non aboutissement du partenariat avec SWICORP et l'abandon des ambitions africaines (retrait du marché ivoirien). CELLCOM tente de surmonter les difficultés sur son coeur de métier (les "Smart Devices") en se lançant dans le segment - non moins difficile - des "Petits Electroménagers". Un lourd défi à relever dans un marché aujourd'hui miné par la concurrence.	n.s	n.s	0,6	0,0%	Alléger
69	ELBEN INDUSTRIE	-21%	Le producteur laitier Elbène poursuit sa déroute. Le partenariat signé avec la marque "Mamie Nova" en 2016 n'a pas eu l'effet escompté tant au niveau de l'activité qu'au niveau du comportement boursier. Les problèmes actuels d'approvisionnement en lait frais risquent d'aggraver les difficultés opérationnelles et financières de la société. Le management a démenti la fermeture complète de l'usine en novembre dernier (en raison du manque de lait frais) mais la situation reste critique (un déficit de 8,7MDT sur la première moitié de l'année).	n.s	n.s	8,1	0,0%	Alléger
70	STEQ	-22%	Le distributeur des pièces détachées automobiles du Groupe El Arem figure encore une fois parmi les plus grands perdants du marché. La société affiche depuis quelques années une croissance au ralenti et une rentabilité minée par la dépréciation du dinar. L'absence de comptes consolidés - en discordance avec la réglementation en vigueur - altère d'autant plus notre jugement sur le Groupe.	13,5	4,2	0,7	0,0%	Alléger

71	ESSOUKNA	-24%	Performance dans le rouge pour la filiale de la SIMPAR, à l'image de tout le secteur immobilier. En plus des difficultés liées aux coûts des intrants et à l'augmentation du coût de la dette, les promoteurs ont subi cette année l'effet de la nouvelle TVA immobilière. Le cycle actuel n'est pas favorable pour un positionnement sur le titre même si, foncièrement parlant, la valeur réelle du patrimoine n'est pas reflétée au niveau de la capitalisation boursière.	11,7	15,9	0,4	5,3%	Conserver (+)
72	SIMPAR	-25%	Tir groupé pour la filiale et sa mère ! Pour les mêmes raisons évoquées plus haut, la SIMPAR ne connaît pas ses meilleurs jours. La piètre performance de l'activité d'exploitation conjuguée à la hausse des charges financières ont engendré une décroissance de la rentabilité nette.	55,7	28,1	0,4	1,6%	Conserver
73	EURO-CYCLES	-26%	Le producteur de vélos a une fois de plus déçu par ses performances boursières. Les chiffres du troisième trimestre sont bien loin des ambitions annoncées par le management lors du dernier rendez-vous avec les actionnaires. La montée en régime progressive des vélos électriques dans les prochaines années devrait contribuer à réparer les contrecoups commerciaux et successifs des derniers mois. Une valorisation correcte qui ne tient pas compte des retombées du partenariat "éventuel" avec DÉCATHLON. Beaucoup de promesses non tenues qui ont lassé les investisseurs.	14,9	13,5	4,6	8,2%	Conserver
74	AETECH	-27%	Depuis son introduction en bourse en 2013, la société n'a pas arrêté de décevoir les investisseurs. La capitalisation a fondu comme neige au soleil pour s'établir à 1 million de dinar à fin 2018 ! Le parcours boursier est le reflet de résultats - en baisse - et d'une activité qui agonise.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
75	BH	-28%	2018 aura mis fin à trois années successives de hausse où la valeur a progressé de 165% (entre 2015 et 2017), à l'image de la croissance des bénéfices. Le succès commercial de la banque et le redressement de ses fondamentaux ne se démentent pas. Cependant, le niveau élevé du ratio de transformation et le ratio de solvabilité "limite" restent des points de vigilance pour le marché. La correction sévère qui a secoué la BH depuis septembre dernier (-41%) a ramené sa valorisation à des niveaux « facialement » intéressants, mais nous restons dans l'expectative.	5,1	4,9	0,8	4,7%	Conserver (+)
76	GIF	-29%	Un retour à l'équilibre est prévu cette année pour GIF, après avoir enchaîné trois exercices déficitaires. Cela n'a pas suffi à rassurer les investisseurs. La succession d'annonces non respectées a altéré la relation avec le marché. Si le spécialiste des filtres cherche à conquérir de nouveaux marchés à l'export, ses performances restent minées par une structure financière endettée et par la flambée des matières premières.	n.s	21,1	1,0	0,0%	Alléger
77	MONOPRIX	-32%	Contrairement à 2017, MONOPRIX n'a pas fait bonne figure sur le marché. Le distributeur a quelque peu perdu le prestige qu'il avait quelques années auparavant. Et pour cause : une croissance au ralenti et une rentabilité qui se dégrade. L'instabilité du management ces dernières années et le manque de visibilité sur les perspectives de la société pénalisent la perception du titre en bourse. Le flou qui a accompagné le projet de restructuration immobilière n'a pas rassuré le marché.	n.s	n.s	3,9	0,0%	Alléger
78	BTE (ADP)	-35%	Le passage au vert entamé en 2017 a été de courte durée pour la BTE. Plus grande perdante du secteur, la banque a renoué avec le déficit depuis 2017 en raison d'une exposition élevée au secteur du tourisme et d'une faible productivité. Sur le papier, la valorisation est extrêmement basse (un P/B 2017 de 0,4x). Toutefois, le manque de visibilité sur l'avancement du processus de privatisation et sur le rétablissement des dividendes ne devraient pas faciliter un retour rapide des investisseurs sur le titre.	n.s	n.s	0,4	0,0%	Conserver

79	MIP	-38%	Depuis son introduction en bourse en 2014, la société n'a pas arrêté de décevoir les investisseurs. Le parcours du titre est le reflet d'une situation alarmante tant au niveau opérationnel (des ventes en chute libre et une activité d'exploitation déficitaire) que financier (des fonds propres négatifs et une dette nette de 5MDt). Après l'échec de l'OPR visée en 2016, les nouveaux repreneurs (le groupe Libanais Yellow Spirit) doivent prendre une décision "fatidique" pour l'avenir de MIP : soit la liquidation ou bien le sauvetage via la recapitalisation. Affaire à suivre...	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
80	SANIMED	-44%	Une deuxième année d'échec boursier pour le spécialiste des articles sanitaires. Le dernier arrivant sur le marché alternatif (introduction en 2017) a perdu 48% de sa valeur depuis sa première cotation. Les fondamentaux sont globalement bons et la focalisation sur l'export permet à la société d'échapper à la morosité du marché intérieur. La croissance serait encore au rendez-vous en 2018, mais la hausse de l'endettement et les décalages importants par rapport aux objectifs de l'IPO ne facilitent pas un regain d'intérêt pour le titre.	10,1	8,5	0,6	3,4%	Conserver (+)
81	SIPHAT	-46%	Encore un pas dans le rouge pour la SIPHAT. La société publique - filiale de la Pharmacie Centrale - est dans une situation critique où elle cumule les pertes depuis 2010 ! Le laboratoire pharmaceutique souffre d'un problème de sur effectif, les salaires représentent plus de 45% de son chiffre d'affaires. Peu de visibilité, peu d'intérêt donc.	n.s	n.s	0,7	0,0%	Alléger
82	ELECTROSTAR	-48%	L'hémorragie boursière se poursuit pour le leader du montage et de la distribution des produits électroménagers (une débâcle de 200% depuis 2013). Un parcours à l'image des publications décevantes du groupe. En plus des problèmes commerciaux (concurrence du marché informel) et conjoncturels (contexte de change défavorable), ELECTROSTAR affiche une situation financière préoccupante (des fonds propres négatifs et une dette nette de 61MDt en 2017). Le management envisage d'opérer un "coup d'accordéon" dans les prochains mois mais le succès mitigé du dernier appel au marché (une levée de fonds propres réalisée à hauteur de 75%) l'amène à solliciter le noyau dur (une recapitalisation de 12MDt réservée concomitamment avec une réduction du capital de 13MDT). La levée récente des restrictions à l'importation par la BCT est une bonne nouvelle pour le secteur. Cependant son impact serait à l'heure actuelle limité pour ELECTROSTAR; le management ayant déjà déclaré sa volonté de réduire la voilure.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger