

Revue Stratégie 2019



"La folie, c'est de faire toujours la même chose et de s'attendre à un résultat différent."

Albert Einstein.

AFC

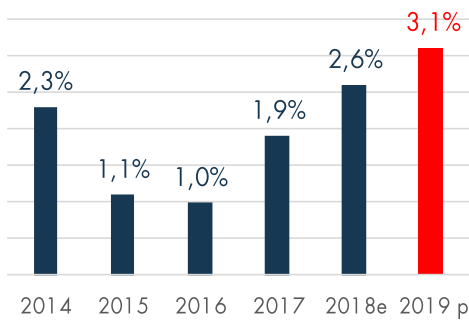
المستشارون الماليون العرب
ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

GRUPE ATB

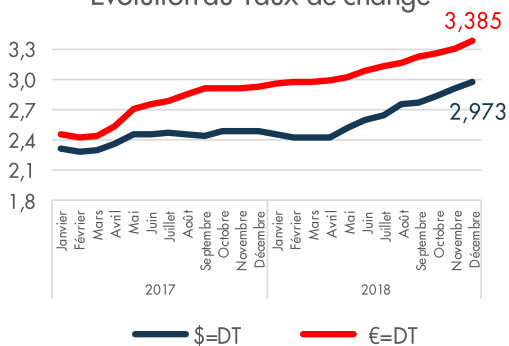
Conjoncture économique



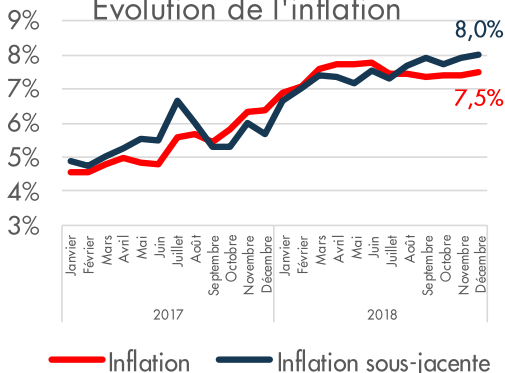
Variation du PIB



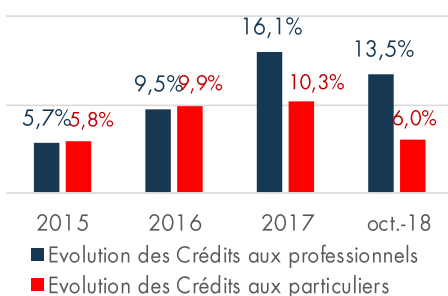
Evolution du Taux de change



Evolution de l'inflation



Evolution par bénéficiaire des crédits à l'économie



La croissance économique est de retour!

Le taux de croissance de l'activité économique nationale pour l'année 2018 serait de l'ordre de 2,6% contre 1,9% pour l'année 2017.

Le taux de croissance du PIB de l'année 2019 pourrait être de l'ordre de 3,1%, voire un peu plus.

Il est à noter qu'au 3^{ème} trimestre 2018, le secteur des autres services marchands (entretien et réparation, transports, poste et télécommunication) a contribué à la croissance du PIB à hauteur de 0,78 point de croissance, soit 30% de l'ensemble.

En deuxième position vient le secteur de l'Agriculture et Pêche qui a contribué à hauteur de 0,76 point de croissance, soit 29,2% de l'ensemble.

A contrario, le secteur des Industries chimiques a impacté négativement cette croissance.

Dépréciation continue de la monnaie tunisienne

Au 31/12/2018, le dinar a clôturé l'année à 3,3846 pour un euro et à 2,9725 pour un dollar.

Depuis le début de l'année, le dinar s'est déprécié de 13,2% par rapport à l'euro et de 16,3% par rapport au dollar américain.

L'inflation a atteint des niveaux élevés

Après une longue phase d'accélération des prix qui a poussé l'inflation à un sommet de 7,8% en juin 2018, celle-ci a légèrement diminué pour atteindre 7,5% en décembre 2018. Cette évolution est principalement imputable à la hausse des prix des biens alimentaires, des prix du transport et des coûts du logement.

L'indice des prix hors alimentation et énergie a atteint un niveau plus élevé, soit 8% au terme du mois de décembre signalant ainsi une hausse des pressions inflationnistes sous-jacentes.

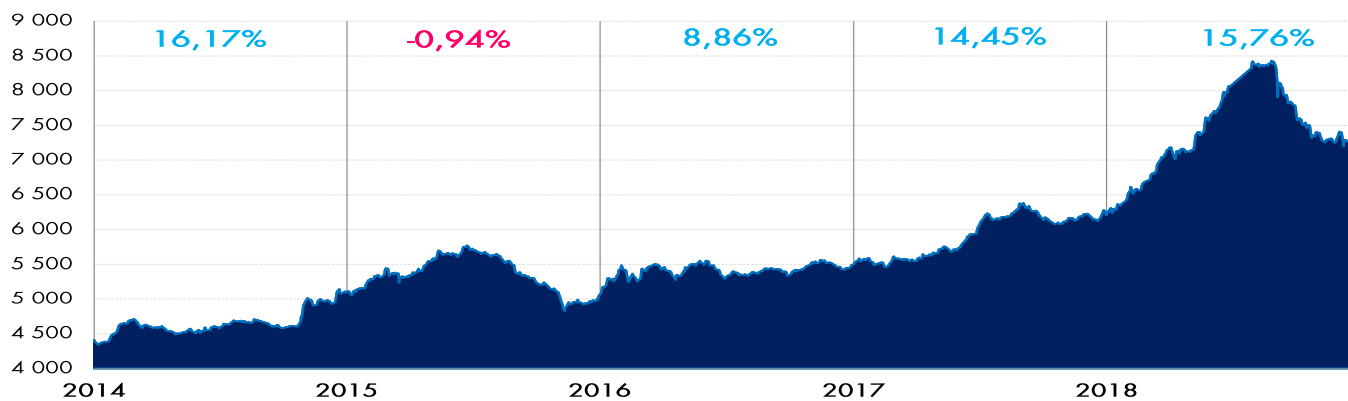
Concours à l'économie

L'activité crédit à l'économie des banques résidentes a connu une décélération remarquable depuis le début de l'année 2018.

Sur l'année 2017, les crédits octroyés aux professionnels et aux particuliers ont évolué respectivement de 16,1% et de 10,3% par rapport à l'année 2016.

En octobre 2018 et en glissement annuel, les crédits octroyés aux professionnels ont progressé de 13,5%. Les crédits aux particuliers, quant à eux ont augmenté de 6%.

Bilan boursier



Le Tunindex a connu, durant l'année 2018, une forte progression jusqu'à la fin du mois d'août. En effet, l'indice a atteint le niveau record de 8431,64 points le 28/08/2018, soit une progression depuis le début de l'année de 34,22%. Ce rythme, le plus fort qu'il ait enregistré depuis plusieurs années, a été brutalement interrompu à partir du mois de septembre. Depuis, l'indice a perdu 13,62%. Le Tunindex a terminé l'année 2018 à 7 271,65 points, en hausse de 15,76% dans le sillage des hausses de 14,45% en 2017 et 8,86% en 2016. Nos bourses voisines n'ont pas eu elles aussi autant de chance que nous, la bourse de Casablanca perd en moyenne selon les indices 9,8% sur 2018 tandis que la bourse d'Abidjan voit l'indice BRVM perdre 27% ; enfin la bourse égyptienne n'est pas en

reste avec un recul de ses indices (EGX30 ou EGX 100) de 14% en moyenne. Estimé en euros, le Tunindex a enregistré un recul de 5,41% contre 10,44% pour le CAC 40 et 6,03% pour le Dow. En Asie, les places chinoises et japonaises ont plongé respectivement de 26,34% et 14,85%.

Clairement, 2018 n'a pas été une année particulièrement satisfaisante pour les étrangers sur la Bourse de Tunis. Le volume des transactions sur les titres de capital de la Cote, effectuées par les étrangers, a diminué de 8,8% en 2018 pour représenter un montant de 211 MD contre 269 MD en 2017. Les achats réalisés en 2018 par les étrangers sur les titres cotés ont totalisé un montant de 162,9 MD contre des cessions de 260,4 MD ; ce qui fait ressortir un solde net négatif de 97,5 MD.

Plus fortes hausses de l'année 2018			Plus fortes baisses de l'année 2018			Plus gros volumes de l'année 2018		
Valeur	Performance 2018	Cours de clôture	Valeur	Performance 2018	Cours de clôture	Valeur	Volume 2018	Performance 2018
ICF	550,6%	179,00	ELECTROSTAR	-47,9%	1,38	SFBT	280 138	46,9%
SOPAT	121,6%	1,64	SIPHAT	-46,2%	2,85	BIAT	141 242	1,4%
SOTETEL	109,5%	5,74	SANIMED	-43,7%	2,35	BNA	137 880	35,1%
TUNISAIR	81,4%	0,78	MIP	-37,5%	0,60	ATTIJARI BANK	114 529	19,2%
SAM	79,0%	4,18	BTE	-34,8%	11,25	SAH	98 362	-18,6%
SOTUVER	73,0%	8,70	MONOPRIX	-32,4%	7,51	PGH	72 311	24,6%
TELNET	69,8%	9,60	GIF-FILTER	-29,2%	1,02	UIB	71 263	7,4%
SOTRAPIL	67,3%	16,50	BH	-27,6%	12,80	CC	66 070	-11,2%



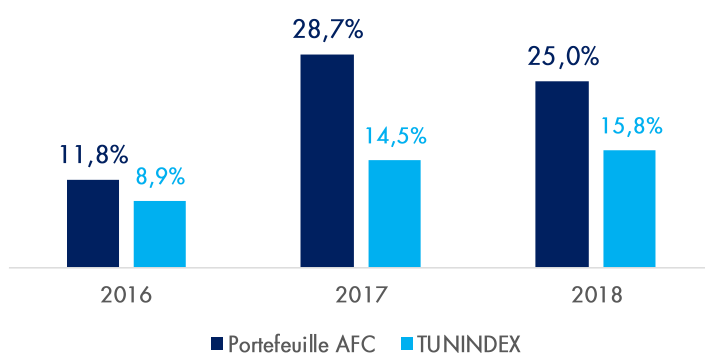
Les valeurs bancaires qui avaient beaucoup progressé au cours du 1^{er} semestre 2018 et qui avaient surfé en 2017 et début 2018 sur des rentabilités issues d'un arbitrage gagnant de 350 points de base entre le rendement des BTA et le taux des refinancements auprès de la BCT se sont trouvées confrontées à une hausse des taux. Face à cette hausse et pour limiter les provisions, les banques ont transféré une bonne partie de leurs portefeuilles BTA de la catégorie portefeuille titres commercial à la catégorie portefeuille titres d'investissement, le premier étant évalué au prix du marché et le second au prix historique. Cependant, la hausse des taux devrait générer d'une part plus de revenus d'intérêts car les crédits octroyés sont indexés au TMM et d'autre part des charges d'intérêts en hausse pour les dépôts indexés au TMM. L'impact de la hausse du taux variera considérablement en fonction de la structure des emplois et ressources d'une banque à l'autre.

NOTRE SÉLECTION DE VALEURS APPELÉE « PORTEFEUILLE AFC » ENREGISTRE POUR LE 6^{ÈME} SEMESTRE CONSÉCUTIF UNE PERFORMANCE SUPÉRIEURE À L'INDICE.

Notre portefeuille a réalisé une progression de 23,88% en 2018 soit 8 points de mieux que l'indice de référence (15,76%). Au premier semestre 2018, nous réalisons une hausse de 31,34% contre 28,29% pour l'indice. En 2017, la performance de notre portefeuille a été de 28,69% contre 14,45% pour l'indice phare du marché.

En 2018, c'est clairement les valeurs (Sotuver, Telnet, OTH) dont une grande partie des prestations ou des produits facturés en devises qui progressent.

La SFBT, fidèle à elle-même, constitue l'ancrage de tout portefeuille puisqu'elle a gagné près de 50% en 2018.





(En MDT)	Bénéfices	VAR	Bénéfices	VAR	Bénéfices	VAR	Bénéfices	TCAM
Secteur	2017	18/17	2018 p	19/18	2019 p	20/19	2020 p	20/17
Bancaire	1069,2	13%	1210,9	1%	1223,3	9%	1330,4	8%
Agro-alimentaire	215,5	14%	246,4	11%	272,8	9%	297,2	11%
Biens de consommation	192,4	10%	211,2	22%	257,6	17%	301,8	16%
Distribution automobile	80,4	-6%	75,6	1%	76,1	1%	77,0	-1%
Leasing	59,6	-1%	58,9	0%	59,0	0%	59,0	0%
Assurances	40,5	44%	58,2	8%	63,0	11%	69,9	20%
Industrie	85,8	35%	115,5	18%	136,5	14%	155,6	22%
Sociétés d'investissements	19,8	28%	25,3	-13%	21,9	5%	23,0	5%
Matériaux de construction	26,1	24%	32,4	20%	38,8	16%	45,1	20%
Pharmaceutique	17,4	0%	17,5	11%	19,4	10%	21,4	7%
Distribution générale	10,4	32%	13,8	12%	15,4	11%	17,2	18%
Immobilier	5,0	-6%	4,7	48%	7,0	29%	9,0	21%
Divers	21,7	-37%	13,7	5%	14,3	77%	25,4	5%
Infrastructures et travaux publics	6,0	-44%	3,4	16%	3,9	37%	5,3	-4%
Total	1849,9	13%	2087,4	6%	2209,0	10%	2437,4	10%

Pour l'année 2018, l'ensemble du marché devrait voir ses bénéfices croître de 13% dont plus de la moitié appartient au secteur bancaire. Un ralentissement des bénéfices est prévu pour l'année 2019 en raison principalement de la stagnation des bénéfices du secteur financier et particulièrement celui des bancaires. En effet, à l'opposé de l'année 2018, nous attendons en 2019 que les taux d'intérêts enregistrent un palier de repos à leur niveau actuel accompagné par un régime d'octroi de crédits en stagnation. Pour 2020, nous prévoyons une reprise du rythme d'évolution des bénéfices avec un taux moyen de 10%.

La sélection des valeurs que nous proposons cette année repose sur la même approche problématique que celle, gagnante, des années précédentes.

Cette approche nous mène à nous orienter davantage vers les valeurs défensives de l'agro-alimentaire et des biens de consommation ; ainsi que vers les entreprises majoritairement exportatrices qui profitent du glissement continu du dinar tunisien face aux principales monnaies étrangères.

Enfin, et pour ne pas exclure les valeurs du secteur financier nous avons sélectionné les leaders en Tunisie, celui pour les banques qui n'a pas de problématique de ratio crédits/dépôts et enfin celui qui devrait changer de business model en passant à la banque d'affaires.

En effet, concernant les bancaires, depuis le début de la consultation sur la mise en place d'une circulaire de la banque centrale sur la limitation du ratio crédit par rapport aux dépôts à 120%, les investisseurs ont lâché les



banques et leurs titres ont été malmenés en bourse perdant plus de 3 milliards de dinars en termes de capitalisation entre le 28 Août 2018 et la fin de l'année. Les investisseurs n'ont pas fait de différence entre les banques qui sont en dépassement de ce ratio et celles proches ou en conformité. La preuve en est et que la BIAT qui affiche à première vue un ratio à la limite inférieure de 120%* a perdu 961 millions de dinars de sa capitalisation sur cette période.

**(sur la base des données du 30/06/2018 et en soustrayant 17,7% des dépôts qui représentent le pourcentage des dépôts en devises de toutes les banques résidentes au 31/12/2017)*

Valeur	Défensive	Exportatrice	Leader
SFBT	●		●
SAH	●		●
PGH	●		●
OTH		●	
SOTUVER		●	●
TPR		●	●
TELNET		●	
BIAT			●
TUNISIE VALEURS			●

En réalité et c'est encore le cas cette année, c'est le stock picking allié à une vision top-down qui a guidé notre démarche de sélection. Nous avons décidé de privilégier les valeurs ayant le profil suivant:

- Les défensives :
SFBT, SAH, PGH
- Les exportatrices :
OTH, SOTUVER, TPR, TELNET
- Les Financières en situation de leadership:
BIAT, TUNISIE VALEURS

Parce qu'il est important de se fixer un cours de débouclage avant même de se positionner sur un titre, nous avons procédé à la détermination des cours cibles des valeurs recommandées de notre portefeuille 2019. Pour le calcul nous avons évalué chaque valeur sur la base des prévisions 2018-2020 de l'AFC à travers les méthodes de DCF, EVA MVA et les comparables boursiers.

Dénomination sociale	: BIAT
Date de constitution	: 01/02/1976
Registre de Commerce	: B 187 88 1996
Siège social	: 70-72 Avenue Habib Bourguiba – 1000 Tunis
Tel	: 71 340 733
Fax	: 71 340 680
Mail / Web	: webmaster@biat.com.tn / http://www.biat.com.tn
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : BANCAIRE
Code ISIN : TN0001800457
Cours : 118,00 TND
Cours cible : 170,00 TND

Recommandation :

Acheter

Créée en 1976, la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT) ne cesse de confirmer sa place de leader en termes de produit net bancaire. La banque compte désormais plus de 200 agences réparties sur l'ensemble du territoire.

Le produit net bancaire individuel de la BIAT a atteint 788 MDT au 31/12/2017 contre 692 MDT au terme de l'année 2016, soit une augmentation de 19,1%. Cette hausse est boostée surtout par les revenus en intérêts qui ont augmenté de 113,8 MDT soit en hausse de 22%. A fin 2017, la marge sur commissions s'est accrue de 15% par rapport à 2016 à 252,9 MDT. La marge d'intérêts a augmenté quant à elle de 23% à 368 MDT.

Après avoir augmenté de 16% entre 2015 et 2016, les crédits progressent encore de 22,5% entre 2016 et 2017 à 9,4 milliards de dinars. Quant aux dépôts, ils ont atteint à fin 2017 la somme de 10,6 milliards de dinars, réalisant ainsi une hausse de 16,7% par rapport à fin 2016. Par ailleurs les indicateurs du 30/09/2018 montrent que ces chiffres sont en décélération. En effet, les dépôts augmentent de seulement 2,4% par rapport au début de l'année et les crédits sont en hausse de 6,4% pour la même période.

La banque possède l'un des plus faibles coûts de ressources due à sa structure de collecte dominée par les dépôts à vue (près de 50% des dépôts) faiblement rémunérés. Les dépôts d'épargne et les autres dépôts (à terme, certificats de dépôts...) représentent respectivement 23% et 26,3% de la structure de dépôts de la BIAT. Ce coût des ressources se chiffre à près de 2,7% contre un taux de sortie moyen de 7,4%, ce qui offre une marge confortable de 4,7%.

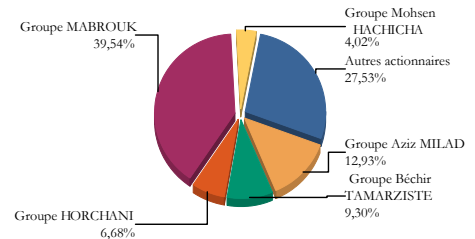
Du côté des ratios prudentiels calculés sur la base de l'exercice 2017, le taux de créances classées de la BIAT est le plus faible des banques cotées et s'établit à 5,3% du total des engagements de la banque pour un taux de couverture des créances classées qui demeure à 63,8% au voisinage du niveau réglementaire. En ce qui concerne le nouveau ratio crédits rapportés aux dépôts, la banque devrait se situer en position confortable compte tenu des chiffres publiés au 30/06/2018 et de nos estimations.

Le résultat net part du groupe devrait atteindre les 231 MDT pour l'année 2018. Son PNB consolidé devrait avoisiner les 893 MDT à fin 2018. Pour les années 2019 et 2020, nous tablons sur des résultats nets part du groupe respectifs de 247,5 MDT et 256,1 MDT.

Côté boursier, la valorisation du titre demeure attractive puisqu'il se traite à 8,7 fois ses bénéfices 2018 estimés. Le rendement en dividende de la banque se situe aux alentours de 3,6%.

La BIAT ne cesse de consolider sa position de leader sur le marché tunisien afin d'être un champion national incontesté. Nous jouons le leader dans un environnement bancaire tunisien encore mouvant. Nous maintenons notre recommandation à l'**Achat** sur le titre avec un cours objectif de **170 DT**.

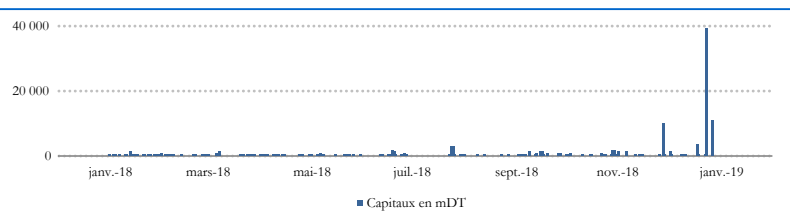
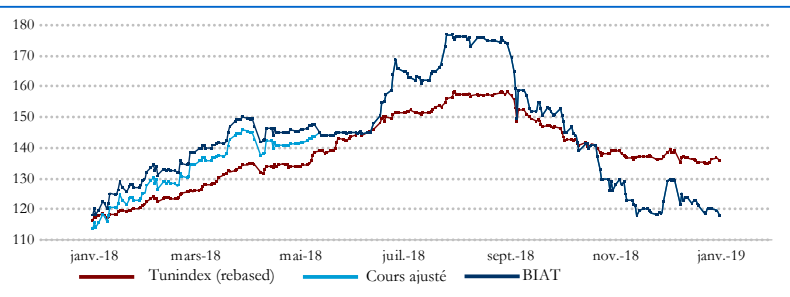
Actionnariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	170,000	170,000	170,000
Nominal (DT)	10	10	10
Nombre d'actions (Millions)	17,000	17,000	17,000
Volume échangé (MDT)	174,7	142,0	0,1
Quantité échangée (Millions)	1,9	1,1	0,0
Cours plus haut (DT)	122,00	177,00	118,00
Cours plus bas (DT)	88,00	118,00	118,00
Clôture (DT)	122,00	119,50	118,00
Cap. boursière (MDT)	2 074,0	2 031,5	2 006,0
DPA (en DT)	4,250	4,250	4,400
Date de distribution	14/05/2018	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	1 041,0	1 104,6	1 167,4	1 225,5
Total bilan	14 179,2	15 597,1	16 532,9	17 359,6
TCCC	63,8%	-	-	-
TCC	5,3%	-	-	-
R. solvabilité	10,8%	-	-	-
PNB	788,4	893,3	964,8	1 032,0
EBIT	323,1	346,8	370,1	384,4
Résultat net	209,0	230,9	247,5	256,1
Coef. d'exp	47,0%	47,2%	47,7%	48,8%
ROE	20,1%	20,9%	21,2%	20,9%

Indicateurs boursiers comparés	2017	2018	2019	2020	
P/E	Titre	9,6x	8,7x	8,1x	7,8x
	Secteur	11,5x	9,1x	8,6x	8,0x
	Marché	16,5x	14,5x	12,9x	11,7x
Div Yield	Titre	3,6 %	3,6 %	3,7 %	3,9%
	Secteur	4,0%	4,5%	4,7%	4,9%
	Marché	4,2%	4,0%	4,1%	4,2%
P/B	Titre	2,1x	1,8x	1,5x	1,3x
	Secteur	1,4x	1,2x	1,1x	0,9x
	Marché	2,2x	2,0x	1,8x	1,6x
Pay out	Titre	33,8%	31,1%	29,2%	28,1%
	Secteur	37,0%	35,3%	30,2%	29,1%
	Marché	51,3%	47,7%	42,5%	41,5%
Performance	Titre	40,4%	1,4%	-1,3%	
	Secteur	22,5%	10,5%	-1,0%	
	Tunindex	14,4%	15,8%	-0,8%	



Dénomination sociale	: ONE TECH HOLDING
Date de constitution	: 15/10/2010
Registre de Commerce	: B01199462010
Siège social	: 16, rue des Entrepreneurs - Z.I. Charguia II - 2035 Tunis
Tel	: 70 102 400
Fax	: 70 102 499
Mail / Web	: contact.onetech@onetech-group.com / www.onetech-group.com
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : INDUSTRIES
Code ISIN : TN0007530017
Cours : 15,73 TND
Cours cible : 18,50 TND

Recommandation :

Acheter

Le Groupe OTH compte plusieurs filiales opérant dans le secteur de la Technologie et plus précisément dans le secteur de la Câblerie (Fabrication de câbles pour les secteurs de l'énergie, des télécoms et de l'Automobile), la Mécatronique (Fabrication de circuits imprimés, assemblage électrique et mécanique, connectique et câblage filaire, injection plastique) et les nouvelles Technologies de l'Information et des Communications agissant essentiellement dans le secteur des Télécoms. A fin 2017, le Groupe employait 4 477 personnes.

Dans le cadre de sa responsabilité sociétale, le groupe a entrepris plusieurs actions au cours de ces dernières années lui permettant d'améliorer les conditions de vie de son environnement proche.

En 2017, le chiffre d'affaires consolidé a atteint 698,7 MDT contre 573,6 MDT en 2016, soit une hausse de 21,8% dont 540 MDT à l'export ce qui représente 77% du total des revenus. Le chiffre d'affaires du pôle mécatronique a augmenté de 35,2% à 330,2 MDT. L'EBITDA a enregistré une hausse de 20,4% par rapport à 2016 à 71,4 MDT. Coté contribution des métiers au niveau de la croissance de l'EBITDA, c'est le pôle mécatronique qui a contribué le plus avec un accroissement de 12 MDT suivi par le pôle câblerie avec une augmentation de 3,3 MDT. Le pôle télécommunication accuse quant à lui un recul de 2,6 MDT au niveau de l'EBITDA. Le résultat net part du groupe s'est envolé de 56,3% en passant de 26,9 MDT en 2016 à 42 MDT en 2017, boosté entre autre par un effet de change positif de +8,3 MDT.

Etant dans le secteur de la technologie, le Groupe assure les forts investissements nécessaires au développement de son activité à travers notamment l'évolution et la création de nouveaux produits répondant aux besoins de ses clients locaux et internationaux qui ne cessent d'évoluer. Le total des investissements réalisés par le Groupe durant les cinq dernières années s'élèvent à 150 MDT. Les investissements ont atteint, au 30 septembre 2018, un montant total de 40,6 MDT.

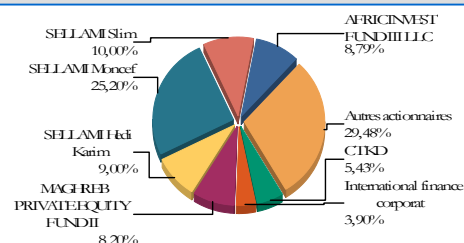
Au Maroc, la filiale OTMA spécialisée dans l'injection et la Métallisation de pièces plastiques et l'assemblage électromécanique, a obtenu l'ensemble des certifications nécessaires au développement de son activité. En 2017, elle a réalisé un CA de 5 M€ qui devrait doubler en 2018.

Pour 2018, le chiffre d'affaires du Groupe devrait atteindre plus de 840 MDT et générerait un EBITDA de 100 MDT. Rappelons qu'au 30/09/2018, les ventes à l'export ont connu une hausse de 25% par rapport à leur niveau de septembre 2017 et représente 82% du chiffre d'affaires global. La baisse du dinar face aux devises internationales en 2018 va donc positivement impacter les performances d'OTH. Le résultat net part du Groupe serait bénéficiaire de 55 MDT en 2018. En 2020, le chiffre d'affaires du Groupe pourrait dépasser les 1 milliard de dinars avec un résultat net part du Groupe avoisinant les 77 MDT.

Alliant innovation et technologie avec une volonté d'augmentation de la valeur ajoutée et d'expansion à l'échelle internationale, OTH représente un fleuron technologique tunisien qui offre une belle opportunité d'investissement.

Nous maintenons notre recommandation à l'**Achat** sur le titre en l'intégrant une nouvelle fois dans le portefeuille des valeurs recommandées pour l'année 2019 avec un objectif de cours de **18,5 DT**.

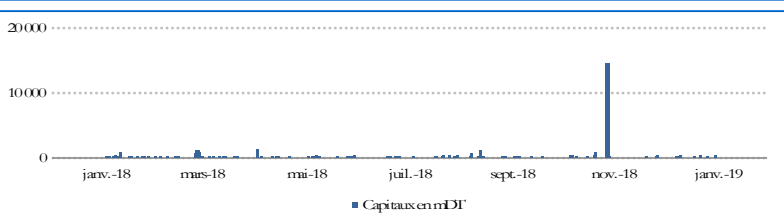
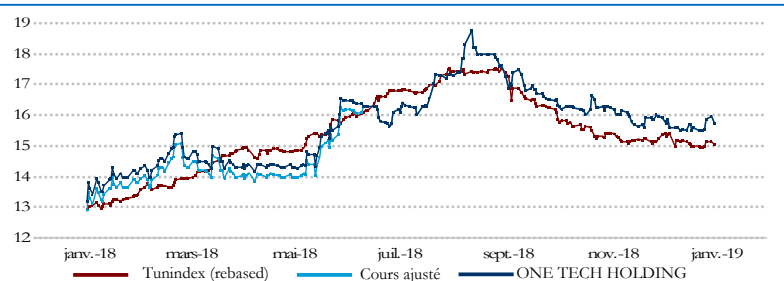
Actionnariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	53,600	53,600	53,600
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	53,600	53,600	53,600
Volume échangé (MDT)	25,9	48,0	0,6
Quantité échangée (Millions)	2,5	3,2	0,0
Cours plus haut (DT)	13,34	18,78	15,73
Cours plus bas (DT)	8,71	13,20	15,73
Clôture (DT)	13,34	15,95	15,73
Cap. boursière (MDT)	715,0	854,9	843,1
DPA (en DT)	0,300	0,300	0,320
Date de distribution	12/06/2018	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	293,3	333,4	384,3	444,0
Actif immobilisé	213,4	233,5	243,0	238,8
Dette nette	40,1	36,4	7,9	-43,6
BFR	120,0	136,2	149,1	161,7
CA	698,7	842,6	960,6	1 056,7
EBITDA	71,4	100,1	118,8	132,6
EBIT	49,7	73,0	90,3	102,7
Résultat net	42,0	55,0	66,9	76,7
Gearing	12,5%	10,0%	1,9%	-9,0%
ROE	14,3%	16,5%	17,4%	17,3%

Indicateurs boursiers comparés	2017	2018	2019	2020
VE/CA	Titre 1,3x Secteur 2,0x	1,0x 1,6x	0,9x 1,4x	0,8x 1,3x
VE/EBITDA	Titre 12,4x Secteur 13,9x	8,8x 9,6x	7,2x 8,3x	6,0x 7,1x
VE/EBIT	Titre 17,8x Secteur 19,2x	12,1x 12,6x	9,4x 10,5x	7,8x 8,9x
P/E	Titre 20,1x Secteur 20,7x	15,3x 14,9x	12,6x 12,6x	11,0x 11,1x
Div Yield	Titre 1,9% Secteur 2,6%	1,9% 2,7%	2,0% 2,9%	2,2% 3,0%
P/B	Titre 4,3x Secteur 4,1x	3,9x 3,7x	3,6x 3,4x	3,2x 3,0x
Pay out	Titre 94,7% Secteur 74,8%	72,3% 57,5%	63,5% 52,1%	58,8% 48,6%
Performance	Titre 60,0% Secteur 39,2%	21,8% 137,0%	-1,4% -0,4%	-0,8% -0,8%



Dénomination sociale : PGH
 Date de constitution : 23/06/2008
 Registre de Commerce : B 0248862008
 Siège social : GP 1 KM 12 EZZAHRA
 Tél : 71 454 545
 Fax : 71 452 189
 Mail / Web : finance@poulina.com.tn / http://www.poulinagroupholding.com
 Cotation sur le marché : Principal

Secteur : BIENS DE CONSOMMATION
 Code ISIN : TN0005700018
 Cours : 12,50 TND
 Cours cible : 14,00 TND

Recommandation : **Acheter**

Agissant dans plusieurs domaines d'activité faisant du Groupe l'un des plus importants et diversifiés du pays, Poulina Group Holding compte plus de 100 sociétés dans son périmètre de consolidation et emploie près de 12 000 employés.

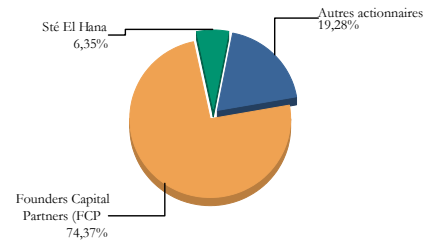
En 2017, tous les métiers du Groupe ont affiché des hausses de leurs revenus. Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a atteint 1 928 MDT contre 1 711 MDT à fin 2016, soit un accroissement de 13,1%. L'intégration avicole, métier historique du Groupe, est celui qui a le plus contribué à cette hausse avec des revenus en croissance de 53 MDT à 822 MDT. Ce domaine qui concerne les produits tels que la viande de volaille et ses dérivés, la protéine animale transformée, les poussins et les œufs représente 43% de l'activité globale de PGH. L'agro-alimentaire a généré une hausse de son chiffre d'affaires de 48 MDT grâce notamment à l'exportation des huiles végétales atteignant en 2017 des revenus de 367 MDT. Avec l'augmentation de son prix de vente, le métier de transformation de l'acier a réalisé en 2017 un chiffre d'affaires de 156 MDT soit un gain de 27 MDT par rapport à fin 2016. La bonne performance des ventes de carreaux céramiques a généré un gain de 22 MDT pour la filière des matériaux de construction qui affiche un CA 2017 de 164 MDT. Côté rentabilité, la marge brute consolidée du Groupe s'est améliorée de 30 points de base à 34,2%. Le résultat net part du Groupe s'est élevé à 138,3 MDT en 2017 soit 52,4% de plus qu'en 2016.

Afin de maintenir les bonnes performances du Groupe ainsi que son bon rythme de développement en Afrique, PGH ne lésine pas sur les investissements. En 2017, ils ont atteints 196 MDT contre 156 MDT en 2016. Le métier de l'intégration avicole a accaparé 35% de ses investissements soit 68 MDT qui ont servi entre autres aux achèvements de la nouvelle usine d'aliments et de l'usine d'extrusion de soja. Avec tous ces investissements qui accentuent considérablement le besoin de financement, la dette nette 2017 de PGH affiche 1 335 MDT et représente un gearing de 174,2% ce qui est acceptable pour un Groupe dont le total des actifs est de 3 000 MDT. L'année 2017 a été l'année d'aboutissement de plusieurs projets dont la réalisation de Med Oil Sénégal (23 MDT) et Green Label Oil (Tunisie) pour une enveloppe de 75 MDT.

Au 30/09/2018, le CA consolidé (dont 12,4% à l'export 87,6% au local) a atteint 1 769 MDT contre 1 526 MDT au 30/09/2017 soit une hausse de 16%. A l'export les revenus ont atteint 220 MDT soit 22% de plus qu'en septembre 2017. Par ailleurs, les investissements ont atteint 195 MDT soit 92% de plus qu'en septembre 2017 et ont principalement concerné la construction d'une briqueterie et d'une usine de céramique en Tunisie et l'avancement dans la réalisation d'une usine de raffinage des huiles à Dakar. Pour 2018, les revenus du Groupe devraient avoisiner les 2 218 MDT avec un RNPG de plus de 155 MDT. En 2020, les bénéfices pourraient atteindre les 183 MDT.

Du fait de sa forte capitalisation, faisant de la valeur l'une des blue chips de la bourse tunisienne, son modèle économique diversifié, qui a montré ses capacités à résister lors des périodes difficiles, nous avons de nouveau décidé d'introduire PGH dans la sélection des valeurs que nous recommandons pour 2019. D'après nos calculs le cours pourrait atteindre les **14 DT**.

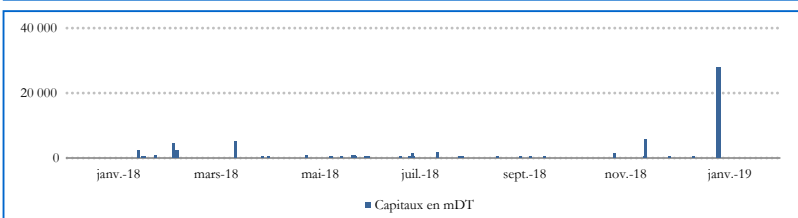
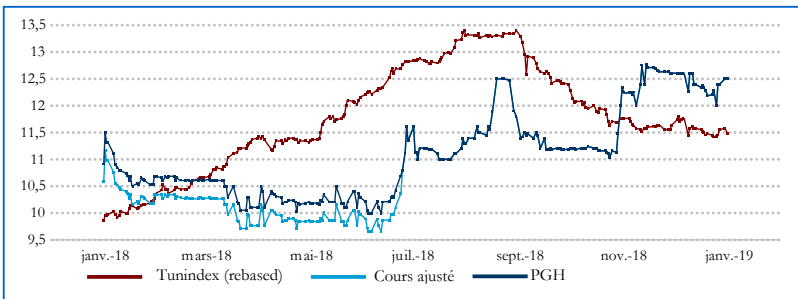
Actionnariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	180,004	180,004	180,004
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	180,000	180,000	180,000
Volume échangé (MDT)	63,8	72,4	0,0
Quantité échangée (Millions)	7,4	6,5	0,0
Cours plus haut (DT)	10,30	12,76	12,50
Cours plus bas (DT)	6,41	10,00	12,50
Clôture (DT)	10,30	12,50	12,50
Cap. boursière (MDT)	1 854,0	2 250,0	2 250,0
DPA (en DT)	0,335	0,350	0,350
Date de distribution	26/06/2018	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	753,1	845,8	949,1	1 068,9
Actif immobilisé	1 727,3	1 755,3	1 738,1	1 696,6
Dette nette	1 334,5	1 286,5	1 182,0	1 037,5
BFR	360,3	377,0	393,0	409,8
CA	1 928,5	2 217,8	2 439,6	2 659,2
EBITDA	293,3	330,2	356,7	391,7
EBIT	165,9	191,3	209,5	234,2
Résultat net	138,5	155,3	166,3	182,8
Gearing	174,2%	150,7%	124,2%	97,5%
ROE	18,4%	18,4%	17,5%	17,1%

Indicateurs boursiers comparés	2017	2018	2019	2020
VE/CA	1,9x	1,6x	1,4x	1,2x
Secteur	1,9x	1,7x	1,4x	1,2x
VE/EBITDA	12,2x	10,7x	9,6x	8,4x
Secteur	11,8x	10,7x	9,1x	7,7x
VE/EBIT	21,6x	18,5x	16,4x	14,0x
Secteur	19,3x	17,2x	14,4x	12,3x
P/E	16,2x	14,5x	13,5x	12,3x
Secteur	17,9x	16,9x	13,3x	11,8x
Marché	16,5x	14,5x	12,9x	11,7x
Div Yield	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%
Secteur	3,1%	3,2%	3,0%	3,2%
Marché	4,2%	4,0%	4,1%	4,2%
P/B	6,4x	5,9x	5,5x	5,0x
Secteur	8,1x	8,5x	8,9x	9,0x
Marché	2,2x	2,0x	1,8x	1,6x
Pay out	78,4%	73,0%	68,1%	61,9%
Secteur	78,1%	74,7%	64,2%	61,3%
Marché	51,3%	47,7%	42,5%	41,5%
Performance	53,8%	24,6%	0,0%	
Secteur	42,7%	11,7%	-0,7%	
Tunindex	14,4%	15,8%	-0,8%	



Dénomination sociale	: SAH
Date de constitution	: 07/02/1994
Registre de Commerce	: B151092003
Siège social	: 5, Rue 8610, Zone industrielle Charguia 1 - 2035 Tunis -
Tel	: 71 809 222
Fax	: 71 806 804
Mail / Web	: contact@lilas.com.tn / http://www.lilas.com.tn/
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : BIENS DE CONSOMMATION
 Code ISIN : TN0007610017
 Cours : 11,00 TND
 Cours cible : 13,50 TND

Recommandation :

Acheter

Le Groupe compte maintenant 8 filiales implantées en Algérie, au Maroc, en Libye, en Côte d'Ivoire et au Sénégal et commercialise ses produits à travers 40 000 points de vente.

La baisse des résultats de 2017 se prolonge en 2018. En effet, à fin Juin 2018, les états financiers consolidés ressortent certes un CA en hausse de 10% mais le taux de marge brute a chuté de 41 points de base en passant de 41,4% à 37,3%. L'EBITDA est passé de 34,8 MDT à 30 MDT. Le résultat net part du Groupe affiche 9,7 MDT contre 17,7 MDT à fin Juin 2017.

En effet, 80% des achats consommés de SAH sont importés tels que la ouate de cellulose dont le prix a augmenté de 30% en une année et le super-absorbant dont le prix a grimpé de 15% sur la même période. Couplée au glissement du dinar tunisien face au dollar et à l'euro, le prix de revient a connu une forte hausse. La stratégie de la société a donc été d'augmenter graduellement ses prix. En effet, les produits de la société étant de grande consommation, ils ne peuvent pas connaître des chocs d'augmentations brusques de leurs prix de vente.

Les projets d'investissements du Groupe s'élèvent au total à 230 MDT, dont 70 MDT engagé en 2017, et concernent trois volets :

- Une unité de production de détergents pour un coût de 83 MDT via la construction d'une usine à Hammam Zriba. Celle-ci devrait produire, par an, 40 mille tonnes de lessive en poudre, 40 mille tonnes de détergents liquides et 50 mille tonnes d'eau de javel. La commercialisation aurait dû débiter à la fin de l'année 2018 sous la marque « Lilas ». SAH compte profiter d'une part de ses grands réseaux de distribution déjà mis en place pour ses produits hygiéniques et d'autre part par des avantages concurrentiels en tant que producteur local.

- L'extension de la capacité de production de la société AZUR papier à travers la mise en place d'une deuxième unité de production lui permettant ainsi de doubler sa capacité de production en rouleau de papier d'ouate de cellulose qui est la matière première principale de SAH. La nouvelle capacité sera consommée à hauteur de 40% par le groupe et le reste sera destiné à l'export. Le coût du projet est estimé à 75 MDT et devrait être fonctionnel à partir du second semestre 2019.

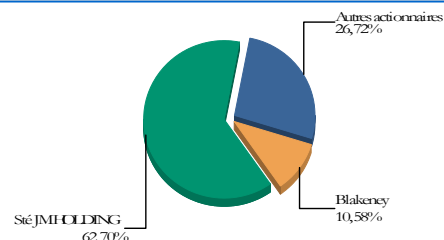
- Le reste des investissements est destiné à renforcer la position du Groupe en Afrique poursuivant ainsi sa stratégie d'expansion avec notamment la création, très prochainement, d'une filiale commerciale en Côte d'Ivoire qui pourra desservir les pays limitrophes, d'une unité industrielle au Sénégal et d'un projet d'implantation au Kenya pour desservir la zone de l'Afrique de l'Est.

Pour répondre à ses investissements, la société s'est financée auprès de SICAR, par des crédits bancaires et a procédé à une augmentation de capital en numéraire d'un montant de 50 MDT.

Pour 2018, nous tablons sur un chiffre d'affaires de 412 MDT et un résultat net de plus de 24 MDT. En 2019, le CA pourrait atteindre les 657 MDT avec un résultat net proche des 50 MDT.

Nous maintenons notre recommandation à l'**Achat** sur cette valeur qui présente un avenir prometteur dans un secteur phare des pays émergents. Selon nos calculs, le cours de l'action SAH pourrait atteindre les **13,5 DT**.

Actionariat



Indicateurs historiques

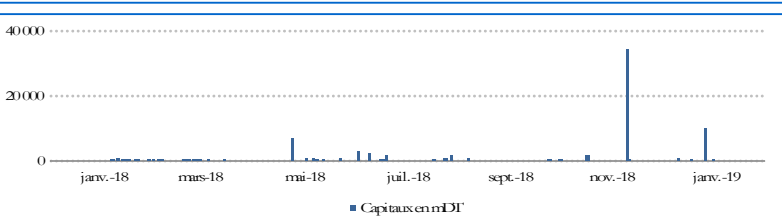
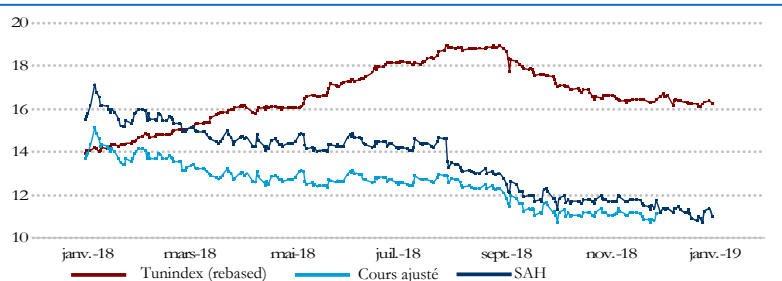
	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	53,335	60,319	60,319
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	53,330	60,320	60,320
Volume échangé (MDT)	78,6	98,5	0,4
Quantité échangée (Millions)	5,5	7,8	0,0
Cours plus haut (DT)	16,40	17,14	11,00
Cours plus bas (DT)	12,15	10,75	11,00
Clôture (DT)	15,95	11,39	11,00
Cap. boursière (MDT)	850,7	687,0	663,5
DPA (en DT)	0,000	0,000	0,200
Date de distribution	-	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	190,7	199,5	217,3	239,6
Actif immobilisé	203,4	181,5	159,0	153,0
Dette nette	206,3	214,2	249,4	258,2
BFR	193,7	232,2	307,7	344,8
CA	373,4	412,0	657,0	795,0
EBITDA	72,1	76,3	117,8	147,7
EBIT	54,9	56,9	96,1	123,4
Résultat net	24,6	24,1	49,0	61,2
Gearing	98,3%	90,0%	100,0%	90,0%
ROE	12,9%	12,1%	22,5%	25,5%

Indicateurs boursiers comparés

	Titre	2017	2018	2019	2020
VE/CA	Titre	2,3x	2,1x	1,4x	1,2x
	Secteur	1,9x	1,7x	1,4x	1,2x
VE/EBITDA	Titre	12,1x	11,5x	7,7x	6,2x
	Secteur	11,8x	10,7x	9,1x	7,9x
VE/EBIT	Titre	15,8x	15,4x	9,5x	7,5x
	Secteur	19,3x	17,2x	14,4x	12,5x
P/E	Titre	26,9x	27,5x	13,5x	10,8x
	Secteur	17,9x	16,9x	13,3x	11,8x
	Marché	16,5x	14,5x	13,0x	11,7x
Div Yield	Titre	-	-	1,8%	2,7%
	Secteur	3,1%	3,2%	3,0%	3,2%
	Marché	4,2%	4,0%	4,1%	4,2%
P/B	Titre	4,0x	3,8x	3,8x	3,6x
	Secteur	8,1x	8,5x	8,9x	9,0x
	Marché	2,2x	2,0x	1,8x	1,6x
Pay out	Titre	0,0%	0,0%	40,1%	51,5%
	Secteur	78,1%	74,7%	64,3%	61,3%
	Marché	51,3%	47,9%	42,6%	41,5%
Performance	Titre	43,0%	-19,2%	-3,4%	
	Secteur	42,7%	11,7%	-0,7%	
	Tunindex	14,4%	15,8%	-0,8%	



Dénomination sociale	: SFBT
Date de constitution	: 03/06/1925
Registre de Commerce	: B129561997
Siège social	: Boulevard de la Terre Centre Urbain Nord. 1003 TUN
Tel	: 71 189 200
Fax	: 71 896 492
Mail / Web	: sfbt.dg@planet.tn /
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : IND. AGRO-ALIMENTAIRES
Code ISIN : TN0001100254
Cours : 23,50 TND
Cours cible : 26,00 TND

Recommandation :

Acheter

La Société de Fabrication de Boissons de Tunisie est le leader incontesté des boissons en Tunisie. Contrôlée à hauteur de 57% par le groupe français CASTEL, sa capitalisation boursière s'élève aujourd'hui à 3 877,5 MDT et représente 16% du total de la capitalisation du marché boursier tunisien. Le Groupe SFBT englobe aujourd'hui plus de 25 sociétés et emploie environ 5 500 personnes.

◆ La Bière, produit phare du groupe ayant détrôné en 2017 les boissons gazeuses, est vendue principalement sous ses propres marques, dont « Celta », ou en représentation de marques internationales. Les revenus de ce pôle représentent 37,4% du CA consolidé de 2017 contre 34,2% en 2016 et est le plus rentable du groupe. Le chiffre d'affaires de ce pôle (bières avec et sans alcool) a atteint 372,4 MDT en 2017 contre 312,8 MDT en 2016 soit une hausse de 19%. Les ventes en hectolitres n'ont progressé que de 6,31%. Les augmentations successives des prix de la bière n'ont pas eu d'impact sur la consommation de bière du tunisien et ont même permis à ce pôle d'améliorer considérablement ses marges.

◆ Les boissons gazeuses, représentent à fin 2017 35,6% des revenus consolidés de la SFBT contre 38,3% en 2016 soit une baisse de près de 3 points de pourcentage. Les revenus des boissons gazeuses en boîtes, PET et fûts sont passés de 167 MDT en 2016 à 154 MDT accusant un recul de 7,9%. Par ailleurs, le chiffre d'affaires des boissons en verre consigné a augmenté de 11,8% à plus de 26 MDT. La rentabilité de ce pôle d'activité demeure modeste.

◆ Le pôle des eaux minérales est au troisième rang en termes de chiffre d'affaires (162,1 MDT) et maintient la même part dans le CA consolidé qu'en 2016, soit 16,3%. Outre les marques de la SOSTEM (SAFIA, MELLITI, GARCI) la SFBT exploite aussi les marques MARWA et CRISTALINE.

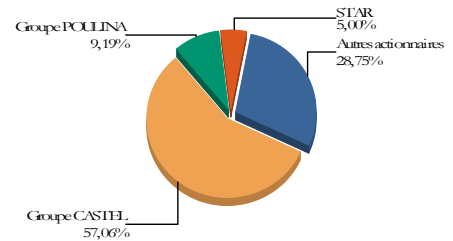
◆ Le pôle Lait qui ne représentait que 2,6% du chiffre d'affaires consolidé 2015, 4% en 2016 a atteint aujourd'hui les 5,2% du CA consolidé 2017. Ses revenus 2017 ont réalisé une hausse de 41% par rapport à 2016 à 51,6 MDT.

◆ Le pôle des jus a généré quant à lui des revenus de 11,9 MDT en 2017 contre 9,9 MDT en 2016 soit une hausse de 20,3%. Sa part dans le CA consolidé était de 0,5% en 2015 et a atteint 1,2% en 2017.

La SFBT accorde une grande importance à sa responsabilité sociétale à travers l'amélioration de la qualité de vie au travail et le soutien des communautés locales. Une cellule dédiée à la RSE a été créée depuis 2016.

Coté prévisions, le chiffre d'affaires consolidé 2018 pourrait atteindre les 1 105 MDT ce qui signifierait une hausse de 10,9% par rapport à 2017. Les bénéfices consolidés de 2018 devraient être proches des 200 MDT et pourraient dépasser les 235 MDT à l'horizon 2020. La société jouit d'un profil de risque très faible, d'une situation financière très solide, avec une trésorerie excédentaire, une rentabilité élevée (ROE > 20%) et une position de leader sur ses marchés. Tous ces avantages confèrent à la SFBT le caractère d'une valeur de fonds de portefeuille. Nous maintenons notre recommandation à l'**Achat** sur le titre qui a toujours fait partie des valeurs que nous recommandons. Son cours pourrait atteindre les **26 DT** assez rapidement.

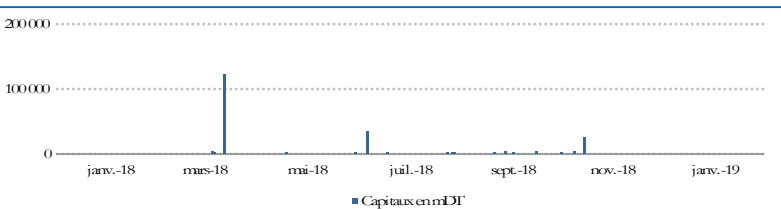
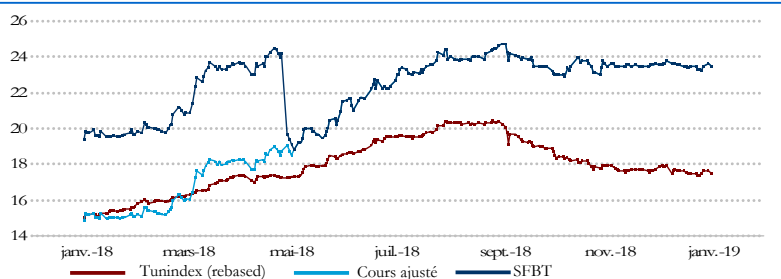
Actionariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	132,000	165,000	165,000
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	132,000	165,000	165,000
Volume échangé (MDT)	177,7	293,3	0,7
Quantité échangée (Millions)	9,4	13,2	0,0
Cours plus haut (DT)	21,20	24,70	23,50
Cours plus bas (DT)	18,20	18,80	23,50
Clôture (DT)	19,80	23,60	23,50
Cap. boursière (MDT)	2 613,6	3 894,0	3 877,5
DPA (en DT)	0,650	0,650	0,650
Date de distribution	04/05/2018	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	843,1	936,4	1 036,5	1 143,2
Actif immobilisé	508,4	521,3	534,2	547,2
Dette nette	-153,9	-220,9	-298,0	-383,0
BFR	180,8	194,3	204,3	213,0
CA	996,9	1 105,5	1 199,5	1 289,5
EBITDA	288,2	328,6	358,5	385,4
EBIT	211,3	247,1	272,1	294,7
Résultat net	172,1	196,6	218,0	237,5
Gearing	-18,3%	-23,6%	-28,7%	-33,5%
ROE	20,4%	21,0%	21,0%	20,8%

Indicateurs boursiers comparés	2017	2018	2019	2020	
VE/CA	Titre	3,7x	3,3x	3,0x	2,7x
	Secteur	3,2x	2,9x	2,6x	2,4x
VE/EBITDA	Titre	12,9x	11,1x	10,0x	9,1x
	Secteur	12,4x	10,9x	9,6x	8,8x
VE/EBIT	Titre	17,6x	14,8x	13,2x	11,9x
	Secteur	16,9x	14,6x	13,1x	11,8x
P/E	Titre	22,5x	19,7x	17,8x	16,3x
	Secteur	21,9x	19,6x	17,7x	16,2x
Div Yield	Titre	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
	Secteur	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%
P/B	Titre	9,0x	7,7x	6,6x	5,6x
	Secteur	4,7x	4,3x	3,9x	3,4x
Pay out	Titre	69,1%	60,5%	54,6%	50,1%
	Secteur	72,2%	64,1%	58,5%	54,5%
Performance	Titre	18,4%	53,1%	-0,4%	
	Tunindex	14,4%	15,8%	-0,8%	



Dénomination sociale	: SOTUVER
Date de constitution	: 01/10/1963
Registre de Commerce	: B1103161997
Siège social	: Nouvelle Zone industrielle 1111 Djebel Elouest Rou
Tel	: 72 640 650
Fax	: 72 640 701
Mail / Web	: secretariat@sotuver.com.tn /
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : INDUSTRIES
Code ISIN : TN0006560015
Cours : 8,59 TND
Cours cible : 11,20 TND

Recommandation :

Acheter

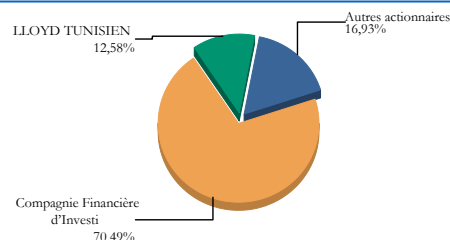
Leader dans la production du verre d'emballage pour le conditionnement des produits agro-alimentaires (eaux minérales, boissons gazeuses, boissons alcoolisées, huiles...), SOTUVER détient une part de marché local de 80% à fin 2017 contre 70% en 2016 avec un effectif de 324 personnes. La société a réalisé en 2017 un chiffre d'affaires local de 32,7 MDT contre 25,6 MDT en 2016 soit une hausse de 27%. Cette progression est principalement due à la croissance des volumes d'affaires relatifs aux filières de la bière (+282%) et du vin (+27%). Malgré la concurrence très rude que connaît le secteur sur les marchés extérieurs, les revenus à l'export de SOTUVER ont progressé de 23% entre 2016 et 2017 à 35,2 MDT. La société maintient son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec un CA export représentant 52% du CA global en 2017. Au niveau du Groupe, l'EBITDA 2017 a atteint 23,7 MDT soit une hausse de 47% par rapport à 2016, faisant gagner sa marge 5 points de pourcentage à 34%. Le résultat net part du Groupe s'est accru de 61% en passant de 6,2 MDT en 2016 à plus de 10 MDT en 2017.

Ces performances couronnent l'effort de développement de la société à travers l'innovation et la création de nouveaux produits plus adaptés aux demandes des clients internationaux tout en respectant les différentes normes. En effet, SOTUVER accorde une grande importance au management de la qualité de ses produits avec le renouvellement et l'obtention de nouvelles certifications internationales lui permettant de consolider ses marchés à l'export. La société a également investi dans plusieurs projets lui permettant de réduire ses factures énergétiques. Le projet de création d'une centrale photovoltaïque prévue dans la région de Kairouan est toujours en cours.

Au 30/09/2018, SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires global de 65,9 MDT soit une croissance de 38% par rapport à Septembre 2017. Sur la même période, le chiffre d'affaires local ressort en hausse de 15% à 24,9 MDT. A l'export, les revenus ont atteint 41 MDT soit en augmentation de 56% par rapport Septembre 2017 et représente désormais 62% du CA global. Cette performance remarquable est due à la consolidation des marchés européens d'une part et la progression sur le marché africain d'autre part. Le CA 2018 de SOTUVER pourrait ainsi dépasser les 92 MDT que nous avons prévus. Le résultat net 2018 avoisinerait les 15 MDT contre 10,4 MDT en 2017. A l'horizon 2020, les bénéfices de la société pourraient dépasser la barre des 20 MDT.

Nous maintenons notre recommandation à **ACHETER** sur le titre dont le cours devrait atteindre les **11,2 DT**.

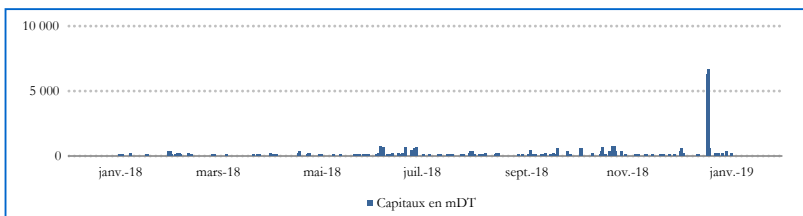
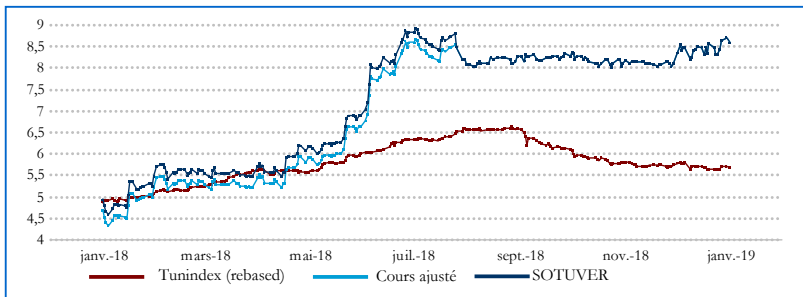
Actionnariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	27,254	27,254	27,254
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	27,250	27,250	27,250
Volume échangé (MDT)	18,7	41,1	0,2
Quantité échangée (Millions)	4,1	5,3	0,0
Cours plus haut (DT)	5,35	8,93	8,59
Cours plus bas (DT)	3,76	4,60	8,59
Clôture (DT)	5,18	8,70	8,59
Cap. boursière (MDT)	141,2	237,1	234,1
DPA (en DT)	0,260	0,280	0,300
Date de distribution	27/07/2018	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	55,4	63,3	73,0	84,8
Actif immobilisé	37,4	31,6	24,4	16,7
Dette nette	35,7	27,7	21,6	7,5
BFR	53,7	59,5	70,2	75,5
CA	67,2	92,1	105,0	119,7
EBITDA	23,7	30,9	34,2	37,9
EBIT	14,9	20,8	23,1	26,0
Résultat net	10,4	15,0	17,4	20,5
Gearing	63,9%	43,5%	29,4%	8,8%
ROE	18,7%	23,7%	23,8%	24,2%

Indicateurs boursiers comparés	2017	2018	2019	2020	
VE/CA	Titre	4,0x	2,8x	2,4x	2,0x
	Secteur	2,0x	1,6x	1,4x	1,2x
VE/EBITDA	Titre	11,4x	8,5x	7,5x	6,4x
	Secteur	13,9x	9,5x	8,1x	7,0x
VE/EBIT	Titre	18,1x	12,6x	11,1x	9,3x
	Secteur	19,2x	12,4x	10,3x	8,8x
P/E	Titre	22,6x	15,6x	13,5x	11,4x
	Secteur	20,7x	14,6x	12,4x	10,9x
Div Yield	Titre	3,0%	3,3%	3,5%	3,7%
	Secteur	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%
P/B	Titre	4,8x	3,9x	3,2x	2,6x
	Secteur	4,1x	3,7x	3,3x	2,9x
Pay out	Titre	64,9%	50,9%	47,1%	42,6%
	Secteur	74,8%	54,7%	49,9%	46,7%
Performance	Titre	60,5%	73,0%	-1,3%	
	Tunindex	39,2%	137,0%	-0,4%	-0,8%



Dénomination sociale	: TELNET HOLDING
Date de constitution	: 25/11/1994
Registre de Commerce	: B112711998
Siège social	: TELNET TECHNOCENTRE, Rue du Lac Léman 1053 - Les berges du Lac Tun
Tel	: 71 860 233
Fax	: 71 860 069
Mail / Web	: info@groupe-telnet.net / www.groupe-telnet.com/fr
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : SERVICES
Code ISIN : TN0007440019
Cours : 9,56 TND
Cours cible : 12,50 TND

Recommandation :
Acheter

Créée en 1994, le Groupe TELNET est aujourd'hui leader en Tunisie dans les technologies de l'information et de la communication et reconnu pour ses compétences et son expertise en matière de recherche et développement en ingénierie de produits, en génie électronique et mécanique dans différents domaines tels que l'aérospatiale, la défense, l'aviation et la sécurité.

Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a atteint 43,5 MDT en 2017 soit 11% de plus qu'en 2016. Il dégage une marge brute 2017 de 39 MDT soit un taux de marge brute des plus élevés du marché à 89%. L'EBITDA consolidé est passé de 4,8 MDT en 2016 à 7,4 MDT en 2017 soit une augmentation de 52%. La marge d'EBITDA est passée de 12% en 2016 à 17% en 2017 gagnant ainsi 5 points de pourcentage. Le résultat net consolidé s'est établi à plus de 17 MDT contre 2,9 MDT en 2016. Néanmoins ce résultat provient à hauteur de 10 MDT par la cession de quelques activités à la co-entreprise ALTRAN TELNET CORPORATION résultante du partenariat avec la société ALTRAN. Cette joint-venture est aujourd'hui détenue à hauteur de 30% par TELNET et 70% par ALTRAN dont l'expérience et les synergies rapportées ont redonné vie à ces activités à forte valeur ajoutée mais mal exploitées par TELNET.

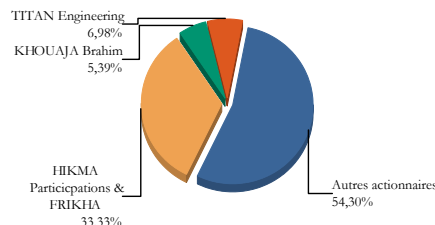
A fin Septembre 2018 et ne tenant pas compte des activités transférées à ALTRAN TELNET CORPORATION, le chiffre d'affaires consolidé ressort 28,8 MDT contre 24,6 MDT en Septembre 2017 soit une hausse de 17,4%. Il est composé des revenus du pôle Recherche et Développement en ingénierie produit qui ont augmenté de 17,9% à 28,3 MDT et qui représente 78,6% de l'activité de TELNET; des revenus du pôle Services PLM & Etudes Mécaniques qui ont atteint 4,5 MDT contre 3,9 MDT au 30/09/2017 (+15%) et qui représente 15,7% du chiffre d'affaires consolidé de TELNET et enfin des revenus du pôle télécoms et intégration réseaux qui représente 5,7% du CA globale de TELNET et qui sont passés de 1,4 MDT en Septembre 2017 à 1,6 MDT en Septembre 2018 soit une croissance de 16,6%.

En 2018, TELNET a créé une filiale aux Etats Unis d'Amérique et entame la conception et la fabrication du premier nano-satellite tunisien «CHALLENGE ONE» pour 2020. TELNET a également signé un accord avec le groupe japonais FUJI IMVAC pour la fabrication des drones et lance, dans ce cadre, le projet Sfax Aerospace Valley spécialisé dans les technologies de l'espace qui devrait employer 500 ingénieurs.

Pour 2018, les revenus consolidés de la société devraient se rapprocher des 42 MDT et pourraient dégager des bénéfices de l'ordre de 7,2 MDT. Rappelons que la société facture la quasi-totalité de ses prestations en euro et profite donc de la hausse de la parité Euro/TND. Si les promesses du management sont tenues, le fleuron tunisien qui a atteint une maturité technologique reconnue dans le monde entier pourrait surperformer toutes les prévisions.

Nous intégrons de nouveau le titre TELNET dans les valeurs que nous recommandons pour 2019 avec un cours cible de **12,5 DT**.

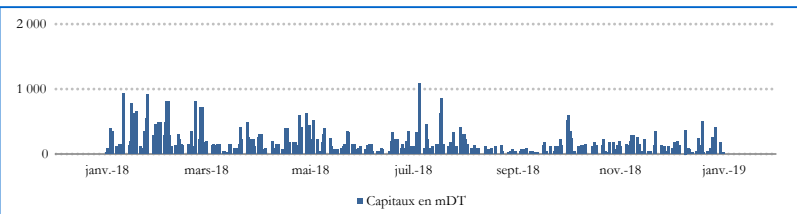
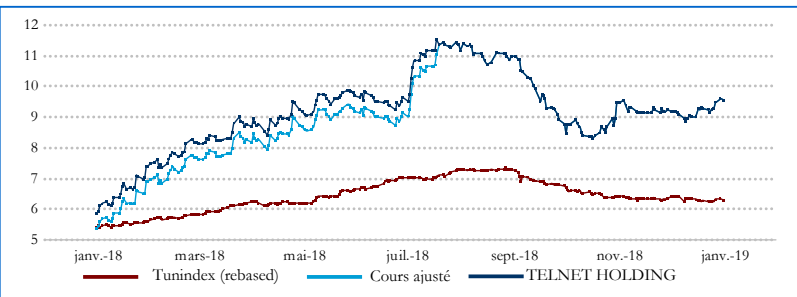
Actionariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	11,028	11,028	11,028
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	11,030	11,030	11,030
Volume échangé (MDT)	54,4	47,8	0,0
Quantité échangée (Millions)	10,5	5,5	0,0
Cours plus haut (DT)	6,28	11,53	9,56
Cours plus bas (DT)	3,26	5,86	9,56
Clôture (DT)	5,95	9,60	9,56
Cap. boursière (MDT)	65,6	105,9	105,4
DPA (en DT)	0,500	0,500	0,500
Date de distribution	20/07/2018	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	31,1	25,1	25,1	25,8
Actif immobilisé	-2,6	-2,1	-2,2	-2,1
Dette nette	-24,1	-17,7	-18,1	-19,2
BFR	9,6	9,4	9,1	8,7
CA	43,5	42,0	47,3	52,2
EBITDA	7,4	7,6	9,5	12,1
EBIT	4,0	4,6	6,2	8,5
Résultat net	17,1	7,2	7,9	9,2
Gearing	-76,5%	-69,1%	-70,3%	-72,0%
ROE	54,9%	28,8%	31,5%	35,8%

Indicateurs boursiers comparés	2017	2018	2019	2020
VE/CA	Titre 1,9x	2,1x	1,8x	1,7x
	Secteur 1,9x	1,7x	1,5x	1,3x
VE/EBITDA	Titre 11,0x	11,6x	9,2x	7,1x
	Secteur 8,1x	7,2x	5,7x	4,7x
VE/EBIT	Titre 20,3x	19,2x	14,1x	10,2x
	Secteur 13,2x	12,2x	13,0x	8,4x
P/E	Titre 6,2x	14,6x	13,3x	11,4x
	Secteur 10,6x	12,3x	13,3x	9,5x
Div Yield	Titre 5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
	Secteur 4,6%	5,0%	5,0%	5,0%
P/B	Titre 8,5x	8,4x	8,4x	8,2x
	Secteur -5,4x	-3,2x	-3,3x	-3,8x
Pay out	Titre 91,3%	220,6%	196,9%	172,3%
	Secteur 64,4%	72,4%	63,1%	57,0%
Performance	Titre 72,3%	69,7%	-0,4%	
	Tunindex 14,4%	15,8%	-0,8%	



Dénomination sociale	: TPR
Date de constitution	: 22/06/1977
Registre de Commerce	: B 186061997
Siège social	: Rue des Usines – Z.I. Sidi Rézig – Mégrine 2033 Tu
Tel	: 71 433 299
Fax	: 71 434 777
Mail / Web	: contact@tpr.com.tn / http://www.tpr.com.tn
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : MATERIAUX DE CONSTRUCTION
Code ISIN : TN0007270010
Cours : 4,79 TND
Cours cible : 5,90 TND

Recommandation :

Acheter

Spécialisé dans le domaine des profilés d'aluminium et ses accessoires, le Groupe TPR compte 10 sociétés. Depuis 2015, la société mère TPR, qui compte aujourd'hui 304 salariés, a réussi à récupérer ses parts de marchés perdues durant les années antérieures. Elle confirme sa place de leader sur le marché tunisien tout en bonifiant ses revenus à l'export qui ont atteint 33 MDT à fin 2017. Le chiffre d'affaires local 2017 a atteint 87 MDT contre 77,3 MDT en 2016 soit une croissance de 13%. Ainsi, les revenus de TPR ont atteint 120,1 MDT contre 103,3 MDT en 2016 soit une hausse de 16%.

En Algérie, la société d'extrusion d'aluminium PROFAL MAGHREB, détenue entièrement par le Groupe, a réalisé un chiffre d'affaires de 8,9 MDT soit 53% de plus qu'en 2016. La société de fabrication d'accessoires LAVAAL INTERNATIONAL, installée en Italie et détenue à 75% par le Groupe, a vu ses revenus 2017 grimper de 13% à 20,6 MDT. Durant le premier semestre 2018, TPR a créé sa filiale ivoirienne « Tunisie Profilés Aluminium Abidjan », spécialisée dans la commercialisation des profilés d'aluminium, avec une prise de participation de 55%.

Au niveau du Groupe, le chiffre d'affaires consolidé 2017 affiche 154,4 MDT contre 127,5 MDT à fin 2016 soit une croissance de 21%. Avec la hausse mondiale du cours de l'aluminium sur le LME et la dépréciation du dinar par rapport au dollar, le taux de marge brute du Groupe s'est légèrement réduit mais se maintient à un niveau confortable de 33%. Le taux de marge d'exploitation s'est quant à lui amélioré de un point de pourcentage à 13% représentant une marge de 20,6 MDT. Le résultat net part du Groupe 2017 a dépassé les 15 MDT réalisant ainsi une augmentation de 61% par rapport à 2016.

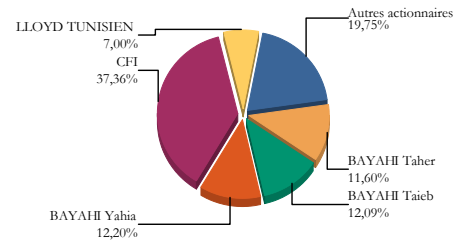
A fin Septembre 2018, le chiffre d'affaires export s'est envolé de 37% par rapport à Septembre 2017 en atteignant 30,9 MDT et représente désormais près de 30% du total des revenus de TPR. Les ventes sur le marché local ont enregistré une progression de 20% sur la même période à 74 MDT.

Pour 2018, les revenus du Groupe pourront atteindre 184 MDT et devraient générer une marge brute de plus de 50 MDT. L'EBITDA serait de 35 MDT et représenterait une marge d'EBITDA de 19%. Le résultat net part du Groupe 2018 avoisinerait les 18 MDT. A l'horizon 2020, la société devrait réaliser un chiffre d'affaires de 230 MDT et un RNPG de plus de 22 MDT.

Malgré la forte volatilité des coûts des intrants, la dépréciation continue du dinar face à l'euro et l'intensification de la concurrence déloyale et des produits contrefaits, le Groupe a su faire face à toutes ces contraintes tout en améliorant ses indicateurs financiers. Il offre à ses actionnaires un ROE 2019 de 17% avec un Yield de 5,6%. Sa valeur d'entreprise 2019 serait de 6,6 fois son EBITDA avec un PER égal à 12,1 fois ses bénéfices.

Nous recommandons le titre à l'**Achat** avec un objectif de cours de **5,9 DT**.

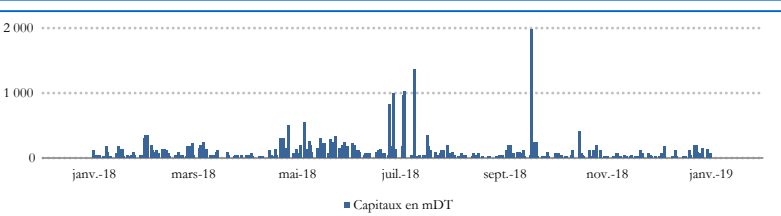
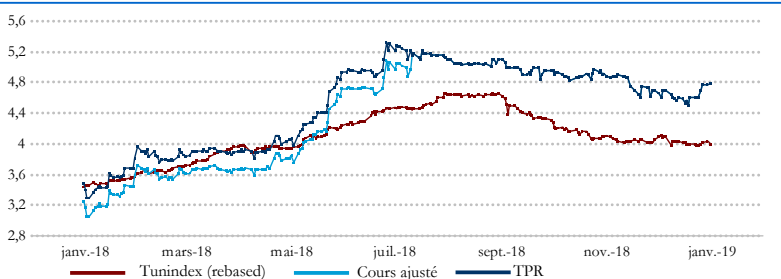
Actionariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	50,000	50,000	50,000
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	50,000	50,000	50,000
Volume échangé (MDT)	19,6	27,7	0,1
Quantité échangée (Millions)	6,2	6,1	0,0
Cours plus haut (DT)	3,71	5,32	4,79
Cours plus bas (DT)	2,82	3,29	4,79
Clôture (DT)	3,70	4,77	4,79
Cap. boursière (MDT)	185,0	238,5	239,5
DPA (en DT)	0,230	0,250	0,270
Date de distribution	12/07/2018	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	103,0	109,0	117,0	126,1
Actif immobilisé	58,9	57,3	59,7	60,3
Dette nette	10,6	8,9	6,5	1,3
BFR	54,6	60,5	63,7	67,1
CA	154,4	183,7	205,8	230,5
EBITDA	27,0	34,9	38,9	44,2
EBIT	20,6	28,3	32,0	36,8
Résultat net	15,0	19,4	22,8	26,1
Gearing	10,2%	8,2%	5,8%	1,1%
ROE	14,6%	17,8%	19,5%	20,7%

Indicateurs boursiers comparés	2017	2018	2019	2020
VE/CA	1,6x	1,4x	1,2x	1,0x
Secteur	3,5x	2,8x	2,5x	2,3x
VE/EBITDA	9,3x	7,1x	6,3x	5,5x
Secteur	26,7x	13,3x	10,3x	9,3x
VE/EBIT	12,1x	8,8x	7,7x	6,5x
Secteur	11,7x	29,9x	24,8x	19,9x
P/E	15,9x	12,4x	10,5x	9,2x
Secteur	14,8x	18,1x	15,5x	13,4x
Marché	16,5x	14,5x	12,9x	11,7x
Div Yield	4,8%	5,2%	5,6%	6,1%
Secteur	4,8%	5,5%	6,0%	6,4%
Marché	4,2%	4,0%	4,1%	4,2%
P/B	2,5x	2,4x	2,3x	2,1x
Secteur	2,2x	2,4x	2,5x	2,5x
Marché	2,2x	2,0x	1,8x	1,6x
Pay out	75,5%	69,3%	67,4%	63,8%
Secteur	70,1%	68,2%	64,8%	60,7%
Marché	51,3%	47,8%	42,5%	41,4%
Performance	37,8%	35,1%	0,4%	
Secteur	9,0%	1,7%	0,1%	
Tunindex	14,4%	15,8%	-0,8%	



Dénomination sociale	: TUNISIE VALEURS
Date de constitution	: 22/05/1991
Registre de Commerce	: B132761998
Siège social	: Immeuble Integra, Centre Urbain Nord 1082 Tunis Mahrajene - Tunisie
Tel	: 71 189 671
Fax	: 71 949 326
Mail / Web	: info@tunisievaleurs.com / www.tunisievaleurs.com
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : SERVICES
Code ISIN : TN0007790017
Cours : 31,00 TND
Cours cible : 36,00 TND

Recommandation :

Acheter

TUNISIE VALEURS est l'une des premières sociétés d'intermédiation en bourse en Tunisie, elle a obtenu son agrément 1990. Aujourd'hui, TUNISIE VALEURS couvre les métiers suivants : la gestion d'actifs, l'intermédiation en Bourse, l'ingénierie financière et Spécialiste en Valeurs du Trésor.

Elle dispose d'un portefeuille de clientèle étrangère de renom depuis une vingtaine d'années avec qui elle a noué des partenariats exclusifs et des relations exclusifs avec des courtiers internationaux spécialisés sur les marchés émergents.

Tunisie Valeurs est le principal broker de la place avec une part de marché qui est aux alentours de 20% sur les dernières années. Pour la gestion d'actifs, elle gère 10 OPCVM pour un total d'actif de plus de 800 MDT soit une part de marché de 16,8%. Elle est également un acteur de référence dans l'ingénierie financière et le conseil aux entreprises. Une expertise qui a permis à des PME et des groupes privés de se restructurer et d'accéder au marché financier.

Tunisie Valeurs est considérée comme « la Boutique de Finance » la plus développée de la place. Elle bénéficie de plusieurs atouts dont un capital humain doté d'une grande expertise dans les métiers de la finance de marché et un ensemble de valeurs qui forment une solide culture d'entreprise. Elle possède également un système d'information sur mesure, réalisé « in house » qui progresse avec l'entreprise.

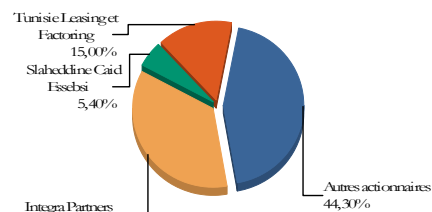
La société dispose d'une solide assise financière (23 MDT de fonds propres en 2017), une trésorerie excédentaire et une bonne rentabilité (Marge d'EBITDA2017 de 33% ROE2017 aux alentours de 20%). De surcroît, son business révèle une bonne résistance aux aléas économiques.

Au cours de ce mois de Janvier 2019, Tunisie valeurs a obtenu l'agrément de principe auprès de la BCT de se transformer en banque d'affaires assorti d'un certain nombre de conditions. D'abord, l'augmentation du capital social de 10 à 20 millions de dinars par incorporation de réserves. Puis l'accord du CMF en vue de la création de deux nouvelles sociétés, qui seraient détenues à hauteur de 100% par l'entité cotée, pour l'exercice des métiers d'intermédiation en bourse et de gestion d'actifs, à réaliser dans un délai de six mois. Tout ceci constitue un flot de bonnes nouvelles pour la société et ses actionnaires, notamment nouveaux qui les ont rejoints en septembre 2018.

Coté valorisation, Le titre présente des multiples attrayants : un P/E2018 de 12,1x et un rendement en dividendes de 5%.

Nous recommandons toujours d'acheter le titre que nous avons introduit à 31 DT et dont le cours potentiel est de 36 DT dans un très proche avenir.

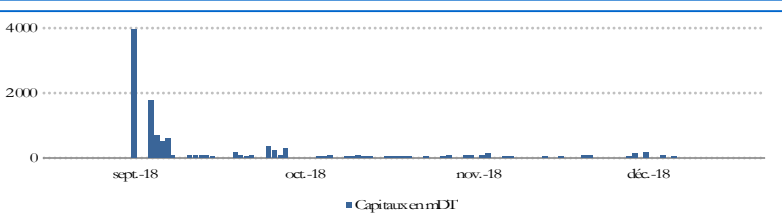
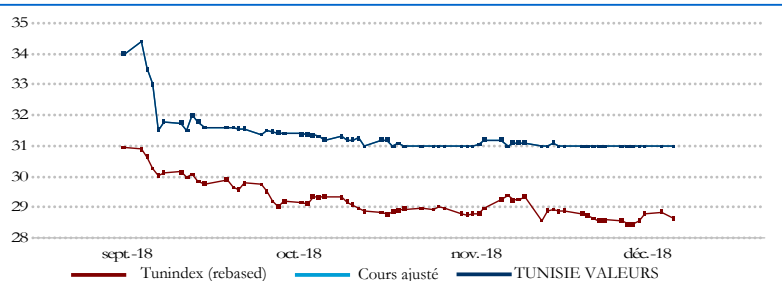
Actionariat

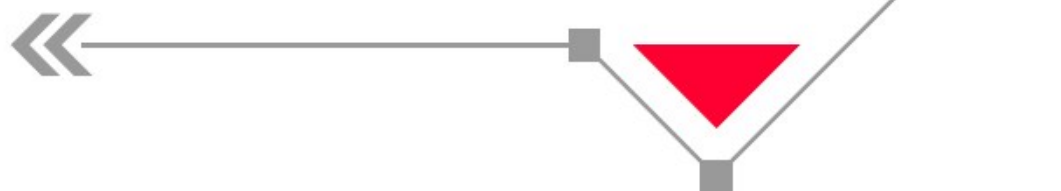


Indicateurs historiques	au 31/12/2017	au 31/12/2018	au 02/01/2019
Capital social (MDT)	10,000	10,000	10,000
Nominal (DT)	5	5	5
Nombre d'actions (Millions)	2,000	2,000	2,000
Volume échangé (MDT)	-	11,6	0,0
Quantité échangée (Millions)	-	0,4	0,0
Cours plus haut (DT)	-	34,40	31,00
Cours plus bas (DT)	-	31,00	31,00
Clôture (DT)	31,00	31,00	31,00
Cap. boursière (MDT)	62,0	62,0	62,0
DPA (en DT)	1,040	1,537	1,455
Date de distribution	-	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	23,2	26,3	28,0	30,3
Actif immobilisé	17,6	19,0	19,6	17,6
Dette nette	-13,5	-17,6	-19,5	-24,3
BFR	-7,9	-10,4	-11,1	-11,7
CA	15,5	15,8	16,6	17,3
EBITDA	5,6	5,0	5,5	5,6
EBIT	4,4	3,8	4,4	4,7
Résultat net	3,5	5,1	4,8	5,1
Gearing	-58,3%	-67,1%	-69,5%	-80,4%
ROE	15,0%	19,5%	17,3%	17,0%

Indicateurs boursiers comparés	2017	2018	2019	2020
VE/CA	Titre 3,1x	2,8x	2,6x	2,2x
	Secteur 1,9x	1,7x	1,5x	1,3x
VE/EBITDA	Titre 8,6x	9,0x	7,8x	6,7x
	Secteur 8,1x	6,6x	5,4x	4,7x
VE/EBIT	Titre 11,0x	11,7x	9,6x	8,0x
	Secteur 13,2x	9,9x	12,4x	8,2x
P/E	Titre 17,9x	12,1x	12,8x	12,1x
	Secteur 10,6x	12,0x	13,6x	9,7x
Div Yield	Titre 3,4%	5,0%	4,7%	5,0%
	Secteur 4,6%	5,0%	4,9%	5,0%
P/B	Titre 2,9x	2,7x	2,5x	2,3x
	Secteur -5,4x	-3,2x	-3,3x	-3,8x
Pay out	Titre 59,9%	60,0%	60,0%	59,8%
	Secteur 64,4%	70,9%	64,3%	58,3%
Performance	Titre -	0,0%	0,0%	
	Secteur 15,4%	52,4%	0,1%	
	Tunindex	14,4%	15,8%	-0,8%





Férid Ben Brahim Directeur Général

Mehdi Dhifallah Responsable études et recherches

Jihen Ellouze Khlif Analyste financier

Boubaker Rekik Analyste financier



www.afc.com.tn

afc@afc.fin.tn

Siège social et agence du Lac
Immeuble El Karama. Carré de L'Or,
Les jardins du Lac II. 1053 Tunis
Tél : (+216) 70 020 260
Fax : (+216) 70 020 297

Agence Elmenzah
Rue Ibrahim Jaffel
El Menzah 4 1004 Tunis
Tél: (+216) 70 020 290
Fax : (+216) 71 234 672

