



# AFC

المستشارون الماليون العرب  
Intermédiaire en Bourse

**GROUPE ATB**

Rétrospective 2016

Perspectives 2017

Notre stratégie en 2017

## "La confiance doit revenir"

### RETROSPECTIVE DE L'ANNEE 2016

Evolution du Tunindex sur 5 ans



2016 aurait pu être un bon cru. Dès le début de l'année le Tunindex dépasse son niveau de fin 2010 et se place en tête de tous les premiers Janviers passés. Et même s'il se situait au dessous du précédent record de la bourse de Tunis (24 juin 2015 à 5770 points), la confiance était revenue après la fin tragique de l'année 2015. Mars 2016 a vu l'attaque terroriste de Ben Guerdane et son écrasement par nos forces de sécurité. Cependant, petit à petit le

doute s'est installé chez les tunisiens et notamment les investisseurs, le gouvernement Essid apparaissait affaibli et les dissensions dans l'alliance politique au pouvoir révélaient les défauts de notre système semi-parlementaire.

Ainsi entre fin mars 2016 et fin décembre 2016, l'indice a fait du surplace (23/03/2016 Tunindex à 5487,77 et 30/12/2016 Tunindex à 5488,77). Entretemps un nouveau gouvernement (Youssef Chahed) a vu le jour avec une vo-

lonté de parler vrai et de mettre tous les enjeux sur la table. Il a pu faire passer une loi de finances qui demande des efforts à tous et organiser une conférence internationale dont tout le monde s'accorde pour dire qu'elle fut un succès. Ainsi, en conclusion, l'indice de référence de la bourse de Tunis s'est accru en 2016, traduisant la place de choix que le placement boursier représente pour les tunisiens.

#### Performance mensuelle du Tunindex

	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Jun	Juil.	Août	Sept.	Octo.	Nov.	Déc.	Année
1998	0,7%	-0,5%	1,0%	-1,5%	-1,9%	-3,0%	-2,8%	1,5%	-0,6%	-1,2%	-0,3%	0,0%	<b>-8,29%</b>
1999	4,0%	21,1%	-4,4%	-3,2%	0,7%	-2,4%	2,7%	4,8%	1,3%	5,2%	-1,5%	0,5%	<b>30,04%</b>
2000	12,4%	-1,5%	1,2%	-1,2%	0,6%	1,3%	5,1%	1,3%	0,9%	-5,0%	2,8%	2,2%	<b>20,97%</b>
2001	-2,1%	-5,8%	0,3%	0,9%	3,3%	-5,2%	0,0%	1,0%	-4,3%	0,3%	-2,2%	1,3%	<b>-12,18%</b>
2002	1,0%	-0,6%	-1,3%	-4,6%	-0,1%	-0,7%	-0,6%	-3,4%	4,9%	-5,0%	-1,0%	-0,6%	<b>-11,66%</b>
2003	-5,8%	-0,8%	-0,5%	13,5%	-2,1%	0,9%	5,6%	-0,9%	-0,2%	-0,2%	0,6%	2,1%	<b>11,71%</b>
2004	0,7%	0,2%	3,3%	1,4%	0,8%	-0,5%	-0,1%	0,0%	-0,6%	2,4%	-1,4%	0,2%	<b>6,53%</b>
2005	-0,3%	-1,1%	4,3%	9,0%	3,1%	0,4%	0,8%	0,5%	1,6%	0,7%	0,3%	0,7%	<b>21,27%</b>
2006	4,2%	3,0%	7,9%	3,2%	4,0%	-3,1%	-1,4%	5,5%	5,8%	7,6%	0,7%	0,6%	<b>44,33%</b>
2007	10,0%	1,2%	0,0%	0,1%	-1,8%	-1,5%	-2,6%	1,8%	-1,0%	3,2%	2,4%	0,3%	<b>12,14%</b>
2008	1,6%	1,0%	2,7%	8,3%	-0,8%	3,4%	-0,7%	9,5%	1,1%	-9,2%	-3,1%	-2,2%	<b>10,65%</b>
2009	3,3%	2,4%	1,7%	9,0%	0,5%	7,8%	-1,3%	4,0%	7,7%	-0,1%	1,2%	4,5%	<b>48,38%</b>
2010	8,8%	-0,1%	0,4%	3,9%	1,6%	-0,6%	4,5%	4,1%	6,3%	-9,8%	3,0%	-3,1%	<b>19,13%</b>
2011	-13,3%	-8,4%	8,1%	-3,1%	-3,0%	4,3%	2,9%	1,8%	3,7%	0,0%	0,4%	0,9%	<b>-7,63%</b>
2012	-0,6%	1,6%	1,1%	5,6%	-1,1%	-1,0%	5,1%	-0,4%	-4,9%	-1,4%	-4,5%	-2,0%	<b>-3,02%</b>
2013	3,9%	-2,6%	1,9%	-2,2%	-1,1%	0,8%	-1,9%	1,8%	-3,0%	0,6%	-0,5%	-2,0%	<b>-4,33%</b>
2014	2,7%	4,8%	-2,6%	-2,3%	1,1%	1,3%	1,7%	0,2%	-2,2%	7,0%	1,4%	2,4%	<b>16,17%</b>
2015	2,6%	4,3%	-2,4%	4,4%	1,8%	1,3%	-1,5%	-2,6%	-3,9%	-3,1%	-3,2%	1,8%	<b>-0,94%</b>
2016	7,4%	-2,4%	2,5%	-1,2%	2,5%	-3,6%	1,27%	1,27%	-1,55%	2,77%	0,58%	-0,59%	<b>8,86%</b>

Les volumes ont fortement reculé en 2016 malgré le dernier mois qui a permis de redresser la barre. Sur le marché des actions cotées en bourse, la baisse est de 17,3% et compte tenu de la mauvaise tenue du hors cote et des opérations d'enregistrement, la baisse d'activité de la totalité du marché est de 30,9%. La SFBT continue comme

chaque année à truster la première place en terme de montant échangé sur son titre (272 MDT), loin devant Carthage Cement qui a généré 115 MDT de flux.

Les hausses des cours concernent majoritairement des petites capitalisations hormis Eurocycles et la Banque de l'Habitat. Parmi les titres concernées par les baisses; la

seule capitalisation significative est Monoprix, qui paie par une baisse de 70 millions de dinars de valorisation les résultats négatifs publiés à la fin du 1er semestre de 2016. La répartition de capitalisation du marché révèle la stabilité de la part des banques, la hausse de celle de l'industrie et la baisse de l'agro-alimentaire et de la distribution.

### Volume mensuel moyen du Tunindex

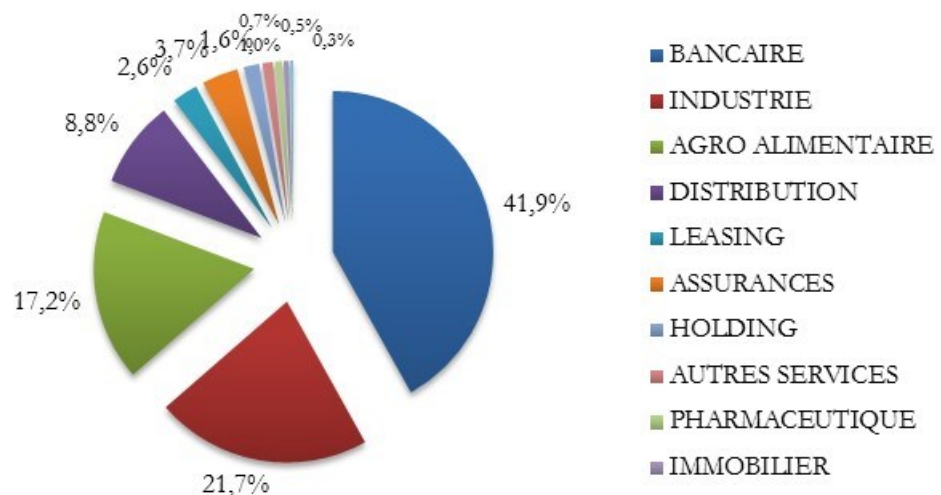
(en MDT)	Janv.	Fév.	Mars	Avr.	Mai	juin	Juill.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.
2010	10,2	8,6	6,0	9,4	14,2	7,2	10,8	7,1	15,1	11,9	8,5	12,1
2011	7,7	6,2	3,9	2,7	5,0	4,4	8,3	10,0	8,8	8,9	6,3	7,5
2012	5,4	5,5	9,2	13,5	10,3	4,2	6,8	8,1	4,4	4,2	5,8	15,3
2013	3,8	4,5	8,4	4,7	5,5	5,4	3,0	1,9	5,5	4,6	6,4	4,0
2014	8,0	10,9	4,8	3,2	3,4	7,7	3,3	2,4	2,4	5,9	8,7	9,8
2015	8,7	9,5	5,5	10,6	10,7	7,1	5,1	7,7	4,7	4,2	16,4	6,1
2016	5,4	9,6	6,1	12,5	5,9	5,1	5,4	2,1	3,6	6,0	7,6	9,6

### Palmarès des valeurs 2015

Plus fortes hausses en 2016	
LAND'OR	112,00%
SOTETEL	110,00%
EURO-CYCLES	84,30%
STIP	66,70%
SERVICOM	57,70%
CARTHAGE CEMENT	56,10%
BH	51,00%
ASSURANCES SALIM	49,10%

Plus fortes baisses en 2016	
SOPAT	-61,60%
AETECH	-34,30%
UADH	-31,80%
SPDIT	-31,60%
MPBS	-31,50%
STB	-30,40%
HEXABYTE	-30,10%
SOMOCER	-30,00%

### Répartition de la capitalisation boursière au 31/12/2016

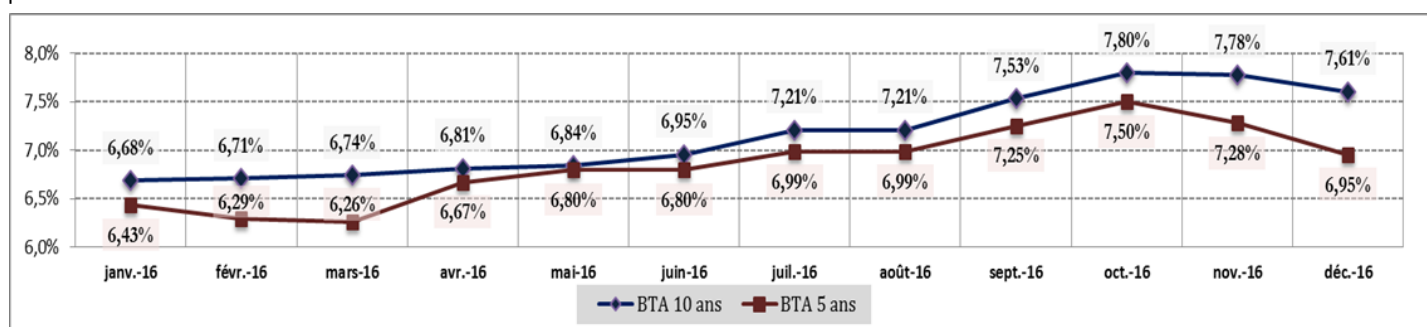


Les années se suivent sans se ressembler, la bourse tunisienne s'en sort moins bien que la plupart des bourses de la région. La bourse de Casablanca progresse de 31% en 2016 et la bourse égyptienne est propulsée 65% plus haut à fin 2016 par rapport à fin 2015.

## PERSPECTIVES 2017

Nous avons écrit qu'en termes d'évolution de la croissance économique, 2016 sera une année difficile. Malheureusement nous n'avons pas été démenti. La croissance attendue est de l'ordre 1,2% soit le niveau du croît démographique. Cela fut également le cas en 2015 qui a vu la croissance s'élever d'à peine 1,4%. Dit autrement, sur les années 2015 et 2016, le PIB par habitant des tunisiens a stagné tandis qu'exprimé en \$ ou en € il a bien évidemment diminué. L'autre élément distinctif de 2016 est la hausse des taux longs qu'elle ait enregistré; principalement due

à des besoins énormes de financement local du déficit budgétaire. Depuis le début de l'année, le montant collecté par le Trésor sous forme de BTA a atteint 3807,5 millions de dinars contre un montant planifié initialement de 1800 millions de dinars pour toute l'année 2016. Le taux actuariel du BTA 10\* ans a enregistré une hausse de 93 points de base par rapport à l'adjudication du mois de décembre 2015. Le taux actuariel du BTA 5\* ans a enregistré une hausse de 52 points de base par rapport à l'adjudication du mois de décembre 2015.



### QUELLES HYPOTHESES POUR 2017

D'abord, si l'ensemble du marché devrait voir ses bénéfices croître de 17,4%, le marché principal qui représente 99% de ce marché devrait augmenter de 16,9%. Le secteur bancaire qui draine à lui seule 54% des bénéfices du marché principal progresse du même ordre. Cela s'explique probablement par une séquence

de bénéfices qui apparaît après deux années de nettoyage des comptes et d'efforts de provisionnement. Les banques peuvent laisser penser qu'elles sont immunisées contre les risques sur leurs créances d'autant plus qu'elles aient beaucoup prêté au meilleur débiteur du pays...l'Etat (voir plus haut).

### Bénéfices des sociétés cotées par secteur

(en MDT)	Bénéfices 2014	Var 2015/2014	Bénéfices 2015	Var 2016/2015	Bénéfices 2016e	Var 2017/2016	Bénéfices 2017p
<b>Total Marché</b>	<b>1 207,4</b>	<b>14,1%</b>	<b>1 377,3</b>	<b>3,3%</b>	<b>1 422,1</b>	<b>17,3%</b>	<b>1 668,6</b>
<b>Marché principal</b>	<b>1 198,0</b>	<b>14,4%</b>	<b>1 370,2</b>	<b>2,9%</b>	<b>1 410,0</b>	<b>16,8%</b>	<b>1 647,3</b>
<b>Marché alternatif</b>	<b>9,4</b>	<b>-24,3%</b>	<b>7,1</b>	<b>69,9%</b>	<b>12,1</b>	<b>75,6%</b>	<b>21,3</b>
BANCAIRE	623,3	12,4%	700,6	10,2%	771,7	16,9%	902,4
LEASING	43,5	6,6%	46,4	4,6%	48,5	19,0%	57,7
ASSURANCES	51,1	108,8%	106,6	-45,4%	58,2	16,8%	68,0
HOLDING	18,1	-0,3%	18,1	6,6%	19,3	2,2%	19,7
IMMOBILIER	11,5	-40,1%	6,9	15,6%	7,9	25,4%	10,0
PHARMACEUTIQUE	19,0	2,8%	19,6	-5,8%	18,4	34,9%	24,9
DISTRIBUTION	79,4	37,5%	109,1	-1,4%	107,6	18,5%	127,4
AGRO ALIMENTAIRE	155,2	22,8%	190,5	-6,7%	177,8	10,6%	196,7
INDUSTRIE	194,4	-11,3%	172,6	16,1%	200,3	21,4%	243,0
TRANSPORT AERIEN	neg	-neg	-	-neg	-	-	neg
AUTRES SERVICES	12,0	-40,9%	7,1	75,5%	12,4	52,7%	19,0

## Scoring des industries

Pour la construction du portefeuille de 2017, nous continuons à adopter la stratégie qui profite de la baisse du taux de change du dinar face aux principales devises qui constituent notre panier de référence. Ainsi le premier critère est le pourcentage du chiffre d'affaires à l'export, le deuxième critère exprime quant à lui le pourcentage des achats consommés en devises. Les autres éléments du scoring concernent en premier lieu la taille à travers la

capitalisation, la liquidité à travers le volume échangé sur l'année 2016, le risque à travers le taux d'endettement (gearing) et la rentabilité à travers le ROE. Les critères de valorisation sont le P/E et le rendement en dividendes (div. yield); alors que la performance économique et financière est exprimée au niveau de la moyenne des croissances des bénéfices entre 2014 et 2016.

Rang	Sociétés	Pondération	CAPI (en MDT)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	15%	15%	100%							
				Rang	Volume des échanges 2016 (en MDT)	Rang	P/E 2016	Rang	Div yield 2016	Rang	Croi. Moy. 15	Rang	ROE 2016	Rang	Gearing 2016	Rang	% CA export	Rang	% Charge import	Rang	Score total
1	UNIMED		292,5	10	68,0	5	20,5	22	3,3%	23	19,1%	9	18,2%	11	-16%	10	40%	12	60%	28	15,0
2	EURO-CYCLES		330,9	8	93,4	3	21,2	24	2,4%	31	15,2%	13	57,2%	4	-29%	9	80%	5	85%	42	16,3
2	SFBT		2 280	1	272,0	1	16,3	17	3,6%	19	0,7%	30	18,3%	10	-16%	11	9%	24	50%	25	16,3
4	SOTUV		88,1	21	15,4	15	14,4	14	5,9%	7	16,0%	11	13,2%	16	90%	32	57%	9	40%	24	16,6
5	SAH		595,0	4	68,4	4	21,0	23	2,2%	32	11,5%	19	17,2%	13	28%	24	50%	10	60%	28	17,6
6	OTH		455,6	5	9,5	21	18,5	20	2,9%	28	35,2%	7	9,6%	24	7%	16	75%	6	70%	33	18,0
7	ARTES		298,7	9	60,1	7	9,2	2	7,4%	3	5,4%	26	20,7%	9	-105%	3	0	33	100%	48	18,1

## Scoring des banques

Nous avons choisi de classer les banques en fonction de leurs ratios prudentiels. Pour cela nous utilisons, le ratio de solvabilité (rapport entre les fonds propres de la banque et ses engagements) .Le deuxième ratio est le taux des créances classées qui exprime le pourcentage des créances douteuses et litigieuses par rapport au total des engagements. Puis, dernier ratio, le taux de cou-

verture de ces créances classées par des provisions. Le deuxième critère est celui de la productivité et de la rentabilité à travers le coefficient d'exploitation (charges d'exploitation/PNB) et du ROE (Return On Equity) ainsi que la croissance moyenne des bénéfices entre 2014 et 2016. Enfin des critères de valorisation sont ajoutés à notre scoring à savoir, le P/E 2016 et le rendement en dividende 2016.

Banque	Ratios prudentiels 2015						Ratios de productivité et de rentabilité 2016						Ratios boursiers 2016				Score	Rang
	Ratio de solvabilité	Rang	TCC	Rang	TCCC	Rang	Coeff. Ex-ploitat	Rang	ROE	Rang	Cr. Moy. 16/15	Rang	P/E	Rang	Div yield	Rang		
ATTIJARI BANK	11,3%	8	8,7%	4	89,7%	1	51,5%	5	21,01%	1	17,66%	6	10,7	7	5,8%	1	33	1
BIAT	10,9%	9	6,7%	2	68,5%	6	49,0%	4	19,93%	2	19,29%	4	9,2	5	4,5%	3	35	2
ATB	12,8%	4	7,6%	3	78,7%	4	57,6%	6	10,69%	7	7,27%	8	7,2	2	5,7%	2	36	3
UBCI	11,7%	6	6,6%	1	80,1%	2	64,0%	8	12,13%	5	17,78%	5	12,8	8	4,4%	5	40	4
UIB	11,4%	7	9,9%	6	79,6%	3	47,6%	3	18,65%	3	15,07%	7	8,3	4	3,0%	7	40	4
BH	10,3%	10	17,5%	8	73,0%	5	63,0%	7	17,43%	4	28,28%	3	7	1	2,7%	8	46	6
BT	16,4%	1	9,1%	5	63,1%	9	38,9%	1	11,57%	6	-1,20%	9	16,3	10	3,8%	6	47	7
AMEN BANK	12,6%	5	15,1%	7	65,1%	8	43,0%	2	8,77%	8	-13,01%	11	9,4	6	4,5%	3	50	8
STB	13,5%	3	30,3%	11	67,9%	7	65,0%	9	5,51%	10	124,8%	1	15,3	9	0,0%	9	59	9
BTE	15,3%	2	17,7%	9	40,9%	11	71,6%	11	2,58%	11	99,61%	2	19,8	11	0,0%	9	66	10
BNA	10,1%	11	24,8%	10	57,4%	10	70,1%	10	8,63%	9	-6,50%	10	7,2	2	0,0%	9	71	11

## Scoring des assurances

Assurance	Capitalisation	Rang	Volume	Rang	Produits des placements	Rang	ROE	Rang	Cr. Moy. 16/15 15/14	Rang	P/E	Rang	Div yield	Rang	Score	Rang
STAR	276,9	1	10,2	2	49,5	1	8,44%	4	11,02%	1	9,5x	1	2,9%	3	13	1
TUNIS RE	169,8	2	9,9	3	16,0	2	9,35%	3	6,90%	2	13,0x	3	5,9%	1	16	2
ASTREE	144,0	3	1,7	4	13,9	3	9,90%	2	0,07%	4	12,5x	2	5,6%	2	20	3
SALIM	106,4	4	32,2	1	4,5	4	12,58%	1	6,23%	3	17,7x	4	2,5%	4	21	4

Parmi les sociétés d'assurances cotées, nous avons décidé d'en intégrer une dans notre portefeuille de 2017. Ainsi la capitalisation et le volume d'échange représentent les deux critères de taille. Le P/E et le Div yield sont les critères de valorisation. Pour la rentabilité nous avons choisi le ratio de rentabilité des fonds propres (ROE) et la croissance moyenne des bénéfices entre

2014 et 2016. Le dernier critère est celui des produits de placement qui constitue la source des revenus la plus récurrente.

La STAR ressort première d'après notre modèle de scoring et sera ainsi la dixième valeur de notre portefeuille 2017.

*Nota Bene : Pour le choix de notre portefeuille 2017, nous avons écarté le secteur du leasing du fait de la forte concurrence qui en ressort et qui impacte négativement le taux de sortie notamment avec la percée importante des banques islamiques. De surcroît, la forte appréciation des taux longs survenue en 2016 a pour conséquence le renchérissement de coûts des ressources des sociétés de leasing.*

## ATTIJARI BANK

La banque continue à tirer profit de son efficace plan commercial. Elle se retrouve aujourd'hui avec un portefeuille crédit sain lui permettant de dégager un bénéfice conséquent. Côté distribution de dividende, le rendement en dividende de l'action est le plus généreux du secteur avec 5,8% contre 4% pour l'ensemble du secteur bancaire.

ATTIJARI BANK		Code ISIN TN0001600154	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2015	un an glissant	2014	2015	2016	2017p					
Variation	1,3%	21,9%	19,4%	TCC	7,8%	8,7%	7,1%	6,8%				
+Haut	27,390DT	28,100DT	28,100DT	TCCC	84,9%	89,7%	85,0%	85,0%				
+Bas	26,900DT	22,200DT	22,200DT	Coef. d'exp	51,5%	53,0%	51,5%	50,5%				
Risque	3 mois	6 mois	un an	R. solvabilité	10,9%	11,3%	-	-				
Bêta	1,02	0,64	0,80	PNB (en MDT)	278,9	301,4	334,0	368,9				
Volatilité	10,15%	10,17%	12,96%	EBIT (en MDT)	121,0	165,8	168,0	183,5				
Ratios	2014	2015	2016p	Résultat net (en MDT)	74,4	95,6	102,0	115,4				
P/E	14,6x	11,4x	10,7x	BPA (en DT)	1,872	2,405	2,566	2,904				
Div Yield	5,5%	5,5%	5,8%	DPA (en DT)	1,500	1,500	1,600	1,700				
P/B	2,7x	2,5x	2,4x	Pay out	80,7%	65,4%	71,1%	69,3%				
				ROE	17,7%	20,9%	21,0%	22,2%				

Malgré les difficultés auxquelles fait face le secteur de distribution automobile, les indicateurs financiers de la société continuent à octroyer une place privilégiée pour ARTES. Les ratios de valorisation font du titre un placement alléchant et totalement défensif.

ARTES		Code ISIN TN0007300015	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2015	un an glissant	2014	2015	2016	2017p					
Variation	-1,1%	37,8%	39,4%	BFR (en MDT)	10,2	-12,8	-14,3	-17,3				
+Haut	8,000DT	8,480DT	8,480DT	Dettes nettes (en MDT)	-100,7	-137,2	-164,6	-193,4				
+Bas	7,810DT	5,510DT	5,460DT	Gearing	-79,8%	-96,8%	-104,7%	-109,6%				
Risque	3 mois	6 mois	un an	CA (en MDT)	202,4	198,3	220,0	242,0				
Bêta	-0,44	-0,01	0,74	EBITDA (en MDT)	28,3	33,9	35,6	37,9				
Volatilité	12,86%	13,13%	18,58%	EBIT (en MDT)	28,3	33,1	35,1	37,4				
Ratios	2014	2015	2016p	Résultat net (en MDT)	27,3	32,5	32,6	36,0				
P/E	10,9x	9,2x	9,2x	BPA (en DT)	0,714	0,851	0,852	0,941				
Div Yield	5,8%	7,3%	7,4%	DPA (en DT)	0,450	0,570	0,580	0,600				
P/B	3,3x	2,8x	2,7x	Pay out	79,9%	78,7%	76,8%	-				
				ROE	21,9%	23,3%	20,7%	20,4%				

## BIAT

Le leader du secteur possède des ratios de valorisation attractifs avec 9,3x ses bénéfices de 2016 et un rendement en dividende de 4,4% contre un profil risque faible. La banque devrait dans l'avenir consolider sa position nationale tout en cherchant à s'exporter sur son continent.

BIAT		Code ISIN TN0001800457	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2015	un an glissant	2014	2015	2016	2017p					
Variation	2,0%	22,7%	22,6%	TCC	7,4%	6,7%	-	-				
+Haut	89,750DT	90,900DT	90,900DT	TCCC	70,8%	68,5%	-	-				
+Bas	87,990DT	71,990DT	70,200DT	Coef. d'exp	50,6%	49,9%	49,0%	48,5%				
Risque	3 mois	6 mois	un an	R. solvabilité	10,6%	10,9%	-	-				
Bêta	0,93	1,27	0,82	PNB (en MDT)	535,6	579,9	638,2	676,8				
Volatilité	9,83%	12,72%	15,94%	EBIT (en MDT)	168,0	229,3	265,1	288,0				
Ratios	2014	2015	2016p	Résultat net (en MDT)	116,6	146,8	165,6	180,7				
P/E	13,1x	10,4x	9,2x	BPA (en DT)	6,859	8,635	9,741	10,629				
Div Yield	3,3%	4,5%	4,5%	DPA (en DT)	3,000	4,000	4,000	4,100				
P/B	2,3x	2,0x	1,8x	Pay out	49,8%	56,1%	58,4%	77,4%				
				ROE	17,0%	18,8%	19,9%	20,6%				

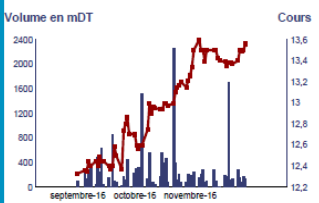
## EURO-CYCLES

L'industriel tunisien déploie tous ses efforts pour diversifier ses clients historiquement concentrés en Angleterre pour attirer de nouveaux donneurs d'ordres européens et américains. La société devrait profiter d'un prix plus compétitif grâce à la baisse du taux de change du dinar par rapport aux monnaies étrangères.

EURO-CYCLES		Code ISIN TN0007570013	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2015	un an glissant	2014	2015	2016	2017p					
Variation	0,2%	84,3%	93,2%	BFR (en MDT)	11,3	8,9	12,3	16,0				
+Haut	41,180DT	48,780DT	48,780DT	Dettes nettes (en MDT)	-8,7	-6,9	-8,6	-10,3				
+Bas	40,700DT	23,202DT	22,716DT	Gearing	-34,3%	-30,0%	-29,0%	-28,7%				
Risque	3 mois	6 mois	un an	CA (en MDT)	65,1	74,8	83,8	90,1				
Bêta	1,50	1,10	0,91	EBITDA (en MDT)	10,8	13,7	18,1	20,7				
Volatilité	17,54%	18,27%	28,15%	EBIT (en MDT)	10,2	13,1	17,3	19,7				
Ratios	2014	2015	2016p	Résultat net (en MDT)	11,3	13,3	16,6	20,0				
P/E	29,3x	24,9x	21,2x	BPA (en DT)	1,394	1,642	2,049	2,469				
Div Yield	2,5%	3,4%	2,4%	DPA (en DT)	1,014	1,400	1,000	1,050				
P/B	15,2x	12,4x	11,4x	Pay out	52,7%	58,2%	60,0%	-				
				ROE	44,7%	57,6%	57,2%	55,7%				

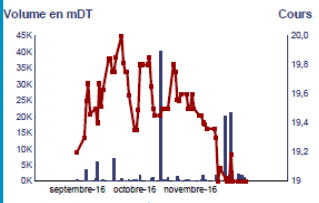
## SAH

Après avoir maîtriser les marchés maghrébins, la société des articles hygiéniques s'oriente vers l'Afrique subsaharienne et installe sa première usine en Côte d'Ivoire afin de répliquer sa success story dans une région à fort potentiel.

SAH		Code ISIN TN0007610017	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>BIENS DE CONSOMMATION</b> Principaux actionnaires		Cours du 30/12/2016 <b>13,560 DT</b>			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2015	un an glissant	BFR (en MDT)	2014	2015	2016	2017p
JM HOLDING 67,0% SSB PIC SOM FRONTIER 6,1% Part. étrangère 20,0% Fonds propres 139,3 MDT Nombre d'actions 43,9 Mi Valeur nominale 1,0 DT					<b>Acheter</b>	Capitalisation boursière <b>595,0 MDT</b> Vol. des transactions hebdo. <b>804,2 MDT</b>	Variation	1,4%	42,7%	44,1%	Dette nette (en MDT)	62,6	50,2
					+Haut	13,560DT	13,600DT	13,600DT	Gearing	44,9%	32,6%	27,8%	23,6%
					+Bas	13,400DT	9,415DT	9,385DT	CA (en MDT)	289,8	323,0	358,6	390,8
					Risque	3 mois	6 mois	un an	EBITDA (en MDT)	46,2	56,3	63,2	67,8
					Béta	0,31	0,55	0,96	EBIT (en MDT)	30,4	39,4	44,2	46,5
					Volatilité	10,56%	14,04%	19,05%	Résultat net (en MDT)	17,7	26,4	28,4	32,8
					Ratios	2014	2015	2016p	BPA (en DT)	0,403	0,602	0,647	0,748
					P/E	33,6x	22,5x	21,0x	DPA (en DT)	0,202	0,285	0,300	0,310
					Div Yield	1,5%	2,1%	2,2%	Pay out	54,5%	47,0%	55,8%	-
					P/B	5,0x	4,3x	4,3x	ROE	13,8%	18,4%	17,2%	18,4%

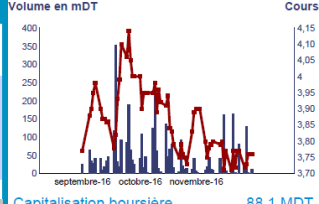
## SFBT

Le leader national des boissons et principale capitalisation de la BVMT continue à profiter de sa position quasi-monopolistique lui permettant même d'impacter la hausse du prix du sucre directement sur les prix de vente. Le titre présente toujours une bonne opportunité de placement.

SFBT		Code ISIN TN0001100254	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>IND. AGRO-ALIMENTAIRES</b> Principaux actionnaires		Cours du 30/12/2016 <b>19,000 DT</b>			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2015	un an glissant	BFR (en MDT)	2014	2015	2016	2017p
Groupe CASTEL 52,6% BNA PARTICIPATIONS 10,2% Part. étrangère 61,2% Fonds propres 409,2 MDT Nombre d'actions 120,0 Mi Valeur nominale 1,0 DT					<b>Acheter</b>	Capitalisation boursière <b>2 280,0 MDT</b> Vol. des transactions hebdo. <b>5 700,5 MDT</b>	Variation	0,0%	-1,3%	-0,1%	Dette nette (en MDT)	-72,7	-132,2
					+Haut	19,000DT	23,150DT	23,150DT	Gearing	-11,6%	-18,9%	-15,7%	-14,0%
					+Bas	19,000DT	19,000DT	18,871DT	CA (en MDT)	870,9	866,5	914,2	960,0
					Risque	3 mois	6 mois	un an	EBITDA (en MDT)	218,2	233,1	254,3	265,2
					Béta	1,28	2,02	2,30	EBIT (en MDT)	163,7	171,3	184,4	186,0
					Volatilité	9,96%	14,47%	21,15%	Résultat net (en MDT)	128,2	148,9	140,0	150,3
					Ratios	2014	2015	2016p	BPA (en DT)	1,068	1,241	1,167	1,253
					P/E	17,8x	15,3x	16,3x	DPA (en DT)	0,650	0,650	0,680	0,680
					Div Yield	3,4%	3,4%	3,6%	Pay out	64,9%	69,4%	72,3%	-
					P/B	6,2x	5,6x	5,1x	ROE	22,5%	23,0%	18,3%	17,6%

## SOTUVER

Les récents investissements réalisés pour la rénovation des deux fours ont donné une nouvelle taille à la société lui permettant d'utiliser des combustibles moins chers et une capacité de production en hausse.

SOTUVER		Code ISIN TN0006560015	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>AUTRES INDUSTRIES</b> Principaux actionnaires		Cours du 30/12/2016 <b>3,760 DT</b>			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2015	un an glissant	BFR (en MDT)	2014	2015	2016	2017p
Compagnie Financière d'Investiss 81,8% Part. étrangère 0,1% Fonds propres 44,0 MDT Nombre d'actions 23,4 Mi Valeur nominale 1,0 DT					<b>Acheter</b>	Capitalisation boursière <b>88,1 MDT</b> Vol. des transactions hebdo. <b>157,4 MDT</b>	Variation	-0,3%	35,0%	41,8%	Dette nette (en MDT)	30,6	38,8
					+Haut	3,760DT	4,140DT	4,140DT	Gearing	71,7%	88,1%	90,0%	89,1%
					+Bas	3,720DT	2,730DT	2,660DT	CA (en MDT)	44,6	50,2	54,5	61,0
					Risque	3 mois	6 mois	un an	EBITDA (en MDT)	14,2	15,8	16,7	18,0
					Béta	1,46	1,11	0,71	EBIT (en MDT)	6,6	9,3	9,8	11,0
					Volatilité	20,84%	22,27%	27,89%	Résultat net (en MDT)	4,3	6,1	6,1	8,0
					Ratios	2014	2015	2016p	BPA (en DT)	0,185	0,260	0,260	0,341
					P/E	20,3x	14,4x	14,4x	DPA (en DT)	0,200	0,210	0,220	0,220
					Div Yield	5,3%	5,6%	5,9%	Pay out	100,7%	80,7%	84,5%	65,0%
					P/B	2,1x	2,0x	1,9x	ROE	10,1%	13,9%	13,4%	16,9%



## STAR

La compagnie d'assurance possède un important portefeuille de placement qui produit des revenus récurrents couvrants les aléas de l'activité d'assurance. Plus de 95% du chiffre d'affaires de la société provient de l'assurance non vie laissant encore de la marge pour exploiter l'activité vie à travers son large réseau d'agences.

STAR		Code ISIN TN0006060016	Indicateurs boursiers	Indic. financiers						
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> ASSURANCES <b>Principaux actionnaires</b> ETAT TUNISIEN 38,6% GROUPAMA SA 35,0% Part. étrangère 41,7%		<b>Cours du 30/12/2016</b> <b>120,000 DT</b> <b>Consolider</b>	<b>Perf.</b> Variation 0,0% +Haut 120,000DT +Bas 118,000DT <b>Risque</b> Bêta 0,30 Volatilité 15,38% <b>Ratios</b> P/E 12,4x Div Yield 2,8% P/B 1,0x	<b>depuis le 31/12/2015</b> -16,8% 165,800DT 116,000DT <b>6 mois</b> 0,29 13,82% 14,3x 7,7% 0,9x	<b>un an glissant</b> -16,9% 165,800DT 116,000DT <b>un an</b> 0,48 15,59% 9,5x 2,9% 0,9x	Primes émises (en MDT) 288,2 Sinistres réglés (en MDT) 174,2 % CA vie 3,3% % CA non vie 96,7% CA (en MDT) 75,1 Résultat technique (en MDT) 17,0 Résultat net (en MDT) 22,3 BPA (en DT) 9,663 DPA (en DT) 3,400 Pay out 35,2% ROE 8,3%	2014 2015 2016 2017p	305,5 231,0 4,0% 96,0% 308,4 16,9 19,3 8,363 9,200 109,9% 6,5%	339,2 205,1 4,1% 95,9% 339,2 21,2 29,2 12,653 3,500 27,7% 9,2%	350,0 295,0 4,5% 95,5% 950,0 31,1 29,2 12,653 3,500 27,7% 9,0%

## ONE TECH

La holding industrielle réalise plus des 3/4 de son chiffre d'affaires à l'export lui conférant une position avantageuse. Ses bénéfices devraient connaître une forte croissance pour ce dernier exercice.

ONE TECH HOLDING		Code ISIN TN0007530017	Indicateurs boursiers	Indic. financiers						
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> AUTRES INDUSTRIES <b>Principaux actionnaires</b> SELLAMI Moncef 31,9% SELLAMI SLIM 9,9% Part. étrangère 22,4%		<b>Cours du 30/12/2016</b> <b>8,500 DT</b> <b>Acheter</b>	<b>Perf.</b> Variation 3,7% +Haut 8,590DT +Bas 8,300DT <b>Risque</b> Bêta -0,09 Volatilité 18,97% <b>Ratios</b> P/E 20,1x Div Yield 2,6% P/B 2,2x	<b>depuis le 31/12/2015</b> 24,6% 8,590DT 6,425DT <b>6 mois</b> 0,14 17,87% 29,0x 2,6% 1,9x	<b>un an glissant</b> 24,6% 8,590DT 6,425DT <b>un an</b> 0,19 17,25% 18,5x 2,9% 1,9x	BFR (en MDT) 146,2 Dette nette (en MDT) 15,0 Gearing 5,6% CA (en MDT) 445,8 EBITDA (en MDT) 44,5 EBIT (en MDT) 29,0 Résultat net (en MDT) 22,7 BPA (en DT) 0,424 DPA (en DT) 0,225 Pay out 85,5% ROE 9,2%	2014 2015 2016 2017p	136,1 18,0 4,8% 468,1 40,8 24,1 15,7 0,293 51,3% 6,1%	145,0 21,1 7,3% 543,0 57,0 38,7 24,6 0,459 0,250 51,1% 9,6%	153,8 21,1 7,3% 608,0 57,0 38,7 27,9 0,521 0,250 - 9,7%

## UNIMED

La croissance future devrait être tirée de l'expansion du laboratoire tunisien sur les marchés limitrophes et africains et ceci est validé par la volonté de la société d'acquiescer un groupe pharmaceutique en Afrique de l'Est en plus de la mise en route de sa joint-venture en Algérie.

UNIMED		Code ISIN TN0007720014	Indicateurs boursiers	Indic. financiers						
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> IND. PHARMACEUTIQUES <b>Principaux actionnaires</b> Ridha CHARFEDDINE 54,4% CTKD 12,3% Part. étrangère 16,6%		<b>Cours du 30/12/2016</b> <b>10,000 DT</b> <b>Acheter</b>	<b>Perf.</b> Variation 0,0% +Haut 10,100DT +Bas 9,900DT <b>Risque</b> Bêta 1,08 Volatilité 20,91% <b>Ratios</b> P/E 23,6x Div Yield - P/B 4,2x	<b>depuis le 31/12/2015</b> 4,5% 11,903DT 9,590DT <b>6 mois</b> 0,83 21,80% 22,4x 3,1% 4,0x	<b>un an glissant</b> 4,5% 11,903DT 9,590DT <b>un an</b> 0,57 28,32% 20,5x 3,3% 3,7x	BFR (en MDT) 24,8 Dette nette (en MDT) -7,7 Gearing -11,2% CA (en MDT) 57,6 EBITDA (en MDT) 23,3 EBIT (en MDT) 14,4 Résultat net (en MDT) 12,4 BPA (en DT) 0,423 DPA (en DT) - Pay out 0,0% ROE 17,9%	2014 2015 2016 2017p	26,9 -10,0 -13,6% 59,5 23,1 16,5 13,1 0,447 0,310 57,4% 17,8%	21,7 -12,8 -16,3% 64,9 24,3 18,5 14,3 0,489 0,330 56,4% 18,2%	15,8 -16,3 -19,1% 75,0 27,6 21,7 18,4 0,629 - 0,0% 21,7%

## Synthèse de nos recommandations

Les valeurs à Acheter	Les valeurs à Conserver
MONOPRIX	SIMPAR
ARTES	LAND'OR
DELICE HOLDING	MPBS
SFBT	SOTEMAIL
ADWYA	AIR LIQUIDE
UNIMED	ICF
SOMOCER	OFFICE PLAST
EUROCYCLES	SOTIPAPIER
NEW BODY LINE	SERVICOM
SAH	CELLCOM
ONE TECH HOLDING	TELNET
PGH	TGH
SOTUVER	UADH
TPR	SITS
ATB	ALKIMIA
ATTIJARI BANK	SOTRAPIL
BIAT	AMEN BANK
BH	BNA
STAR	UBCI
Les valeurs à Renforcer	Les valeurs à Alléger
MAGASIN GENERAL	SIPHAT
CEREALIS	GIF-FILTER
SOPAT	SIAME
CIMENTS DE BIZERTE	HEXABYTE
ASSAD	ESSOUKNA
SOTUMAG	SOTETEL
CITY CARS	BTE
ENNAKL	STB
CARTHAGE CEMENT	WIFACK INT BANK
BT	BEST LEASE
UIB	Les valeurs à Vendre
ATL	AMS
ATTIJARI LEASING	ELBENE INDUSTRIE
CIL	ELECTROSTAR
TUNISIE LEASING	STIP
ASSURANCES SALIM	AETECH
TUNIS RE	STEQ
SPDIT-SICAF	TUNISAIR

**Férid Ben Brahim** Directeur Général

**Mehdi Dhifallah** Responsable études et recherches

**Jihen Ellouze Khlif** Analyste financier

**Boubaker Rekik** Analyste financier

## Définition des recommandations

RECOMMANDATION	
<b>Acheter</b>	Passer à l'achat.
<b>Consolider</b>	Il existe un potentiel d'appréciation de la valeur.
<b>Conserver</b>	Les investisseurs qui en possèdent n'ont pas intérêt à la vendre.
<b>Alléger</b>	Prendre ses bénéfices pour ceux qui possèdent le titre.
<b>Vendre</b>	Passer à la vente

## Syllabus

RATIOS BOURSIERS	
<b>Div Yield</b>	Dividend yield (le rendement en dividende), est le dividende par action rapporté au prix de l'action, exprimé en pourcentage.
<b>P/E</b>	Le Price Earning Ratio (PER, ou P/E), est le cours de l'action rapporté à son bénéfice par action, exprimé en nombre de fois (x).
<b>P/B</b>	Le Price to Book Ratio (PBR, ou P/B), est le cours de l'action rapporté aux fonds propres par action, exprimé en nombre de fois (x).
INDICATEURS RISQUE	
<b>Bêta</b>	Le Beta ( $\beta$ ) est un coefficient de corrélation entre un titre et un indice. Il mesure la sensibilité de ce titre par rapport à cet indice.
<b>Volatilité</b>	La volatilité mesure les amplitudes des variations du cours d'un actif financier.
INDICATEURS FINANCIERS	
<b>BPA</b>	Le Bénéfice par action, est le bénéfice divisé par le nombre d'actions en circulation.
<b>BFR</b>	Le besoin en fonds de roulement (BFR) désigne le besoin en trésorerie rendu nécessaire du fait de l'activité d'une entreprise.
<b>CA</b>	Le chiffre d'affaires, représente le total des ventes de biens ou de services facturées sur un exercice.
<b>Coef. d'Exp.</b>	Le coefficient d'exploitation, est le rapport entre les charges d'exploitations (frais de personnel, dotations aux amortissements et frais généraux) et le PNB le produit net bancaire.
<b>DPA</b>	Le dividende par action.
<b>EBIT</b>	Earnings before interest and taxes, est le résultat avant intérêts et impôts. (Résultat d'exploitation)
<b>EBITDA</b>	Earnings before interest and taxes dépréciation and amortization, est le résultat avant intérêts, impôts, provisions et amortissements. (Excédent brut d'exploitation)
<b>GEARING</b>	Le gearing (le levier financier), désigne le ratio d'endettement d'une société. C'est le rapport des dettes nettes rapportées aux capitaux propres.
<b>Pay Out</b>	Le pay out ratio, est le taux de distribution des bénéfices. Il est calculé en divisant le montant des dividendes distribués par les bénéfices nets.
<b>PNB</b>	Le produit net bancaire. désigne la valeur ajoutée créée par l'activité de la banque.
<b>ROE</b>	Le return on equity (ROE), est le rapport entre le résultat net et les fonds propres.
<b>TCC</b>	Le taux des créances classées, est le rapport entre les créances douteuses et litigieuses et le total des engagements de l'établissement de crédit.
<b>TCCC</b>	Le taux de couverture des créances classées, est le rapport entre le montant total des provisions pour créances douteuses et le portefeuille risqué.

Important : Les informations et les données contenues dans le présent document sont la propriété de l'AFC. Ce document ne peut pas être copié ou distribué sans son autorisation expresse. Les données ne sont pas garanties comme étant exactes, complètes ou à jour. AFC n'est pas responsable de tout dommage ou perte découlant de l'utilisation de ce document et des renseignements qui y sont contenues.