



# Stratégie pour 2018

# AFC

المستشارون الماليون العرب

Intermédiaire en Bourse

Groupe **ATB**

Janvier 2018

*« Ce n'est pas parce que les choses sont difficiles que nous n'osons pas, c'est parce que nous n'osons pas qu'elles sont difficiles » – Sénèque*

## INDICATEURS MACRO-ECONOMIQUES

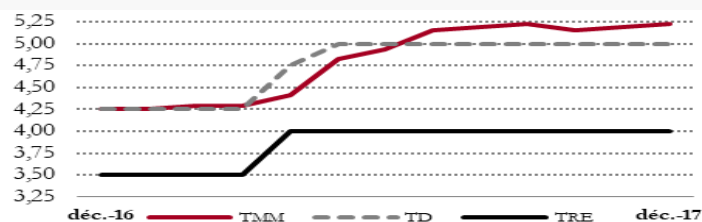
### Evolution du PIB

Secteur	Année 2016	3 T 2016	3 T 2017
Agriculture et pêche	-8,1%	-8,2%	2,7%
Industrie manufacturière	0,8%	1,4%	0,6%
Industrie non manufacturière	-2,2%	-2,4%	-3,5%
Services marchands	2,9%	2,4%	4,0%
Services non marchands	2,7%	3,1%	0,3%
<b>PIB</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,9%</b>

### Evolution de la balance des paiements

Facteurs	Année 2016	3 T 2016	3 T 2017
<b>Opérations courantes</b>	<b>-8118,8</b>	<b>-5710,1</b>	<b>-7163,0</b>
Marchandises (FOB)	-10323,4	-7661,1	-9495,2
Services	520,6	685,9	934,0
Revenus de facteurs	1167,4	903,4	1009,6
Transferts courants	516,6	361,7	388,6
<b>Opérations en capital &amp; financières</b>	<b>6975,4</b>	<b>4284,1</b>	<b>7311,9</b>
Opérations en capital	203,5	33,3	83,7
Investissements directs	1909,6	846,9	1441,3
Investissements de portefeuille	-122,1	-144,3	-104,0
Autres investissements	4984,4	3548,2	5890,9
<b>S O L D E G E N E R A L</b>	<b>-1143,4</b>	<b>-1426,0</b>	<b>148,9</b>

### Evolution des taux monétaires



### Evolution de la liquidité du marché financier

(en MDT)	Actuel (10/01/2018)	Une année auparavant (06/01/2017)
Volume de refinancement BCT	11 649	7 251
Billets et monnaie en circulation	11 627	10 178

L'économie tunisienne a connu durant les neuf premiers mois de l'année 2017 une amélioration de son activité avec une hausse de 1,9% du PIB en glissement annuel. Cette croissance a été principalement soutenue par les services marchands, l'agriculture et la pêche.

Sur un an glissant, les prix à la consommation à fin décembre 2017 ont enregistré une augmentation de 6,4%, contre 4,2% en 2016. Tous les secteurs d'activités ont connu une tendance inflationniste. Nous retiendrons principalement la hausse de 8,3% en glissement annuel des produits alimentaires et des boissons ainsi que la montée de 5,9% des prix des transports.

Le déficit budgétaire (hors don, privatisation et confiscation) s'est amplifié au terme des dix premiers mois de 2017 pour atteindre 4 420 MDT contre 3 792 MDT un an auparavant. Le financement de ce déficit a été assuré à hauteur de 88% par des ressources extérieures nettes contre 48% à fin Octobre 2016.

Durant 2017, les importations ont augmenté de 19,8% alors que les exportations ont progressé de 18,1%, induisant un creusement du déficit commercial qui passe de 12,6 milliards de dinars en 2016 à 15,59 milliards de dinars en 2017. Le taux de couverture a perdu 100 points de base passant de 69,8% fin décembre 2016 à 68,8% fin décembre 2017.

Les recettes touristiques ont atteint 2 579 MDT au 30/11/2017, soit une progression de 16,3% par rapport à fin Novembre 2016. Hors effet de change, la hausse des recettes touristiques aurait été de 1,9%.

Le déficit courant annuel est estimé à au moins 10% du PIB pour toute l'année 2017 contre 8,8% en 2016, ce qui maintiendra une certaine pression sur le marché des changes souffrant lui-même d'un déficit de ressources en devises. Toutefois, le solde général de la balance des paiements est passé d'un déficit de 1 426 MDT en Septembre 2016 à un excédent de 148,9 MDT en Septembre 2017 grâce à l'amélioration des flux des IDE (+595 MDT) et à la mobilisation d'importantes ressources extérieures.

Sur le front monétaire, le dernier TMM mensuel s'établit à 5,23%. Toutefois le TMM au jour le jour a atteint 5,6% au cours du mois de janvier 2018, soit une progression de 37 points de base par rapport à son niveau du mois de décembre 2017. Cette hausse est la résultante de la modification du spread des taux de facilité permanente de crédits et de dépôts qui passe de 25 points de base à 100 points de base sans pour autant impacter le taux directeur de la BCT. Notons également que pour contenir l'inflation, la BCT a décidé de relever de 100 points de base le taux minimum de rémunération de l'épargne (TRE) pour le porter à 5% à partir du mois de janvier 2018.

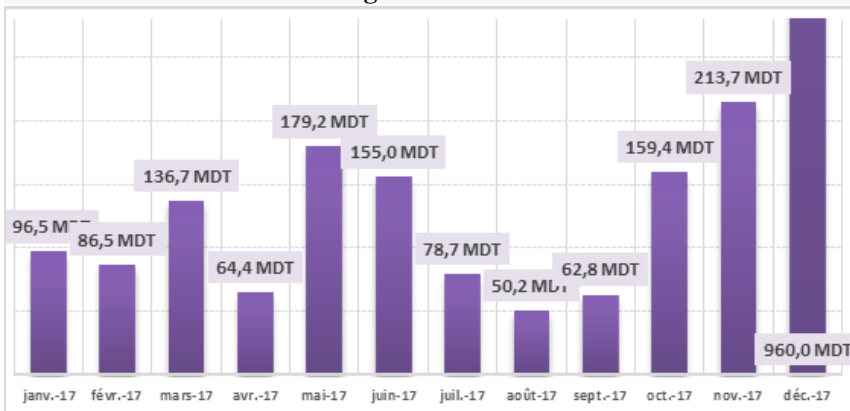
**En conclusion et pour signaler les principaux « drivers » de 2018:** l'inflation qui s'accélère, le financement principalement par l'endettement extérieur du déficit budgétaire, par conséquent une hausse de l'endettement extérieur du pays de 30% en 2017, un endettement public total de 70 % du PIB contre 40% en 2010 et une monnaie qui ne cesse de dériver.



**Evolution du Tunindex 2012-2017**



**Evolution des volumes d'échanges en 2017**



**Palmarès boursier en 2017**

plus fortes hausse		plus fortes baisse		plus gros volumes	
Valeur	Var	Valeur	Var	Valeur	en MDT
TELNET	72,3%	CELLCOM	-68,3%	DELICE H	815 224
MG	60,8%	SERVICOM	-67,1%	SFBT	177 770
SOTUVER	60,5%	UADH	-47,1%	CC	110 064
OTH	60,0%	AETECH	-45,6%	SAH	78 653
PGH	53,8%	STIP	-44,2%	ECYCL	66 082
ASTREE	50,8%	SOPAT	-40,3%	PGH	63 903
ASSAD	50,0%	AMS	-38,3%	STPAP	58 752
SAH	43,0%	SAM	-38,1%	TELNET	54 468

Au terme de cette présentation macroéconomique déprimante de l'année 2017, le fait que le Tunindex progresse de 14,45% devrait sembler incongru et incompréhensible. D'autant plus que pour la première fois depuis 2010 l'indice phare de la bourse de Tunis augmente deux années de suite. Traduisant la difficulté de notre monnaie, exprimé en devises, le Tunindex valorisé en euro, a enregistré un recul de 5,41% alors qu'en dollar américain il gagne 7,73%. Cette mauvaise performance de notre marché pour les investisseurs internationaux explique aussi la baisse de la part des étrangers dans notre marché qui passe de 24,45% en 2016 à 23,31% en 2017. Ces investisseurs étrangers ont acheté pour 192 millions de dinars d'actions en 2017 et ont vendu pour 346 millions de dinars.

Jusqu'à l'avant-dernier jour de décembre 2017 nous nous acheminons vers une baisse de 12% des volumes de transactions sur les actions à la bourse de Tunis. Le dernier jour une transaction de bloc de plus de 800 millions de dinars a permis aux transactions de 2017 de progresser de 36%! Ceci est écrit pour comprendre que les volumes de 2017 ont été globalement mauvais durant les 251/252 jours de l'année.

Les valeurs qui ont progressé cette année sont principalement celles qui ont bénéficié de la dérive « dinar/euro » donc exportatrices de biens et services facturant en € et comptabilisant en TND (Telnet, Sotuver, SAH) et celles qui ont connu des opérations les concernant (MG, Assad, Poulina GH). Pour les baisses, la grille de lecture est celle de sociétés qui dépendent du paiement de l'Etat (Servicom) ou celles dont l'activité est aussi liée aux autorisations des pouvoirs publics (UADH) ou qui sortent d'opérations de restructurations (STIP, SOPAT).

## BILAN DE NOS PORTEFEUILLES EN 2017 ET FONDEMENT DE NOS RECOMMANDATIONS 2018

### Portefeuille recommandé AFC au premier semestre

Portefeuille recommandé AFC au premier semestre		Portefeuille recommandé AFC au premier semestre	
ARTES	5,6%	ASSAD	25,0%
ATTIJARI BANK	30,3%	ATB	1,4%
BIAT	20,4%	ATTIJARI BANK	8,1%
EURO-CYCLES	-16,4%	BH	-14,1%
OTH	20,1%	BIAT	17,2%
SAH	19,3%	OTH	34,1%
SFBT	16,7%	SAH	19,8%
SOTUV	25,0%	SFBT	1,5%
STAR	8,1%	SOTUV	27,6%
UNIMED	-7,4%	TPR	26,6%
<b>Portefeuille</b>	<b>12,17%</b>	<b>Portefeuille</b>	<b>14,7%</b>
<b>TUNINDEX</b>	<b>9,73%</b>	<b>TUNINDEX</b>	<b>4,3%</b>

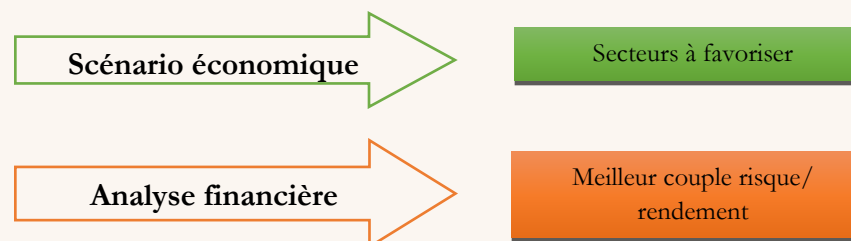
**Performance Globale** **28,69%**  
**Tunindex Year-To-Date** **14,45%**

### Perspectives des bénéfices par secteur

(En MDT)	Bénéfices	VAR	Bénéfices	VAR	Bénéfices	VAR	Bénéfices	TCAM
Secteur	2016	17/16	2017 e	18/17	2018 p	19/18	2019 p	19/16
Bancaire	906,0	11%	1004,4	14%	1148,4	7%	1225,1	11%
Agroalimentaire	178,0	13%	201,7	6%	213,3	7%	227,8	9%
Biens de consommation	145,7	11%	162,2	17%	190,3	6%	201,0	11%
Distribution automobile	75,4	0%	75,5	12%	84,4	11%	93,4	7%
Leasing	51,0	19%	60,8	8%	65,9	12%	73,7	13%
Assurance	50,3	14%	57,2	7%	61,3	8%	66,0	9%
Industrie	46,6	52%	70,8	17%	83,0	18%	98,2	28%
Sociétés d'investissement	18,4	10%	20,2	4%	20,9	6%	22,1	6%
Matériaux de construction	14,9	47%	21,8	30%	28,3	23%	34,8	33%
Pharmaceutique	13,8	32%	18,2	18%	21,4	19%	25,5	23%
Distribution générale	7,7	125%	17,2	28%	21,9	17%	25,7	50%
Immobilier	6,1	44%	8,7	23%	10,7	27%	13,6	31%
Autres services	10,7	42%	15,1	18%	17,8	20%	21,4	26%
Infrastructures et TP	3,7	-32%	2,5	112%	5,3	46%	7,7	28%
<b>Total</b>	<b>1528,2</b>	<b>14%</b>	<b>1736,3</b>	<b>14%</b>	<b>1973,0</b>	<b>8%</b>	<b>2136,1</b>	<b>12%</b>

Notre portefeuille recommandé du premier semestre 2017 a enregistré une performance de +12,17% au terme de ce premier semestre contre un rendement de l'indice de référence de 9,73%. Celui du second semestre signe une performance de +14,7% contre 4,3% pour le Tunindex. Ainsi la performance globale de nos portefeuilles sur une année est de 28,69% contre 14,45% pour l'indice phare du marché.

Durant les deux semestres nous avons bien arbitré entre les valeurs. Les quatre valeurs écartées du portefeuille du 1er semestre ont enregistré une contre-performance moyenne de 15,14% au cours du second semestre 2017 alors que les valeurs intégrées pour ce second semestre surperforment avec un rendement moyen de 9,73% au cours de la même période soit plus du double du Tunindex.



Notre stratégie pour le premier semestre de l'année en cours consistera à sélectionner parmi les secteurs qui seront privilégiés en 2018, des valeurs peu risquées ayant une bonne rentabilité, une valorisation attrayante et des perspectives de croissance récurrentes et prometteuses.

Pour ce portefeuille nous avons fait le choix de rétrécir la part des valeurs bancaires en la passant de 40% à 20%. Ce choix peut sembler paradoxal lorsque l'on sait que la hausse du TMM se profile et qu'elle va s'accélérer mais la situation globale peu reluisante de l'économie, l'état déliquescents des finances des PME font que les risques qui pèsent sur la qualité des crédits accordés devraient primer sur tout, d'autant plus que des enjeux de liquidité pèseront sur la grande majorité des banques.

Pour les autres valeurs, 80% du portefeuille, nous choisissons celles qui connaîtront une forte croissance peu dépendante des finances publiques ou de la demande interne mais celle qui croîtront grâce à l'export tout en conservant et améliorant leurs rentabilités économiques et financières.

## SÉLECTION DES VALEURS INDUSTRIELLES ET DE SERVICES POUR 2018

Valeur	Indicateurs de risque						Facteurs de conjoncture				Indicateurs de croissance 2017				Ratios de rentabilité 2017				Ratios boursiers 2017				Score Rang	
	Capitalisation	Rang	Volume	Rang	Gearing 2017	Rang	Rang facteur sectoriel	Rang	% CA export	Rang	Croissance bénéf 17/16	Rang	Croissance CA 17/16	Rang	ROCE 2017	Rang	marge d'EBITDA	Rang	P/E 2017	Rang	Div Yield 2017	Rang		
ECYCL	219	12	66 082	4	-34,7%	7	2	9	100%	1	9,4%	24	9,7%	24	61,5%	2	20,1%	13	13,7 x	15	5,5%	10	13	1
SFBT	2 614	1	177 770	1	-24,2%	8	1	1	5%	25	16,5%	20	6,5%	35	42,5%	4	28,1%	8	16,1 x	22	3,4%	22	15	2
TELNET	66	23	54 468	6	-21,5%	10	2	9	99%	4	42,6%	10	13,0%	12	39,8%	7	13,6%	26	15,4 x	18	4,3%	18	17	3
UNIMED	251	9	22 162	10	-22,0%	9	4	42	35%	12	27,3%	16	13,0%	11	36,2%	9	31,1%	5	17,9 x	25	2,9%	25	18	4
SOTUVER	141	15	18 773	12	100,3%	30	3	28	55%	9	40,8%	12	19,3%	5	20,8%	22	30,4%	6	15,4 x	20	4,5%	16	19	5
SAH	851	4	78 653	3	70,3%	26	2	9	46%	11	9,0%	25	12,0%	14	22,6%	20	18,1%	17	22,8 x	30	1,3%	33	20	6
ASSAD	108	19	29 845	7	101,4%	31	2	9	66%	8	137,1%	4	15,0%	8	20,2%	23	17,1%	19	16,4 x	21	1,1%	34	20	7
OTH	715	5	25 949	8	2,1%	14	3	28	78%	6	28,0%	15	10,2%	18	22,1%	21	11,1%	31	20,5 x	29	2,1%	29	21	8

Le fondement de notre démarche est le scoring. Il s'agit d'une méthode qui a fait ses preuves en multipliant les points d'entrée objectifs dans le classement des choix et en diminuant la subjectivité consanguine à l'erreur. La première série de critères concerne le « profil risque » des valeurs pour lesquelles nous avons pris en compte la taille de la société mesurée par la capitalisation, sa liquidité par le volume des transactions et le ratio d'endettement exprimé par le gearing. Le deuxième groupe de critères mesure les « facteurs conjoncturels » avec un rang sectoriel issu d'une classification de risque sectoriel; Notons que le secteur de la distribution automobile a été classé en ce moment comme le plus risqué compte tenu des restrictions imposées par les pouvoirs publics sur les importations. Le deuxième indicateur de ce groupe est le pourcentage du chiffre d'affaires exporté. Le troisième groupe rassemble les indicateurs de perspectives, il a été retenu deux taux de croissance à savoir le taux de croissance du chiffre d'affaires et du résultat net, vient ensuite le groupe de ratios de rentabilité exprimé par le ratio « Return On Capital Employed » ou ROCE qui mesure la rentabilité de tous les capitaux employés à savoir les fonds propres plus les dettes qui sont divisés par le résultat d'exploitation et la marge d'EBITDA (EBITDA/CA). Enfin le dernier groupe est relatif aux ratios boursiers avec le P/E et le dividende yield ou rendement en dividendes. A partir de là nous sélectionnons mécaniquement les 8 premières valeurs à mettre dans nos portefeuilles.

## SÉLECTION DES VALEURS FINANCIÈRES POUR 2018

Banque	Ratios prudentiels 2016				Ratios de rentabilité 2017				Ratios de liquidité au 30/09/2017				Ratios boursiers 2017				Score	Rang
	TCC	Rang	TCCC	Rang	ROE 2017	Rang	Cr. Prev. PNB 17/16	Rang	Dépôts/ crédits	Rang	% dépôts à vue + épargne/ total dépôts	Rang	P/E	Rang	Div yield	Rang		
<b>ATTIJARI BANK</b>	6,9%	3	91,0%	1	22,9%	1	14,6%	2	120,4%	1	77,7%	3	11,7 x	7	5,5%	1	19	1
<b>BIAT</b>	5,8%	1	66,2%	8	22,3%	2	14,9%	1	112,3%	3	75,0%	4	9,3 x	6	3,4%	5	30	2
<b>ATB</b>	8,1%	4	72,2%	6	11,6%	8	13,9%	4	113,5%	2	52,1%	10	5,8 x	2	5,5%	1	37	3
<b>UBCI</b>	6,2%	2	81,2%	2	10,7%	9	6,6%	8	89,2%	5	85,5%	1	14,3 x	9	2,8%	6	42	4
<b>UIB</b>	9,4%	6	77,0%	4	18,7%	3	12,3%	6	88,6%	6	64,1%	7	8,9 x	5	2,7%	7	44	5
<b>BH</b>	15,1%	7	76,2%	5	16,8%	4	11,5%	7	80,8%	10	64,8%	6	8,1 x	4	2,7%	7	50	6
<b>BT</b>	8,1%	4	70,0%	7	13,5%	6	5,6%	10	85,5%	8	69,6%	5	13,2 x	8	4,4%	4	52	7
<b>STB</b>	28,2%	10	79,5%	3	4,7%	10	12,6%	5	98,3%	4	82,6%	2	25,7 x	10	0,0%	9	53	8
<b>AMEN BANK</b>	15,4%	8	64,1%	9	12,0%	7	6,0%	9	85,6%	7	59,4%	8	6,7 x	3	4,9%	3	54	9
<b>BNA</b>	22,5%	9	51,7%	10	15,1%	5	14,6%	2	83,4%	9	58,9%	9	5,3 x	1	0,0%	9	54	9
<b>Moyenne secteur</b>	<b>12,6%</b>		<b>72,9%</b>		<b>14,8%</b>		<b>11,3%</b>		<b>95,8%</b>		<b>68,9%</b>		<b>10,4</b>		<b>4,0%</b>			

Le secteur bancaire tunisien porte encore beaucoup de défis. Un secteur atomisé et qui nécessite un renforcement des fonds propres ou des rapprochements entre banques. Les familles de critères retenus pour classer les banques sont d'abord leur solidité financière mesurée par les ratios prudentiels et la rentabilité de leurs capitaux investis.

Dans la famille des critères de risque nous avons sélectionné le ratio des créances classées qui exprime le pourcentage des créances douteuses et litigieuses par rapport au total des engagements et le ratio de couverture des ces créances par des provisions. Le deuxième groupe concerne la rentabilité mesurée par le ROE et la croissance prévisionnelle du PNB. Enfin des critères de valorisation sont ajoutés à notre scoring à savoir, le P/E 2017 et le rendement en dividende 2017.

Enfin, la situation de la liquidité est aussi préoccupante pour les banques, les dépôts sont de plus en plus rares menant à un renchérissement des rémunérations des placements. Néanmoins les banques qui disposent d'une grande part de dépôts d'épargne et à vue sont dans une situation beaucoup plus confortable et se trouvent avec des coûts de ressources plus avantageux. Dans ce contexte nous avons ajouté pour les banques compte tenu des tensions sur la liquidité, deux critères de liquidité à savoir le ratio de liquidité simple (dépôts/crédits) et la proportion des dépôts à vue et d'épargne dans le total des dépôts.

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ POUR LE PREMIER SEMESTRE 2018

Valeur	Secteur	Cours 02/01/2018	P/E 2017e	P/E 2018p	DIV YIELD 2017e	DIV YIELD 2018p	VE/EBITDA 2017e	VE/EBITDA 2018p
ATTIJARI BANK	Banque	36,60 DT	11,7 x	10,3 x	5,5%	5,7%		
BIAT	Banque	118,10 DT	9,3 x	8,1 x	3,4%	3,6%		
ASSAD	Biens de consommation	9,00 DT	16,4 x	14,6 x	1,1%	1,3%	8,1 x	7,1 x
ECYCL	Biens de consommation	26,50 DT	13,7 x	13,2 x	5,5%	5,7%	11,3 x	10,8 x
OTH	Industrie	13,20 DT	20,5 x	17,2 x	2,1%	2,2%	10,2 x	9,4 x
SAH	Biens de consommation	15,51 DT	22,8 x	20,4 x	1,3%	1,4%	13,9 x	12,5 x
TELNET	Autres services	5,86 DT	15,4 x	15,2 x	4,3%	4,8%	6,4 x	4,8 x
SOTUVER	Industrie	4,94 DT	15,4 x	14,2 x	4,5%	4,5%	9,3 x	8,7 x
SFBT	Agroalimentaire	19,40 DT	16,1 x	15,4 x	3,4%	3,4%	8,6 x	8,3 x
UNIMED	Pharmaceutique	7,85 DT	17,9 x	15,0 x	2,9%	3,1%	14,0 x	11,6 x
<b>Portefeuille</b>			<b>17,3 x</b>	<b>15,7 x</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,3%</b>		
Marché			15,7 x	13,8 x	3,7%	3,8%		

Le P/E 2017 de notre portefeuille ressort à 17,3 fois contre un P/E du marché de 15,7 fois. Son rendement en dividende pour 2017 est de 3,1% contre un rendement de marché de 3,7% .

### ATTIJARI BANK

La banque est devenue un acteur de premier plan avec un des plus importants réseau d'agences en Tunisie. Elle jouit du portefeuille le mieux couvert en terme de provisions, soit un taux de de 91%; en plus d'une liquidité confortable. Le titre offre un rendement en dividende de 5,5%.

ATTIJARI BANK		Code ISIN TN0001600154	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017e	2018p	2019p		
Marché: <b>Marché principal</b>			Variation	1,1%	0,5%	40,9%	TCC	6,9%	-	-	-	
Secteur: <b>BANCAIRE</b>			+Haut	36,600DT	36,600DT	38,490DT	TCCC	91,0%	-	-	-	
Principaux actionnaires			+Bas	36,400DT	36,600DT	25,100DT	Coef. d'exp	50,0%	48,2%	48,5%	48,6%	
ANDALUCARTHAGE HOLDING	59,0%		<b>Ratios</b>		2016	2017e	2018p	2019p				
Groupe MZABI	10,9%		P/E	13,9x	11,7x	10,3x	9,7x	PNB (en MDT)	344,2	394,5	425,8	460,5
Part. étrangère	59,0%		Div Yield	5,5%	5,5%	5,7%	6,0%	EBIT (en MDT)	177,8	199,4	206,7	220,0
Fonds propres	485,9 MDT		P/B	3,0x	3,0x	2,3x	1,9x	Résultat net (en MDT)	104,7	124,3	140,9	149,9
Nombre d'actions	39,7 Mi		Capitalisation boursière		1 454,8 MDT		BPA (en DT)	2,634	3,127	3,544	3,772	
Valeur nominale	5,0 DT		Vol. des transactions hebdo.		642,9 mDT		DPA (en DT)	2,000	2,000	2,100	2,200	
							Pay out	74,2%	66,9%	62,0%	61,0%	
							ROE	20,9%	22,9%	24,1%	24,1%	



## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -2-

**BIAT** : Première banque du pays, la BIAT ne cesse d'accroître sa part de marché en terme de dépôts lui permettant d'avoir un avantage significatif en termes de coût des ressources. Sa place est incontestable dans les fonds de portefeuille. Avec un taux de créances classées de 5,8% et un ROE de plus de 22%, la BIAT offre le meilleur rapport rendement/risque.

BIAT		Code ISIN TN0001800457	Indicateurs boursiers		Indic. financiers											
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> BANCAIRE <b>Principaux actionnaires</b> Groupe MABROUK 39,5% Groupe Aziz MILAD 12,9% <b>Part. étrangère</b> 0,9%		<b>Cours du</b> 02/01/2018  <b>118,100 DT</b>  <b>Acheter</b>	<b>Perf.</b> Variation -1,6% +Haut 122,000DT +Bas 118,100DT		<b>depuis le</b> 31/12/2017 -3,2% 118,100DT		<b>un an glissant</b> 36,0% 122,000DT 84,000DT		TCC	5,8%	-	-	-			
<b>Fonds propres</b> 922,8 MDT <b>Nombre d'actions</b> 17,0 Mi <b>Valeur nominale</b> 10,0 DT			<b>Capitalisation boursière</b> 2 007,7 MDT <b>Vol. des transactions hebdo.</b> 827,8 mDT		<b>Ratios</b> P/E 10,4x Div Yield 3,4% P/B 2,2x		2016e 9,3x 3,4% 2,2x		2018p 8,1x 3,6% 1,7x		2019p 7,4x 3,7% 1,4x		TCCC	66,2%	-	-
									Coef. d'exp	49,9%	48,3%	47,3%	47,3%			
									R. solvabilité	10,4%	-	-	-			
									PNB (en MDT)	661,9	760,7	836,4	899,1			
									EBIT (en MDT)	299,8	352,6	373,3	404,9			
									Résultat net (en MDT)	192,7	215,5	248,6	271,5			
									BPA (en DT)	11,335	12,675	14,626	15,970			
									DPA (en DT)	4,000	4,000	4,200	4,400			
									Pay out	35,8%	32,4%	29,5%	28,3%			
									ROE	21,3%	22,3%	23,9%	24,4%			

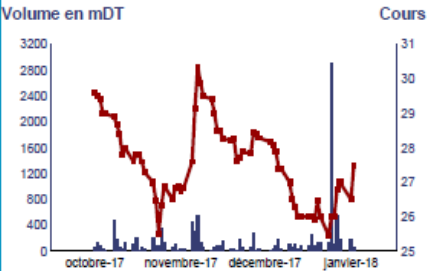
**ASSAD** : En se basant sur la progression des bénéfices, le titre devrait susciter l'intérêt des investisseurs. De plus, une possible entrée en capital du Groupe MONBAT pourrait assurer le développement de ASSAD tant à l'échelle nationale qu'à l'échelle internationale aboutissant ainsi à une création de valeur certaine pour les actionnaires.

ASSAD		Code ISIN TN0007140015	Indicateurs boursiers		Indic. financiers											
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> BIENS DE CONSOMMATION <b>Principaux actionnaires</b> KALLEL Abdelwaheb 11,9% KALLEL Abdesslem 9,4% <b>Part. étrangère</b> 1,4%		<b>Cours du</b> 02/01/2018  <b>9,000 DT</b>  <b>Consolider</b>	<b>Perf.</b> Variation 0,2% +Haut 9,000DT +Bas 9,000DT		<b>depuis le</b> 31/12/2017 0,0% 9,000DT		<b>un an glissant</b> 50,0% 9,530DT 5,920DT		BFR (en MDT)	58,9	63,2	67,7	73,3			
<b>Fonds propres</b> 40,2 MDT <b>Nombre d'actions</b> 12,0 Mi <b>Valeur nominale</b> 1,0 DT			<b>Capitalisation boursière</b> 108,0 MDT <b>Vol. des transactions hebdo.</b> 32,7 mDT		<b>Ratios</b> VE/CA 1,6x VE/EBITDA 10,0x VE/EBIT 23,5x P/E 38,8x Div Yield 0,7% P/B 2,9x		2016 1,4x 8,1x 16,4x 1,1% 2,7x		2018p 1,3x 7,1x 12,8x 14,6x 1,3% 2,5x		2019p 1,2x 6,2x 10,8x 12,5x 1,6% 2,2x		Dette nette (en MDT)	45,2	47,7	49,9
									Gearing	101,4%	97,9%	92,8%	87,0%			
									CA (en MDT)	97,5	112,1	123,3	135,6			
									EBITDA (en MDT)	15,4	19,2	22,2	25,7			
									EBIT (en MDT)	6,6	10,2	12,3	14,8			
									Résultat net (en MDT)	2,8	6,6	7,4	8,6			
									BPA (en DT)	0,232	0,550	0,614	0,720			
									DPA (en DT)	0,060	0,100	0,120	0,140			
									Pay out	66,5%	34,3%	35,1%	25,8%			
									ROE	6,5%	14,0%	14,2%	14,9%			

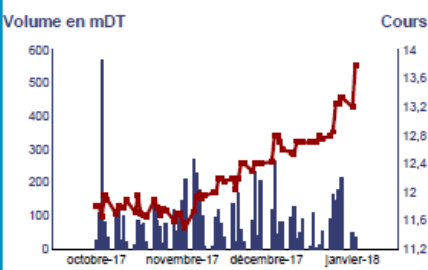


## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -3-

**EURO-CYCLES** : La société est totalement exportatrice et profitera donc indirectement de la dépréciation du dinar. Avec un PER<sub>2017</sub> de 14,0 fois ses bénéfices, bien inférieur à celui du marché, et un div yield de 5,5%, EURO-CYCLES présente à ces niveaux de cours une belle opportunité d'investissement.

EURO-CYCLES		Code ISIN TN0007570013	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> BIENS DE CONSOMMATION <b>Principaux actionnaires</b> ESSAYEH Habib 33,1% REKIK Mohamed 10,7% <b>Part. étrangère</b> 32,6% Fonds propres 42,2 MDT Nombre d'actions 8,1 Mi Valeur nominale 1,0 DT		<b>Cours du 02/01/2018</b>  <b>26,500 DT</b>  <b>Acheter</b>	<b>Volume en mDT</b> 		<b>Perf.</b> Variation <b>1,9%</b> +Haut 27,000DT +Bas 26,500DT	<b>depuis le 31/12/2017</b> -1,9% 26,500DT	<b>un an glissant</b> -31,7% 40,460DT 25,450DT	BFR (en MDT)	2016	2017e	2018p	2019p
<b>Capitalisation boursière</b> 214,7 MDT <b>Vol. des transactions hebdo.</b> 346,1 mDT			<b>Ratios</b> VE/CA 2,5x VE/EBITDA 12,6x VE/EBIT 13,0x P/E 15,0x Div Yield 5,3% P/B 6,0x	2016	2017e	2018p	2019p	Dette nette (en MDT)	-12,8	-15,3	-17,8	-20,3
							Gearing	-32,1%	-34,7%	-33,9%	-32,7%	
							CA (en MDT)	80,3	88,1	98,1	107,9	
							EBITDA (en MDT)	16,1	17,7	18,3	20,2	
							EBIT (en MDT)	15,5	16,9	17,3	19,0	
							Résultat net (en MDT)	14,3	15,7	16,3	17,8	
							BPA (en DT)	1,768	1,938	2,013	2,196	
							DPA (en DT)	1,400	1,450	1,500	1,550	
							Pay out	79,9%	75,8%	75,5%	71,3%	
							ROE	35,9%	35,7%	31,1%	28,6%	

**OTH** : Avec un chiffre d'affaires prévisionnel 2018 qui pourrait avoisiner les 700 MDT et un résultat net de plus de 41 MDT, la société est fondamentalement l'une des plus solides du marché. Par rapport à sa taille, le ratio d'endettement n'est que de 2,1%. De plus, près de 80% de son chiffre d'affaires est réalisé à l'export.

ONE TECH HOLDING		Code ISIN TN0007530017	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> INDUSTRIES <b>Principaux actionnaires</b> SELLAMI Moncef 25,3% SELLAMI Slim 10,2% <b>Part. étrangère</b> 22,6% Fonds propres 240,5 MDT Nombre d'actions 53,6 Mi Valeur nominale 1,0 DT		<b>Cours du 02/01/2018</b>  <b>13,200 DT</b>  <b>Acheter</b>	<b>Volume en mDT</b> 		<b>Perf.</b> Variation <b>2,7%</b> +Haut 13,340DT +Bas 13,200DT	<b>depuis le 31/12/2017</b> -1,0% 13,200DT	<b>un an glissant</b> 58,4% 13,340DT 8,450DT	BFR (en MDT)	2016	2017e	2018p	2019p
<b>Capitalisation boursière</b> 707,5 MDT <b>Vol. des transactions hebdo.</b> 264,8 mDT			<b>Ratios</b> VE/CA 1,2x VE/EBITDA 12,0x VE/EBIT 19,0x P/E 26,3x Div Yield 2,0% P/B 3,4x	2016	2017e	2018p	2019p	Dette nette (en MDT)	6,0	6,5	6,4	1,0
							Gearing	2,1%	2,1%	1,9%	0,3%	
							CA (en MDT)	573,6	632,2	689,1	758,0	
							EBITDA (en MDT)	59,3	70,3	75,8	83,5	
							EBIT (en MDT)	37,5	49,4	53,9	60,5	
							Résultat net (en MDT)	26,9	34,4	41,2	46,6	
							BPA (en DT)	0,502	0,642	0,768	0,869	
							DPA (en DT)	0,260	0,250	0,260	0,270	
							Pay out	82,8%	53,4%	49,2%	45,1%	
							ROE	9,3%	11,1%	12,2%	12,7%	

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -4-

**SAH :** En 2017, la société a décidé d'investir dans sa stratégie d'expansion ainsi que dans la production des détergents qui partagent le même réseau de distribution que celui de ses produits de base. Nous sommes confiants quant à la réussite de ces projets qui ramèneront davantage de valeur ajoutée.

SAH		Code ISIN TN0007610017	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>BIENS DE CONSOMMATION</b> Principaux actionnaires		Cours du 02/01/2018  <b>15,510 DT</b>	Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017e	2018p	2019p		
Sté JM HOLDING 67,0%			<b>Acheter</b>	Variation	-0,8%	-2,8%	39,0%	BFR (en MDT)	120,1	139,4	160,5	178,5
SQM FRONTIER AFRICA 6,0%		Capitalisation boursière		+Haut	15,950DT	15,510DT	15,950DT	Dette nette (en MDT)	119,7	125,1	131,0	136,8
Part. étrangère 19,9%		Vol. des transactions hebdo.	+Bas	15,510DT	15,510DT	10,710DT	Gearing	66,9%	64,7%	62,5%	60,1%	
Fonds propres 168,6 MDT			<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	339,0	379,9	423,6	463,8	
Nombre d'actions 53,3 Mi			2016	2017e	2018p	2019p	EBITDA (en MDT)	64,7	68,6	76,4	84,5	
Valeur nominale 1,0 DT			VE/CA	2,8x	2,5x	2,3x	2,1x	EBIT (en MDT)	44,2	48,2	53,6	58,9
			VE/EBITDA	14,9x	13,9x	12,5x	11,4x	Résultat net (en MDT)	33,2	36,2	40,6	44,8
			VE/EBIT	21,7x	19,8x	17,9x	16,4x	BPA (en DT)	0,622	0,679	0,761	0,840
			P/E	24,9x	22,8x	20,4x	18,5x	DPA (en DT)	0,000	0,200	0,220	0,240
			Div Yield	-	1,3%	1,4%	1,5%	Pay out	0,0%	34,3%	33,6%	33,2%
			P/B	5,4x	4,9x	4,4x	4,0x	ROE	20,2%	20,4%	21,0%	21,4%

**SFBT :** La société est la blue chip de la Bourse tunisienne. Le groupe de fabrication et de commercialisation de boissons ne cesse de consolider sa place de leader sur le marché. En conjuguant ses fondamentaux et ses ratios boursiers aux niveaux de cours d'aujourd'hui, la progression du titre devrait sans aucun doute être maintenue en 2018.

SFBT		Code ISIN TN0001100254	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>IND. AGRO-ALIMENTAIRES</b> Principaux actionnaires		Cours du 02/01/2018  <b>19,400 DT</b>	Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017e	2018p	2019p		
BRASSERIES ET GLACIERES IN 40,0%			<b>Acheter</b>	Variation	-1,0%	-2,0%	16,1%	BFR (en MDT)	50,0	58,9	64,0	73,1
MAGHREB 13,6%		Capitalisation boursière		+Haut	19,800DT	19,400DT	21,100DT	Dette nette (en MDT)	-146,9	-204,4	-210,6	-221,9
Part. étrangère 63,3%		Vol. des transactions hebdo.	+Bas	19,400DT	19,400DT	16,714DT	Gearing	-19,5%	-24,2%	-23,0%	-22,4%	
Fonds propres 530,0 MDT			<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	913,8	973,2	1 021,8	1 072,9	
Nombre d'actions 132,0 Mi			2016	2017e	2018p	2019p	EBITDA (en MDT)	257,0	273,1	284,9	298,4	
Valeur nominale 1,0 DT			VE/CA	2,7x	2,4x	2,3x	2,2x	EBIT (en MDT)	185,7	198,2	205,5	214,2
			VE/EBITDA	9,6x	8,6x	8,3x	7,8x	Résultat net (en MDT)	136,9	159,3	165,8	173,1
			VE/EBIT	13,3x	11,9x	11,4x	10,9x	BPA (en DT)	1,037	1,207	1,256	1,311
			P/E	18,7x	16,1x	15,4x	14,8x	DPA (en DT)	0,650	0,650	0,660	0,670
			Div Yield	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	Pay out	62,4%	59,2%	55,1%	51,3%
			P/B	5,5x	4,8x	4,3x	3,8x	ROE	19,3%	18,8%	18,1%	17,5%

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -5-

**SOTUVER** : La société demeure majoritairement exportatrice et ne cesse d'augmenter cette part à l'export. Principal pôle de charges, sa facture énergétique est de plus en plus contrôlée grâce aux investissements réalisés. Les bénéfices de l'année 2017 devrait connaître un affermissement de plus 40%. Le titre offre un PER<sub>2017</sub> inférieur à celui du marché avec un rendement de 4,5%.

SOTUVER		Code ISIN	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
		TN0006560015	Perf.	semaine	depuis le	un an glissant	2016	2017e	2018p	2019p		
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> INDUSTRIES <b>Principaux actionnaires</b>		<b>Cours du</b> 02/01/2018  <b>4,940 DT</b>					BFR (en MDT)	28,9	32,9	33,9	35,3	
<b>Compagnie Financière d'Investiss:</b> 70,5% <b>LLOYD TUNISIEN</b> 12,6%			<b>Capitalisation boursière</b> 134,6 MDT <b>Vol. des transactions hebdo.</b> 139,4 mDT	Variation	-7,3%	31/12/2017	-4,6%	42,2	46,8	48,4	50,3	
<b>Part. étrangère</b> 0,1%			+Haut	5,180DT	4,940DT	5,350DT	Gearing	94,0%	100,3%	99,5%	99,0%	
<b>Fonds propres</b> 46,7 MDT <b>Nombre d'actions</b> 27,3 Mi <b>Valeur nominale</b> 1,0 DT			+Bas	4,940DT	4,940DT	0,982DT	CA (en MDT)	53,7	64,0	70,1	77,8	
			<b>Ratios</b>				EBITDA (en MDT)	16,1	19,5	21,0	23,5	
			VE/CA	3,3x	2,8x	2,6x	2,4x	EBIT (en MDT)	9,1	0,0	0,0	0,0
			VE/EBITDA	11,0x	9,3x	8,7x	7,9x	Résultat net (en MDT)	6,2	8,7	9,5	11,1
			VE/EBIT	19,4x	-	-	-	BPA (en DT)	0,227	0,321	0,348	0,406
			P/E	21,7x	15,4x	14,2x	12,2x	DPA (en DT)	0,220	0,220	0,220	0,220
			Div Yield	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	Pay out	82,8%	63,3%	58,0%	49,7%
			P/B	3,0x	2,9x	2,8x	2,6x	ROE	13,8%	18,7%	19,5%	21,8%

**TELNET** : La croissance de ses bénéfices en 2017 par rapport à 2016 pourrait atteindre les 25%. Si l'on ajoute le rendement de 4,3% et la prise de participation d'ALTRAN (leader mondial en solution d'ingénierie et conseil industriel) dans le capital de TELNET, le titre devrait attirer la convoitise des investisseurs.

TELNET HOLDING		Code ISIN	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
		TN0007440019	Perf.	semaine	depuis le	un an glissant	2016	2017	2018	2019		
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> DIVERS <b>Principaux actionnaires</b>		<b>Cours du</b> 02/01/2018  <b>5,860 DT</b>					BFR (en MDT)	3,1	0,6	0,1	0,2	
<b>HIKMA PARTICIPATIONS</b> 32,9% <b>ALTRAN TECHNOLOGIES</b> 7,0%			<b>Capitalisation boursière</b> 64,6 MDT <b>Vol. des transactions hebdo.</b> 283,5 mDT	Variation	1,4%	31/12/2017	-1,5%	-2,2	-4,1	-4,2	-4,7	
<b>Part. étrangère</b> 0,5%			+Haut	5,950DT	5,860DT	6,280DT	Gearing	-12,2%	-20,9%	-19,7%	-19,9%	
<b>Fonds propres</b> 17,1 MDT <b>Nombre d'actions</b> 11,0 Mi <b>Valeur nominale</b> 1,0 DT			+Bas	5,860DT	5,860DT	3,060DT	CA (en MDT)	39,3	44,4	45,3	50,0	
			<b>Ratios</b>				EBITDA (en MDT)	4,8	6,0	6,4	7,7	
			VE/CA	1,6x	1,4x	1,3x	1,2x	EBIT (en MDT)	2,5	3,6	4,0	5,1
			VE/EBITDA	12,9x	10,0x	9,4x	7,8x	Résultat net (en MDT)	2,9	4,2	4,3	4,8
			VE/EBIT	24,8x	16,9x	15,3x	11,7x	BPA (en DT)	0,267	0,381	0,386	0,439
			P/E	21,9x	15,4x	15,2x	13,3x	DPA (en DT)	0,200	0,250	0,280	0,310
			Div Yield	3,4%	4,3%	4,8%	5,3%	Pay out	188,5%	103,3%	95,3%	87,2%
			P/B	4,6x	3,8x	3,2x	2,5x	ROE	16,7%	21,8%	20,4%	21,2%

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -6-

**UNIMED** : Tant par ses fondamentaux que par ses ratios boursiers, le titre a largement sa place dans notre portefeuille recommandé. L'industriel de la pharmaceutique est le leader dans son secteur. Nous pouvons nous attendre à une croissance du chiffre d'affaires 2017 de 13% et une progression du résultat net de plus de 27%. Rappelons que 35% du chiffre d'affaires de la société est réalisé à l'export.

UNIMED		Code ISIN TN0007720014	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017e	2018p	2019p		
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>IND. PHARMACEUTIQUES</b> Principaux actionnaires			Variation	3,6%	0,0%	-11,7%	BFR (en MDT)	21,5	14,2	17,6	20,4	
CHARFEDDINE RIDHA 54,1% CTKD 12,3%			+Haut	7,850DT	7,850DT	9,301DT	Dette nette (en MDT)	-14,3	-17,8	-21,9	-22,7	
Part. étrangère 18,7%			+Bas	7,850DT	7,850DT	7,400DT	Gearing	-18,6%	-22,0%	-25,5%	-25,0%	
Fonds propres 80,8 MDT Nombre d'actions 32,0 Mi Valeur nominale 1,0 DT			<b>Cours du 02/01/2018 7,850 DT</b> <b>Acheter</b>		<b>Ratios</b>		CA (en MDT)	64,9	73,3	81,4	89,5	
		Capitalisation boursière	2016	2017e	2018p	2019p	EBITDA (en MDT)	19,8	22,8	26,3	28,9	
		Vol. des transactions hebdo.	VE/CA	3,7x	3,2x	2,8x	2,6x	EBIT (en MDT)	13,9	16,7	19,7	21,9
			VE/EBITDA	12,0x	10,2x	8,7x	7,9x	Résultat net (en MDT)	14,3	14,1	16,8	18,6
			VE/EBIT	17,1x	14,0x	11,6x	10,4x	BPA (en DT)	0,447	0,439	0,524	0,583
			P/E	17,6x	17,9x	15,0x	13,5x	DPA (en DT)	0,225	0,225	0,240	0,255
			Div Yield	2,9%	2,9%	3,1%	3,2%	Pay out	46,0%	51,2%	45,8%	43,8%
			P/B	3,3x	3,1x	2,9x	2,8x	ROE	18,6%	17,4%	19,6%	20,5%



# 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 DE RENTABILITE

<b>ROE</b>	Le return on equity (ROE), est le rapport entre le résultat net et les fonds propres.
<b>ROCE</b>	« Return On Capital Employed » mesure la rentabilité de tous les capitaux employés à savoir les fonds propres plus les dettes qui sont divisés par le résultat d'exploitation

## INDICATEURS FINANCIERS

<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.



**Férid Ben Brahim** Directeur Général  
**Mehdi Dhifallah** Responsable études et recherche  
**Jihen Ellouze Khlif** Analyste financier  
**Boubaker Rekik** Analyste financier

AFC– Arab Financial Consultants - Groupe ATB  
Siège social et Agence du lac : « Carré de L'Or, » Les jardins du Lac II. 1053 Tunis.  
Tél : (+216) 70 020 260 - Fax : (+216) 70 020 299  
Agence El Menzah 4 : Rue Ibrahim Jaffel - El Menzah 4 1004 Tunis  
Tél: (+216) 70 020 290 - Fax : (+216) 71 234 672  
afc@afc.fin.tn  
[www.afc.com.tn](http://www.afc.com.tn)

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.