

# Stratégie pour le deuxième semestre 2018

## AFC

المستشارون الماليون العرب  
Intermédiaire en Bourse

Groupe **ATB**

**Juillet 2018**

« La vérité, quelque pénible qu'elle soit, est préférable à l'incertitude. » – Oscar Wilde

## INDICATEURS MACRO-ECONOMIQUES

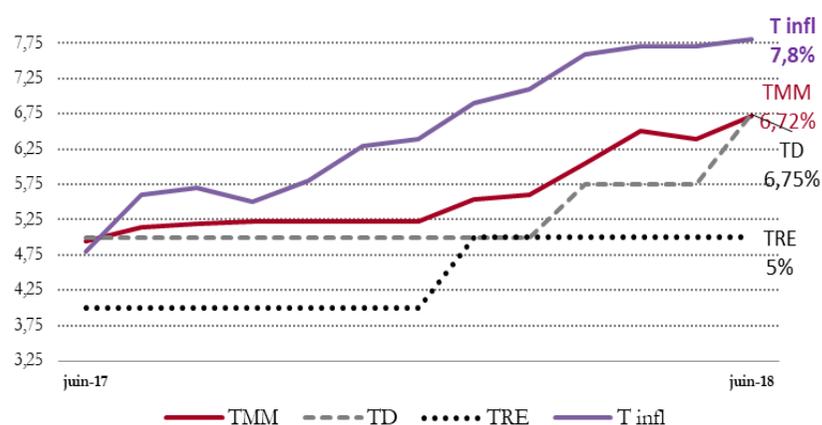
### Evolution du PIB

Secteurs	Année 2017	1 <sup>er</sup> T 2017	1 <sup>er</sup> T 2018
Agriculture et pêche	2,1%	3,1%	11,9%
Industrie manufacturière	0,1%	-1,0%	2,4%
Industrie non manufacturière	-3,1%	0,2%	-5,3%
Services marchands	4,7%	2,7%	4,3%
Services non marchands	0,1%	2,7%	0,5%
<b>PIB</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,5%</b>

### Evolution de la balance des paiements

Produits	Export 6mois2018	18/17	Import 6mois2018	18/17
Produits Agric.et.Alimen.de base	2026,7	108,4%	1736,4	7,8%
Produits Energétiques	1128,1	33,1%	3708,2	34,8%
Produits Miniers et Phosphatés	573,3	-6,7%	434,6	8,9%
Autres Produits Intermédiaires	5597	29,0%	11782,9	26,2%
Produits d'Equipement	4139,8	13,2%	6947,8	15,9%
Autres Produits de Consommation	6889,7	22,1%	3909,7	11,2%
<b>Ensemble des Produits</b>	<b>20354,6</b>	<b>26,6%</b>	<b>28519,5</b>	<b>20,8%</b>

### Evolution des taux monétaires



Durant ce premier trimestre, l'économie tunisienne a enregistré son plus fort taux de croissance depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2014, en atteignant 2,5% contre 1,9% pour la même période de 2017. Cette croissance est tirée en premier lieu par les produits agricoles en raison d'une bonne saison oléicole. La valeur ajoutée des industries manufacturières enregistre une hausse de 2,4% contre 0,1% au premier semestre 2017 et -1% pour toute l'année 2017 ce qui dénote d'une reprise de ce secteur. Dans la même tendance de l'année 2017 au cours du premier trimestre 2018, les services marchands avancent de 4,3% et les services non marchands de seulement 0,5%.

Au niveau de la balance commerciale, les exportations ont progressé au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2018 par rapport à celui de 2017 de 26,6%. Les produits agricoles et alimentaires de base enregistrent une hausse spectaculaire de 108% contribuant ainsi à 25% à la hausse des exportations. Les exportations de produits intermédiaires et des autres produits de consommation progressent de respectivement 29% et 22,1% contribuant à 29% chacun à la hausse des exportations totales. Quant au volume des importations, il a enregistré une hausse de 20,8%. La plus forte hausse concerne les produits énergétiques dont les importations ont crû de 34,8% contribuant à 19% à la hausse totale de l'ensemble.

A peu de choses près, la moitié de la hausse des importations provient de l'augmentation des autres produits intermédiaires qui ont crû de 26,2%. Au total, le déficit a atteint, au mois de juin 2018, près de 8,16 milliards de dinars contre 7,53 milliards pour la même période de 2017, le taux de couverture s'est amélioré de 3,3 point passant de 68,1% à 71,4% à l'issue des six premiers mois de l'année 2018.

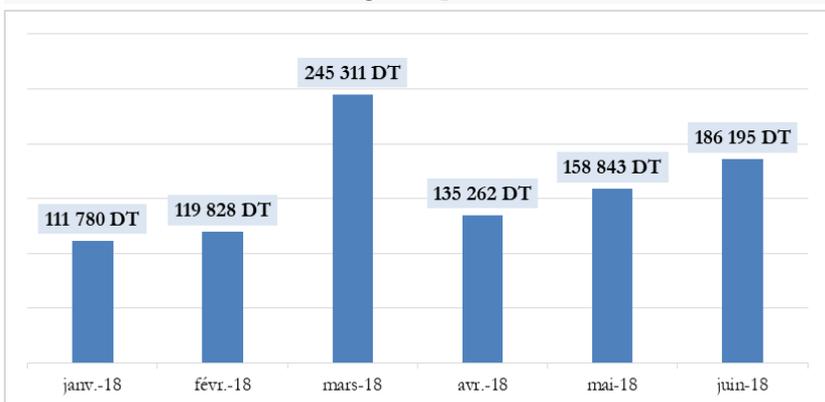
Sur le front monétaire, le dernier TMM mensuel s'établit à 6,72% contre 4,94% à fin juin 2017. En effet le conseil de la BCT a décidé de relever le taux directeur à deux reprises en mars et juin, respectivement de 75 et 100 points de base. Cette action montre la détermination de la BCT à utiliser le levier des taux pour contenir l'inflation qui a connu une forte accélération en 2018 passant de 6,4% en glissement annuel au mois de décembre 2017 à 7,8% au mois de juin 2018.

**Avec le déficit de la balance commerciale qui s'élargit en valeur absolue, les tensions inflationnistes persistantes, le déficit budgétaire qui reste important malgré une légère stabilisation, les grandes réformes tant attendues des comptes publics non amorcés à cause d'un manque d'audace politique....2018 et 2019 risquent d'être des années encore difficiles, même si des prémices de reprise économique sont bien là grâce à un niveau plus soutenu de croissance du PIB.**

**Evolution du Tunindex 2014-2018**



**Evolution des volumes d'échanges au premier semestre 2018**



**Palmarès boursier en 2017**

Plus fortes hausses		Plus fortes baisses		Plus gros volumes	
Valeur	Var	Valeur	Var	Valeur	en MDT
SOPAT	109,5%	SIPHAT	-46,4%	SFBT	212 299
ICF	95,5%	SOTEMAIL	-40,6%	ATTIJARI BANK	85 793
BNA	77,4%	SIMPAR	-28,3%	BNA	70 485
SOTUVER	70,8%	ALKIMIA	-26,6%	BIAT	40 050
TELNET	62,2%	UADH	-25,6%	SAH	38 045
STIP	50,0%	BTE	-22,4%	UIB	36 234
SOTRAPIL	49,7%	AMS	-20,7%	Carthage cement	33 835
STB	47,6%	SALIM	-19,4%	BT	32 575

Dans une conjoncture économique encore incertaine et perturbée par un climat politique instable, le TUNINDEX réalise une hausse de 28,29% durant ce premier semestre 2018, clôturant à 8 059,10 points. A titre de comparaison, le TUNINDEX a progressé de 4,91% durant les six premiers de 2016 et de 9,73% durant le premier semestre de 2017. L'annonce de la reprise du tourisme a sans doute remis en confiance les investisseurs. En effet, sur les mois de Mai et de Juin, l'indice phare de la Bourse de Tunis a augmenté de 13,12%.

Au niveau des transactions, le Bourse a enregistré durant les six premiers mois de 2018 un volume global de 1 907,7 MDT contre 1 379,5 MDT sur la même période de 2017 soit un accroissement de 38,3%. Pour ce qui concerne le marché de la cote de la Bourse, les actions et obligations échangées durant le premier semestre de 2018 ont atteint 1 235 MDT contre 837 MDT sur la même période de 2017. Le volume des échanges du premier semestre de 2018 se répartit entre 22,5% d'obligations et 77,5% d'actions contre 14,2% d'obligations et 85,8% d'actions pour le premier semestre de 2017. Du côté des actions, c'est la blue chip de la Bourse tunisienne (SFBT) qui détient la palme d'or des titres les plus échangés avec des flux semestriels atteignant les 212,3 MDT. Nous retrouvons ensuite 3 valeurs bancaires qui sont ATTIJARI BANK qui a généré un volume d'échange semestriel de 85,8 MDT, la BNA avec un total de capitaux traités de 70,5 MDT et la BIAT qui dépasse les 40 MDT.

Du côté des plus fortes hausses, le titre SOPAT a réalisé une performance de 109,5% depuis le début de l'année. ICF se classe en deuxième position après avoir augmentée de 95,5% durant les six premiers mois de 2018. Rappelons que la société a réalisé un résultat net 2017 de 14,9 MDT contre 0,4 MDT en 2016 et qu'en conséquence, le dividende distribué au titre de 2017 s'est élevé à 4 DT contre 1 DT au titre de 2016.

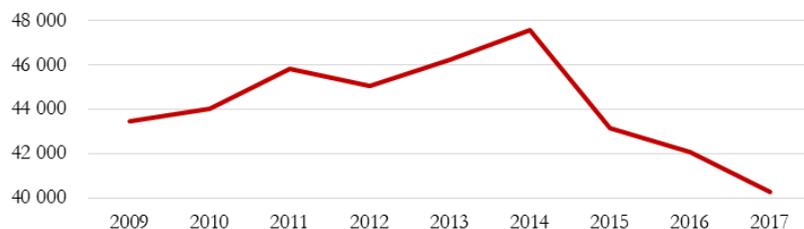
Concernant les plus fortes baisses, c'est le titre SIPHAT qui réalise la plus mauvaise performance avec un recul de 46,4% depuis début 2018. La société, toujours majoritairement contrôlée par l'Etat est fortement lésée par de lourdes charges d'exploitation et notamment ses charges de personnel.

## BILAN DE NOTRE PORTEFEUILLE EN 2018 ET FONDAMENT DE NOS RECOMMANDATIONS

### Portefeuille recommandé AFC au premier semestre

ASSAD	4,00%
ATTIJARI BANK	45,58%
BIAT	35,98%
EURO-CYCLES	20,74%
OTH	22,93%
SAH	-9,71%
SFBT	45,26%
SOTUV	70,84%
TELNET	62,18%
UNIMED	11,97%
<b>Portefeuille</b>	<b>30,98%</b>
<b>TUNINDEX</b>	<b>28,29%</b>

PIB (\$ US courants)



### Perspectives des bénéfices par secteur

(En MDT)	Bénéfices 2017	VAR	Bénéfices 2018 p	VAR	Bénéfices 2019 p	TCAM 19/16
Bancaire	1082,6	15%	1239,6	7%	1331,5	14%
Agroalimentaire	215,5	7%	230,6	8%	248,9	12%
Biens de consommation	192,7	15%	221,2	11%	244,6	19%
Distribution automobile	87,5	-13%	76,3	0%	76,1	0%
Leasing	59,6	13%	67,2	10%	74,2	13%
Assurance	40,5	39%	56,4	8%	60,7	6%
Industrie	91,7	15%	105,3	12%	118,3	33%
Sociétés d'investissement	19,8	5%	20,7	5%	21,8	6%
Matériaux de construction	26,1	29%	33,8	37%	46,4	46%
Pharmaceutique	17,4	16%	20,3	11%	22,5	18%
Distribution générale	10,4	52%	15,8	14%	18,0	33%
Immobilier	5,0	9%	5,5	45%	7,9	9%
Autres services	9,2	16%	10,7	23%	13,1	10%
Infrastructures et TP	7,3	-3%	7,0	37%	9,6	38%
<b>Total</b>	<b>1865,4</b>	<b>13%</b>	<b>2110,5</b>	<b>9%</b>	<b>2293,5</b>	<b>14%</b>

Le 1<sup>er</sup> semestre de 2018 enregistre la croissance semestrielle la plus importante du Tunindex depuis que cet indice a été créé le 31.12.1997 avec 28,29%. Le précédent record avait été enregistré en 2009 avec une progression semestrielle de 27,14%.

Ce record est obtenu dans un contexte économique très sensiblement différent de celui de 2009. Quelques chiffres pour ceux qui ont la mémoire courte : le PIB au prix du marché s'était élevé à 58 677 millions de dinars au terme de 2009 avec un taux de change \$/TND de 1,349 en moyenne. À la fin 2017 nous estimons le PIB courant à 97 358 millions de dinars pour un taux de change \$/TND moyen de 2,419. Dit autrement, en dollar américain, nous nous sommes appauvris collectivement en tant que tunisiens de 7,5% entre 2009 et 2017 et nous en tirons une fierté en poussant notre indice boursier à des sommets jamais atteints!

Nous écrivions en juillet 2016 dans notre revue de bilan du 1<sup>er</sup> semestre 2016 « *Sur le front monétaire, le TMM s'est établi à 4,21%, soit en légère régression de 7 points de base par rapport à son niveau du mois de décembre 2015. Par ailleurs le montant de refinancement a atteint des niveaux records dépassant les sept milliards de dinars avec un volume important de billets et monnaies en circulation frôlant les dix milliards de dinars » ou en sommes nous aujourd'hui : le TMM est à 6,72% soit 251 pb de plus qu'il y a deux ans, le volume de refinancement est de 15 185 millions de dinars plus du double de celui de juin 2016 et les billets en circulation sont passés *seulement* de 10 à 12 milliards de dinars. **C'est donc une demande de financement de la part de l'Etat dont les émissions de BTA se sont accrues de 1 600 millions de dinars et une demande de crédits aussi importante de la part des ménages et des entreprises qui sont à l'origine de cette flambée du refinancement que la BCT essaye de maîtriser avec sa « petite lance à incendie » du taux directeur.***

Difficile donc dans un contexte comme celui là de garder la tête froide et de bien recommander des valeurs selon une approche top/down et un scoring fortement discriminant. Mais tout d'abord analysons pourquoi notre sélection pour le 5<sup>ème</sup> semestre consécutif enregistre une performance supérieure à l'indice. Notre portefeuille recommandé du 1<sup>er</sup> semestre 2018 a enregistré une performance de +30,98% contre un rendement de l'indice de référence de 28,29%. C'est clairement les valeurs dont une grande partie des prestations ou des produits sont facturés en devises qui progressent; avec toujours une belle performance des bancaires qui semblent surfer sur la vague de la hausse des taux courts. La SFBT, fidèle à elle-même, constitue l'ancrage de tout portefeuille, entre le 31.12.2016 et le 30.06.2018 cette valeur a vu sa capitalisation boursière passer de 2280 MDT à 3689 MDT soit une progression de 61%. Ainsi on ne change pas une stratégie qui gagne.

## SÉLECTION DES VALEURS INDUSTRIELLES ET DE SERVICES POUR LE DEUXIÈME SEMESTRE 2018

Valeur	Indicateurs de risque								Facteurs de conjoncture				Indicateurs de croissance 2018				Ratios de de rentabilité 2017				Ratios boursiers 2017		Score	Rang
	Capitalisation	Rang	Volume	Rang	Gearing 2017	Rang	Charge fin/EBITD A	Rang	Rang facteur sectoriel	Rang	% CA export	Rang	Croissance bénéf 18/17	Rang	Croissance CA 18/17	Rang	ROE 2017	Rang	marge d'EBIT DA	Rang	P/E 2017	Rang		
SFBT	3 689	1	212 299	1	-18,3%	9	3,2%	8	1	1	5%	25	6,0%	28	6,0%	34	20,4%	9	28,9%	6	21,4 x	28	15,1	1
UNIMED	281	9	7 098	16	-8,4%	13	2,1%	6	3	27	35%	12	13,6%	20	14,0%	7	15,2%	19	31,3%	5	22,4 x	29	17,2	2
SOTUVER	241	13	12 178	11	66,8%	27	11,8%	17	3	27	55%	9	27,1%	6	20,0%	4	18,3%	13	35,6%	3	24,0 x	30	17,3	3
SAH	768	5	38 045	2	108,2%	32	16,1%	20	2	9	46%	11	21,1%	11	14,0%	8	12,9%	26	19,3%	18	31,2 x	34	18,1	4
OTH	863	4	18 442	7	13,7%	18	9,7%	16	3	27	78%	6	19,6%	13	20,6%	3	14,3%	22	10,2%	38	20,5 x	26	18,4	5
POULINA	2 043	2	28 540	5	177,2%	40	32,1%	30	2	9	13%	20	14,6%	18	13,1%	10	18,4%	11	15,2%	25	14,7 x	19	19,1	6
ASSAD	112	21	7 052	17	81,9%	29	19,8%	22	2	9	66%	8	21,7%	10	12,0%	12	17,9%	14	20,5%	15	12,1 x	14	19,2	7
ECYCL	252	12	31 172	4	-10,6%	11	26,5%	27	2	9	100%	1	-1,0%	33	-3,0%	45	35,3%	3	20,1%	17	16,2 x	22	19,6	8
TELNET	106	22	28 308	6	-58,9%	7	13,4%	18	2	9	95%	5	14,9%	17	7,0%	31	16,1%	16	16,9%	20	22,0 x	27	20,0	9

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 deux ratios d'endettement exprimés par le gearing et la charge financière rapportés à l'EBITDA. 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 représenté par le ratio « Return On Equity » ou ROE qui mesure la rentabilité des fonds propres. Enfin le dernier groupe est relatif aux ratios boursiers avec le P/E. Nous avons exclu pour cette fois le rendement en dividende pour ne pas léser les sociétés qui réinvestissent leurs bénéfices dans ce contexte de renchérissement de la dette.

## SÉLECTION DES VALEURS FINANCIÈRES POUR 2018

Banques	Ratios prudentiels 2017				Ratios de rentabilité 2017						Ratios de liquidité 2017				Ratios boursiers					
	TCC	Rang	TCCC	Rang	Coeff. Exploitat	Rang	ROE 2017	Rang	Cr. Prev. PNB 18/17	Rang	Dépôts/ crédits	Rang	% Dépôts à vue /total dépôt	Rang	P/E 2018	Rang	Div yield 2017	Rang	Score	Rang
BIAT	5,3%	1	63,8%	8	47,0%	4	20,1%	3	14,1%	2	112,6%	3	50,8%	2	11,2 x	7	2,6%	6	36	1
ATTIJARI BANK	5,9%	2	94,4%	1	47,4%	6	24,0%	1	10,1%	9	114,8%	1	44,9%	3	14,1 x	9	2,4%	7	39	2
BT	6,9%	4	73,7%	4	34,4%	1	16,0%	5	12,3%	5	83,1%	9	37,9%	4	12,6 x	8	4,7%	2	42	3
UBCI	6,2%	3	80,0%	2	61,3%	9	12,4%	8	10,1%	10	88,8%	5	60,1%	1	10,1 x	5	4,6%	3	46	4
BH	13,0%	7	77,6%	3	46,9%	3	13,7%	6	13,5%	3	76,9%	10	35,2%	6	7,5 x	3	2,7%	5	46	4
ATB	8,7%	6	72,2%	6	57,5%	7	5,4%	10	11,9%	7	113,0%	2	34,3%	7	5,8 x	1	5,5%	1	47	6
AMEN BANK	15,1%	8	57,1%	9	35,4%	2	12,9%	7	12,2%	6	84,5%	7	31,2%	8	6,2 x	2	4,2%	4	53	7
UIB	8,1%	5	71,0%	7	47,2%	5	18,1%	4	13,1%	4	83,6%	8	30,3%	9	10,1 x	6	2,1%	8	56	8
STB	24,4%	10	73,5%	5	68,5%	10	5,4%	9	19,2%	1	95,8%	4	37,8%	5	43,3 x	10	0,0%	9	63	9
BNA	18,4%	9	52,8%	10	59,7%	8	20,7%	2	11,8%	8	87,9%	6	26,6%	10	7,8 x	4	0,0%	9	66	10
<b>Moyenne secteur</b>	<b>11,2%</b>		<b>71,6%</b>		<b>50,5%</b>		<b>14,9%</b>		<b>12,8%</b>		<b>94,1%</b>		<b>38,9%</b>		<b>12,9</b>		<b>3,6%</b>			

Parlons d'abord de la liquidité: Le taux du marché monétaire devrait clôturer l'année 2018 au moins avec une moyenne de 6,67% contre une moyenne de 4,86% en 2017, soit une hausse de 180 points de base. Les banques profitent de cette aubaine étant donnée que la plupart de leurs crédits sont accordés à des taux indexés au TMM alors que 39% de leurs dépôts (dépôts à vue) sont insensibles au TMM. L'effet pervers de cette hausse des taux est qu'en provoquant le renchérissement des remboursements des crédits, les emprunteurs pourraient se trouver dans l'incapacité de payer, surtout pour les crédits à long terme tels que les prêts immobiliers, d'où un risque systémique élevé. Conscientes de ce risque les banques ont décidé de ne pas appliquer cette dernière hausse du taux directeur sur les crédits immobiliers.

Pour notre scoring bancaire, 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 coefficient d'exploitation, le ROE et la croissance prévisionnelle du PNB. Enfin des critères de valorisation sont ajoutés à notre scoring à savoir, le P/E 2018 et le rendement en dividende 2017.

Comme la situation de la liquidité est préoccupante pour les banques, les dépôts sont de plus en plus rares ce qui mène à un renchérissement des rémunérations des placements et à la déconfiture collatérale de l'industrie des OPCVM. Néanmoins les banques qui disposent d'une grande part de dépôts à vue sont dans une situation beaucoup plus confortable et se retrouvent avec des coûts de ressources plus avantageux. Dans ce contexte nous avons ajouté pour les banques compte tenu de ces contraintes, deux critères de liquidité à savoir le ratio de liquidité simple (dépôts/crédits) et la proportion des dépôts à vue dans le total des dépôts.

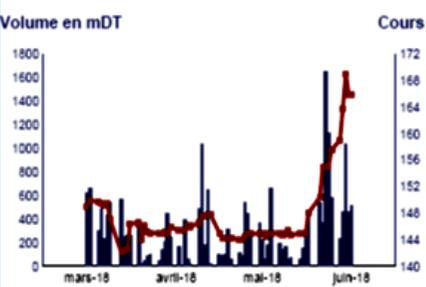
Compte tenu de ces problèmes de liquidité, de concurrence entre les banques dans la collecte des ressources et de risque sur la qualité des débiteurs pour les banques tunisiennes nous avons choisi de ne choisir qu'une seule banque dans notre sélection de portefeuille pour le second semestre 2018.

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ POUR LE DEUXIÈME SEMESTRE 2018

Valeurs	Secteurs	Cours 29/06/2018	P/E 2017	P/E 2018p	DIV YIELD 2017	DIV YIELD 2018p
BIAT	Banque	165,90 DT	13,5 x	11,2 x	2,6%	2,6%
SFBT	Agroalimentaire	22,36 DT	21,4 x	20,2 x	2,9%	2,9%
UNIMED	Pharmaceutique	8,79 DT	22,4 x	19,8 x	2,7%	2,7%
SOTUVER	Industrie	8,85 DT	24,0 x	18,9 x	2,9%	3,2%
SAH	Biens de consommation	14,40 DT	31,2 x	25,7 x	0,0%	1,4%
OTH	Industrie	16,10 DT	20,5 x	17,2 x	1,9%	1,9%
POULINA GP HOLDING	Biens de consommation	11,35 DT	14,7 x	12,9 x	3,0%	3,1%
ASSAD	Biens de consommation	9,36 DT	12,1 x	9,9 x	0,0%	0,0%
ECYCL	Biens de consommation	31,10 DT	16,2 x	16,4 x	4,8%	4,8%
TELNET	Autres services	9,65 DT	21,3 x	18,7 x	5,2%	5,2%
<b>Portefeuille</b>			<b>19,7 x</b>	<b>17,1 x</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>
Marché			17,4 x	15,9 x	3,3%	3,5%

Le P/E 2018 de notre portefeuille ressort à 17,1 fois contre un P/E du marché de 15,9 fois. Son rendement en dividende pour 2017 est de 2,6% contre un rendement de marché de 3,3% .

**BIAT** : La banque a su maintenir sa place de leader du secteur bancaire. Elle bénéficie du coût de ressources le plus faible grâce à sa forte part sur les dépôts à vue. Son ROE reste un des plus élevé du secteur.

BIAT		Code ISIN TN0001800457	Indicateurs boursiers		Indic. financiers					
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> BANCAIRE <b>Principaux actionnaires</b> Groupe MABROUK 39,5% Groupe Aziz MILAD 12,9% Part. étrangère 1,0% Fonds propres 1 040,2 MDT Nombre d'actions 17,0 Mi Valeur nominale 10,0 DT		<b>Cours du 29/06/2018</b> <b>165,900 DT</b> <b>Acheter</b>	<b>Indic. financiers</b> TCC 5,8% TCCC 66,2% Coef. d'exp 49,9% R. solvabilité 10,4% PNB (en MDT) 661,9 EBIT (en MDT) 299,8 Résultat net (en MDT) 192,7 BPA (en DT) 11,335 DPA (en DT) 4,000 Pay out 35,8% ROE 21,3%	<b>Volume en mDT</b> 	<b>Capitalisation boursière</b> 2 820,3 MDT <b>Vol. des transactions hebdo.</b> 2 698,4 mDT	<b>Perf.</b> 5,3% <b>Variation</b> 36,0% <b>+Haut</b> 168,900DT <b>+Bas</b> 118,100DT <b>Ratios</b> P/E 14,6x Div Yield 2,4% P/B 3,2x	<b>2017</b> 5,3% <b>2018p</b> - <b>2019p</b> - 63,8% 47,0% 10,8% 788,4 323,1 209,0 12,294 4,250 33,8% 20,1%	<b>2016</b> - <b>2017</b> - <b>2018p</b> - <b>2019p</b> - 47,3% - - 899,6 374,7 252,4 14,845 4,400 31,0% 22,4%	<b>2016</b> - <b>2017</b> - <b>2018p</b> - <b>2019p</b> - 47,3% - - 968,4 396,4 270,1 15,887 4,400 28,8% 22,6%	

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -1-

**SFBT** : Blue chip de la Bourse tunisienne, la valeur ne déçoit jamais ses actionnaires tant par ses performances, son rendement, ses attributions et sa liquidité.

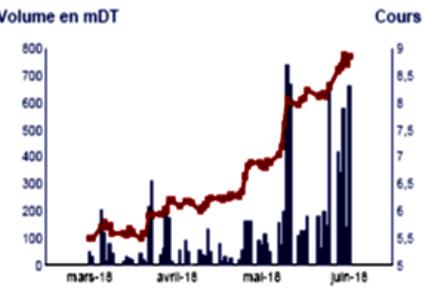
SFBT		Code ISIN TN0001100254	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Perf.		semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p	2016	2017	2018p	2019p	
Marché: <b>Marché principal</b>		Cours du 29/06/2018 <b>22,360 DT</b>			Variation	-1,4%	45,3%	53,4%	BFR (en MDT)	50,0	180,8	194,4	211,4
Secteur: <b>IND. AGRO-ALIMENTAIRES</b>		<b>Acheter</b>			+Haut	22,380DT	22,730DT	22,730DT	Dette nette (en MDT)	-146,9	-153,9	-190,6	-247,9
Principaux actionnaires		Capitalisation boursière 3 689,4 MDT			+Bas	22,200DT	14,870DT	14,798DT	Gearing	-19,5%	-18,3%	-20,7%	-24,6%
BRASSERIES ET GLACIERES IN 40,0%		Vol. des transactions hebdo. 1 856,5 mDT			VE/CA	3,9x	3,5x	3,3x	3,0x	CA (en MDT)	913,8	996,9	1 056,7
MAGHREB 13,6%				VE/EBITDA	13,8x	12,3x	11,5x	10,6x	EBITDA (en MDT)	257,0	288,2	305,1	324,8
Part. étrangère 60,1%				VE/EBIT	19,1x	16,7x	15,7x	14,5x	EBIT (en MDT)	185,7	211,3	223,5	237,5
Fonds propres 537,9 MDT				P/E	26,9x	21,4x	20,2x	18,9x	Résultat net (en MDT)	136,9	172,1	182,5	195,1
Nombre d'actions 165,0 Mi				Div Yield	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	BPA (en DT)	0,830	1,043	1,106	1,182
Valeur nominale 1,0 DT				P/B	7,9x	6,9x	6,1x	5,4x	DPA (en DT)	0,650	0,650	0,650	0,650
									Pay out	62,4%	69,1%	63,4%	58,2%
									ROE	18,1%	20,4%	19,8%	19,4%

**UNIMED** : Avec son expansion en Afrique, la société pourrait se détacher du lot des industries pharmaceutiques tunisiennes et ainsi offrir à ses détenteurs davantage de bénéfices.

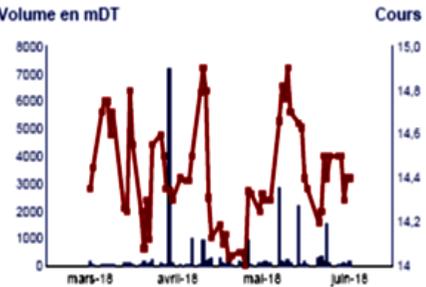
UNIMED		Code ISIN TN0007720014	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Perf.		semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p	2016	2017	2018p	2019p	
Marché: <b>Marché principal</b>		Cours du 29/06/2018 <b>8,800 DT</b>			Variation	-3,2%	12,1%	7,1%	BFR (en MDT)	21,5	26,8	27,4	29,2
Secteur: <b>IND. PHARMACEUTIQUES</b>		<b>Acheter</b>			+Haut	8,960DT	10,050DT	10,050DT	Dette nette (en MDT)	-14,3	-6,9	-7,6	-7,0
Principaux actionnaires		Capitalisation boursière 281,6 MDT			+Bas	8,800DT	7,850DT	7,400DT	Gearing	-18,6%	-8,4%	-8,5%	-7,2%
CHARFEDDINE RIDHA 54,1%		Vol. des transactions hebdo. 227,5 mDT			VE/CA	4,1x	3,9x	3,4x	3,1x	CA (en MDT)	64,9	70,3	80,2
CTKD 12,3%				VE/EBITDA	13,5x	12,5x	10,6x	9,8x	EBITDA (en MDT)	19,8	22,0	25,9	28,1
Part. étrangère 19,0%				VE/EBIT	19,2x	18,3x	15,0x	13,8x	EBIT (en MDT)	13,9	15,0	18,3	19,9
Fonds propres 82,6 MDT				P/E	25,6x	22,5x	19,8x	18,2x	Résultat net (en MDT)	11,0	12,5	14,2	15,5
Nombre d'actions 32,0 Mi				Div Yield	2,6%	2,7%	2,7%	2,9%	BPA (en DT)	0,344	0,392	0,445	0,484
Valeur nominale 1,0 DT				P/B	3,7x	3,4x	3,2x	2,9x	DPA (en DT)	0,225	0,235	0,240	0,255
									Pay out	59,8%	60,0%	54,0%	52,7%
									ROE	14,3%	15,2%	15,9%	16,0%

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -2-

**SOTUVER** : Elle possède deux fours de grande capacité et des techniques de soufflage de verre rendant l'entreprise capable de répondre aux besoins des industries agroalimentaires, même des plus sophistiquées. La société annonce son nouvel objectif qui est la réduction de la facture énergétique en diversifiant notamment ses ressources.

SOTUVER		Code ISIN TN0006560015	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p		
<b>Marché:</b> Marché principal			Variation	6,6%	70,8%	116,9%	BFR (en MDT)	27,8	37,0	57,2	75,9	
<b>Secteur:</b> INDUSTRIES			Capitalisation boursière	+Haut	8,880DT	8,880DT	8,880DT	Dette nette (en MDT)	41,0	36,7	40,8	44,5
<b>Principaux actionnaires</b>		Vol. des transactions hebdo.	+Bas	8,600DT	4,600DT	3,616DT	Gearing	90,0%	66,8%	62,6%	58,3%	
Compagnie Financière d'investiss	70,5%		<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	53,4	66,7	80,0	91,2	
LLOYD TUNISIEN	12,6%		VE/CA	5,3x	4,2x	3,5x	3,1x	EBITDA (en MDT)	16,1	23,8	28,7	32,5
<b>Part. étrangère</b>			VE/EBITDA	17,5x	11,7x	9,8x	8,8x	EBIT (en MDT)	9,8	15,2	19,3	22,1
	0,1%		VE/EBIT	28,8x	18,3x	14,6x	12,9x	Résultat net (en MDT)	6,2	10,0	12,8	14,2
Fonds propres	55,0 MDT		P/E	38,7x	24,0x	18,9x	17,0x	BPA (en DT)	0,229	0,368	0,468	0,519
Nombre d'actions	27,3 Mi		Div Yield	2,5%	2,9%	3,2%	3,4%	DPA (en DT)	0,220	0,260	0,280	0,300
Valeur nominale	1,0 DT		P/B	5,4x	4,4x	5,0x	4,7x	Pay out	82,8%	65,1%	79,5%	73,0%
<b>Cours du 29/06/2018</b>							ROE	13,9%	18,3%	19,6%	18,5%	
<b>8,850 DT</b>												
<b>Acheter</b>												

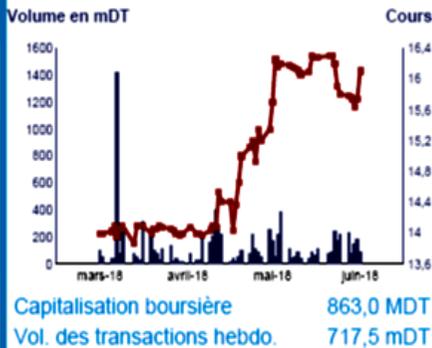
**SAH** : La société n'a pas distribué de dividendes au titre des deux derniers exercices pour privilégier l'investissement et notamment dans les produits détergents qui seront commercialisés à partir de Septembre 2018. Sur une année pleine l'apport des produits détergents dans le CA de SAH est estimé à 120 MDT.

SAH		Code ISIN TN0007610017	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p		
<b>Marché:</b> Marché principal			Variation	-0,7%	-9,7%	8,9%	BFR (en MDT)	120,1	193,7	203,8	245,4	
<b>Secteur:</b> BIENS DE CONSOMMATION			Capitalisation boursière	+Haut	14,500DT	17,140DT	17,140DT	Dette nette (en MDT)	119,7	206,3	224,9	256,1
<b>Principaux actionnaires</b>		Vol. des transactions hebdo.	+Bas	14,300DT	14,000DT	13,310DT	Gearing	66,9%	98,3%	101,4%	109,3%	
Sté JM HOLDING	67,0%		<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	339,2	373,4	425,7	510,8	
SQM FRONTIER AFRICA	6,0%		VE/CA	2,6x	2,6x	2,3x	2,0x	EBITDA (en MDT)	64,7	72,1	88,2	98,9
<b>Part. étrangère</b>			VE/EBITDA	13,7x	13,5x	11,3x	10,4x	EBIT (en MDT)	45,6	54,9	69,0	77,3
	19,0%		VE/EBIT	19,5x	17,7x	14,4x	13,2x	Résultat net (en MDT)	33,2	24,6	29,8	31,3
Fonds propres	166,0 MDT		P/E	23,1x	31,2x	25,7x	24,6x	BPA (en DT)	0,623	0,462	0,559	0,586
Nombre d'actions	53,3 Mi		Div Yield	-	-	1,4%	1,7%	DPA (en DT)	0,000	0,000	0,200	0,240
Valeur nominale	1,0 DT		P/B	5,0x	4,6x	4,4x	4,2x	Pay out	0,0%	0,0%	65,7%	75,3%
<b>Cours du 29/06/2018</b>							ROE	20,2%	12,9%	14,8%	14,7%	
<b>14,400 DT</b>												
<b>Acheter</b>												

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -3-

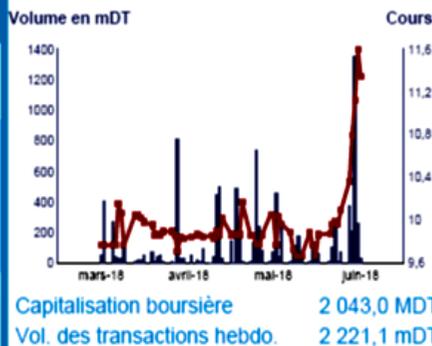
**OTH :** Leader régional de la câblerie et de la mécatronique, la société ne cesse d'accroître son activité et notamment à l'export, avec un CA prévisionnel 2019 pouvant atteindre les 1 milliard de dinar.

ONE TECH HOLDING		Code ISIN TN0007530017	Indicateurs boursiers		Indic. financiers												
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p							
<b>Marché:</b> Marché principal			Variation	1,9%	22,9%	64,8%	BFR (en MDT)	129,4	120,0	142,4	166,1						
<b>Secteur:</b> INDUSTRIES			+Haut	16,100DT	16,300DT	16,300DT	Dette nette (en MDT)	6,0	40,1	47,7	50,4						
<b>Principaux actionnaires</b>			+Bas	15,640DT	12,900DT	9,600DT	Gearing	2,1%	12,5%	13,2%	12,3%						
SELLAMI Moncef	25,3%	Cours du 29/06/2018 <b>16,100 DT</b>	<b>Ratios</b>				2016	2017	2018p	2019p	CA (en MDT)	573,6	698,7	842,6	960,6		
SELLAMI Slim	10,2%		2016	2017	2018p	2019p	EBITDA (en MDT)	59,3	71,4	94,2	105,5						
<b>Part. étrangère</b>			VE/CA	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x	EBIT (en MDT)	37,5	49,7	67,1	77,0	Résultat net (en MDT)	26,9	42,0	50,3	56,0
Fonds propres	213,8 MDT	<b>Acheter</b>	VE/EBITDA	14,7x	12,7x	9,7x	8,7x	BPA (en DT)	0,502	0,784	0,938	1,045	DPA (en DT)	0,260	0,300	0,300	0,320
Nombre d'actions	53,6 Mi		VE/EBIT	23,2x	18,2x	13,6x	11,9x	Pay out	82,8%	94,6%	94,7%	101,0%	ROE	9,3%	14,3%	15,3%	15,3%
Valeur nominale	1,0 DT		P/E	32,1x	20,5x	17,2x	15,4x										
			Div Yield	1,6%	1,9%	1,9%	2,0%										
			P/B	4,1x	4,0x	4,0x	4,0x										



**PGH :** L'une des valeurs les plus solides du marché par la diversité de son activité. Son chiffre d'affaires prévu pour 2018 dépassera probablement la barre des 2 milliards de dinars avec un résultat net estimé de près de 160 MDT. Les investissements diversifiés en bourse ou elle détient près de 10 % de la SFBT sont aussi un facteur de récurrence des bénéfices.

POULINA GP HOLDING		Code ISIN TN0005700018	Indicateurs boursiers		Indic. financiers												
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p							
<b>Marché:</b> Marché principal			Variation	12,0%	13,4%	47,4%	BFR (en MDT)	632,0	850,6	1 100,2	1 076,8						
<b>Secteur:</b> BIENS DE CONSOMMATION			+Haut	11,600DT	11,600DT	11,600DT	Dette nette (en MDT)	1 122,8	1 334,5	1 509,2	1 570,8						
<b>Principaux actionnaires</b>			+Bas	10,365DT	9,665DT	7,745DT	Gearing	166,7%	174,2%	173,0%	158,6%						
Founders Capital Partners (FCP)	74,4%	Cours du 29/06/2018 <b>11,350 DT</b>	<b>Ratios</b>				2016	2017	2018p	2019p	CA (en MDT)	1 705,0	1 928,5	2 181,4	2 269,9		
Sté El Hana	6,4%		2016	2017	2018p	2019p	EBITDA (en MDT)	266,5	293,3	332,2	370,4						
<b>Part. étrangère</b>			VE/CA	1,9x	1,8x	1,6x	1,6x	EBIT (en MDT)	165,3	165,9	193,4	223,2	Résultat net (en MDT)	90,7	138,5	158,7	176,8
Fonds propres	413,0 MDT	<b>Acheter</b>	VE/EBITDA	11,9x	11,5x	10,7x	9,8x	BPA (en DT)	0,504	0,770	0,882	0,982	DPA (en DT)	0,280	0,335	0,350	0,350
Nombre d'actions	180,0 Mi		VE/EBIT	19,1x	20,4x	18,4x	16,2x	Pay out	66,0%	78,4%	73,8%	64,2%	ROE	13,7%	18,4%	18,5%	18,2%
Valeur nominale	1,0 DT		P/E	22,5x	14,7x	12,9x	11,6x										
			Div Yield	2,5%	3,0%	3,1%	3,1%										
			P/B	5,3x	4,9x	4,5x	4,0x										



## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -4-

**ASSAD** : Les bénéfices de 2017 ont dépassé les espérances des actionnaires. Le projet de partenariat avec le groupe Bulgare MOBAT est en cours et devrait ouvrir de nouveaux horizons à la société.

ASSAD		Code ISIN TN0007140015	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>BIENS DE CONSOMMATION</b> Principaux actionnaires		Cours du 29/06/2018  <b>9,360 DT</b>			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p		
KALLEL Abdelwaheb	11,9%				<b>Acheter</b>	Capitalisation boursière <b>112,3 MDT</b> Vol. des transactions hebdo. <b>306,9 mDT</b>		Variation	0,8%	4,0%	31,8%	BFR (en MDT)	58,9	67,3
KALLEL Abdesslem	9,4%	+Haut	9,360DT	9,850DT				9,850DT	Dette nette (en MDT)	45,2	42,5	44,6	46,5	
Part. étrangère					+Bas	9,160DT	8,750DT	7,100DT	Gearing	101,4%	79,6%	71,5%	64,2%	
Fonds propres	44,3 MDT				<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	97,5	120,2	134,6	148,0	
Nombre d'actions	12,0 Mi				2016	2017	2018p	2019p	EBITDA (en MDT)	15,4	24,6	27,8	30,9	
Valeur nominale	1,0 DT				VE/CA	1,6x	1,3x	1,2x	1,1x	EBIT (en MDT)	6,6	14,6	16,8	18,8
					VE/EBITDA	10,2x	6,3x	5,6x	5,1x	Résultat net (en MDT)	2,8	9,3	11,3	12,6
					VE/EBIT	23,9x	10,6x	9,3x	8,5x	BPA (en DT)	0,232	0,775	0,943	1,049
					P/E	40,4x	12,1x	9,9x	8,9x	DPA (en DT)	0,060	0,000	0,000	0,000
					Div Yield	0,6%	-	-	-	Pay out	66,5%	0,0%	0,0%	0,0%
					P/B	3,0x	2,5x	2,2x	1,9x	ROE	6,5%	17,9%	18,7%	17,9%

**EURO-CYCLES** : La société est totalement exportatrice et bénéficie d'une dette nette négative. Avec la chute régulière du dinar face aux monnaies étrangères, la société est structurellement favorisée. Malgré le léger recul du chiffre d'affaires que connaîtra la société, elle gardera un niveau de rentabilité satisfaisant.

EURO-CYCLES		Code ISIN TN0007570013	Volume en mDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
Marché: <b>Marché principal</b> Secteur: <b>BIENS DE CONSOMMATION</b> Principaux actionnaires		Cours du 29/06/2018  <b>31,100 DT</b>			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p		
ESSAYEH Habib	33,1%				<b>Acheter</b>	Capitalisation boursière <b>251,9 MDT</b> Vol. des transactions hebdo. <b>1 431,1 mDT</b>		Variation	2,5%	20,7%	-2,1%	BFR (en MDT)	16,7	28,2
REKIK Mohamed	10,7%	+Haut	31,100DT	33,850DT				33,850DT	Dette nette (en MDT)	-12,8	-4,7	-7,2	-9,3	
Part. étrangère					+Bas	29,960DT	25,000DT	23,950DT	Gearing	-32,1%	-10,6%	-15,4%	-18,4%	
Fonds propres	38,5 MDT				<b>Ratios</b>				CA (en MDT)	80,3	83,8	80,4	88,5	
Nombre d'actions	8,1 Mi				2016	2017	2018p	2019p	EBITDA (en MDT)	16,1	16,9	15,4	17,1	
Valeur nominale	1,0 DT				VE/CA	3,0x	3,0x	3,0x	2,7x	EBIT (en MDT)	15,5	16,0	14,3	15,7
					VE/EBITDA	14,8x	14,7x	15,9x	14,2x	Résultat net (en MDT)	14,3	15,5	15,2	16,1
					VE/EBIT	15,5x	15,5x	17,1x	15,5x	BPA (en DT)	1,768	1,919	1,877	1,985
					P/E	17,6x	16,2x	16,6x	15,7x	DPA (en DT)	1,400	1,500	1,500	1,550
					Div Yield	4,5%	4,8%	4,8%	5,0%	Pay out	79,9%	86,2%	74,6%	72,4%
					P/B	7,0x	6,5x	5,8x	5,2x	ROE	36,0%	35,3%	32,5%	31,7%

## PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ AFC -5-

**TELNET** : Première en Tunisie dans la technologie de l'information et récemment partenaire avec ALTRAN (leader mondial en solutions d'ingénierie et innovation) TELNET ne pourra qu'optimiser son savoir-faire en offrant à ses clients davantage de produits plus adaptés à leurs besoins. Ce rapprochement ne pourra qu'être que bénéfique .

TELNET HOLDING		Code ISIN TN0007440019	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2017	un an glissant	2016	2017	2018p	2019p		
<b>Marché:</b> Marché principal <b>Secteur:</b> DIVERS <b>Principaux actionnaires</b>		<b>Cours du 29/06/2018</b>  <b>9,650 DT</b>  <b>Acheter</b>					BFR (en MDT)	3,1	-2,2	2,2	6,6	
<b>HIKMA PARTICIPATIONS</b> 32,9% <b>TITAN TECHNOLOGIES</b> 7,0% <b>Part. étrangère</b> 3,4% <b>Fonds propres</b> 17,9 MDT <b>Nombre d'actions</b> 11,0 Mi <b>Valeur nominale</b> 1,0 DT			<b>Capitalisation boursière</b> 106,4 MDT <b>Vol. des transactions hebdo.</b> 880,3 mDT	Variation	2,9%	62,2%	85,5%	Dette nette (en MDT)	-2,2	-18,3	-15,4	-12,8
			+Haut	9,650DT	9,900DT	9,900DT	Gearing	-12,2%	-58,1%	-44,3%	-33,8%	
			+Bas	9,240DT	5,860DT	5,170DT	CA (en MDT)	39,3	43,5	46,6	51,5	
			<b>Ratios</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018p</b>	<b>2019p</b>	EBITDA (en MDT)	4,8	7,4	8,1	9,5
			VE/CA	2,7x	2,0x	2,0x	1,8x	EBIT (en MDT)	2,5	4,0	4,6	6,0
			VE/EBITDA	21,5x	12,0x	11,2x	9,9x	Résultat net (en MDT)	2,9	17,1	5,7	6,0
			VE/EBIT	41,4x	22,0x	19,8x	15,6x	BPA (en DT)	0,267	1,549	0,517	0,544
			P/E	36,1x	6,2x	18,7x	17,7x	DPA (en DT)	0,200	0,500	0,500	0,500
			Div Yield	2,1%	5,2%	5,2%	5,2%	Pay out	188,5%	91,3%	106,0%	100,3%
			P/B	7,5x	5,9x	5,4x	4,9x	ROE	16,7%	54,9%	16,7%	16,0%

# 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](mailto: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 contenus.*