

Revue Stratégie

deuxième semestre 2019



"En vérité, le chemin importe peu, la volonté d'arriver suffit à tout."

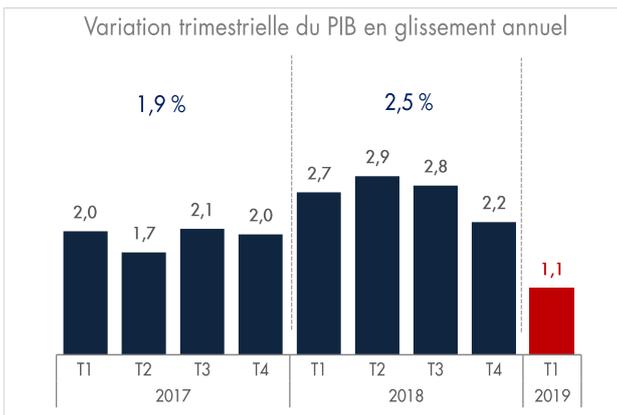
Albert Camus.

AFC

المستشارون الماليون العرب
ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

GRUPE ATB

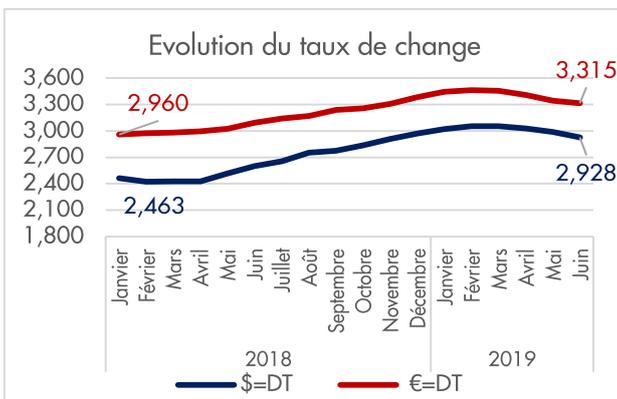
Conjoncture économique



Croissance économique

Les derniers chiffres de la croissance ne sont pas très rassurants. En effet, le PIB affiche une progression de 1,1% au premier trimestre 2019, ce qui rend l'objectif de 3% de croissance en 2019 difficilement atteignable. Les prévisions des institutions internationales pour la Tunisie sont pour un taux de croissance du PIB à 2,7% en 2019. Ces prévisions pourraient faire l'objet d'une nouvelle révision à la baisse dans la mesure où l'agriculture qui a été le booster de la croissance en 2018 avec près de 10% de hausse, affiche une croissance négative au premier trimestre de l'année en cours.

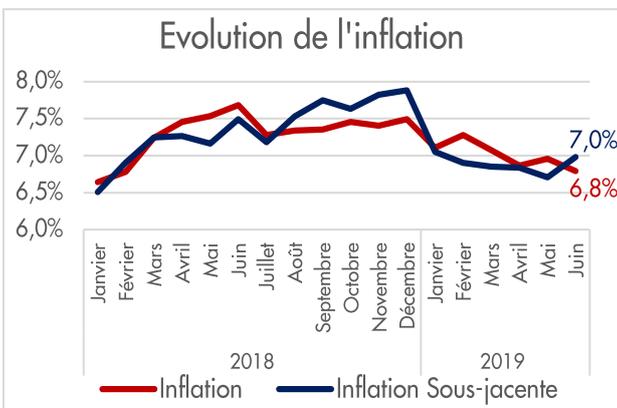
Il y a lieu de signaler qu'en termes de poids dans le PIB, 37% des activités (agriculture et pêche, industries manufacturières et industries non manufacturières) ont enregistré des variations négatives en ce premier trimestre de 2019.



Taux de change mensuel moyen

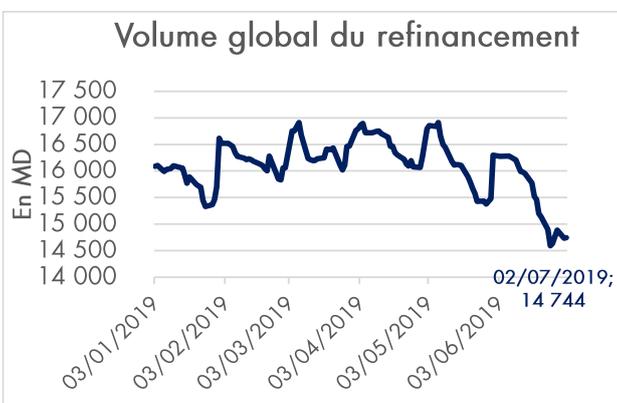
En juin 2019, le dinar s'est apprécié de 0,83% par rapport à l'euro et de 2,05% par rapport au dollar américain et ce, par rapport au mois précédent.

Depuis le début de l'année, le dinar s'est apprécié de 2,1% par rapport à l'euro et de 1,5% par rapport au dollar américain.



L'inflation

L'inflation a légèrement décéléré pour atteindre 6,8% en Juin 2019. L'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) a augmenté à 7% contre 6,7% au mois précédent.



Volume de refinancement

Après avoir atteint 16,9 milliards de dinars au début du mois de mai, le volume de refinancement des banques débute le mois de juillet à 14,7 milliards soit 12,8% en moins et ce, suite aux restrictions « imposées de facto » par le FMI. Cette action a été bénéfique, en partie, puisqu'elle a permis au dinar tunisien, du fait de sa rareté, d'augmenter face aux devises étrangères.

Bilan boursier



Le Tunindex a enregistré, durant le premier semestre 2019, une contre-performance de -1,69%. Depuis 2011, c'est la première fois que le marché enregistre un rendement négatif au premier semestre d'une année. Au niveau sectoriel, les valeurs bancaires ont enregistré une légère baisse de -0,7% et ce, malgré la hausse de leurs bénéfices pour l'exercice 2018. Cette année fut marquée par la hausse du TMM qui a entraîné une augmentation des revenus en intérêts.

Plombé par une crise de liquidité couplée à une hausse des taux de refinancement, le secteur du leasing enregistre une contre-performance de -15,5%. Le secteur des matériaux de construction recule de 8,8% en ce premier semestre expliqué par la mévente du secteur immobilier. Ce dernier a connu aussi un rendement négatif en bourse de -5,9%.

Le secteur des assurances tire son épingle du jeu en réalisant une performance de plus de 30%, sachant que les bénéfices du secteur ont connu une hausse de 43,6% en 2018. Il faut noter que compte tenu de l'étroitesse du flottant de ce secteur et de l'opération de reclassement de ses participations de la BT, l'Astrée va enregistrer une belle plus-value qui s'est répercutée

Secteur	Performance 1er semestre 2019	Croissance des bénéfices 2018/2017
Bancaire	-0,7%	13,2%
Agro-alimentaire	0,7%	5,9%
Biens de consommation	2,9%	3,3%
Distribution automobile	-5,3%	-8,9%
Leasing	-15,5%	-9,6%
Assurances	30,3%	43,6%
Industrie	8,0%	61,9%
Sociétés d'investissements	-4,1%	27,9%
Matériaux de construction	-8,8%	36,2%
Pharmaceutique	16,2%	23,1%
Distribution générale	-3,5%	-70,7%
Immobilier	-5,9%	-34,5%
Divers	11,4%	-28,8%
Infrastructures et travaux publics	-8,7%	-27,9%

sur le titre (+70%). Le secteur des industries pharmaceutiques a également réalisé une hausse de ses bénéfices de l'ordre de 23,1%. À la BVMT, le secteur enregistre une performance de 16,2% au terme du premier semestre 2019.

La hausse des bénéfices du secteur de l'industrie (+61,9%) s'explique en grande partie par la fulgurante croissance du résultat de la société ICF.



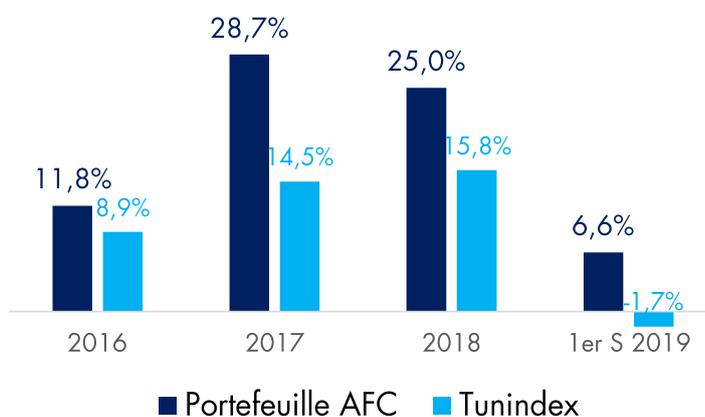
Plus fortes hausses du 1 ^{er} s 2019			Plus fortes baisses du 1 ^{er} s 2019			Plus gros volumes du 1 ^{er} s 2019		
Valeur	Performance	Cours de clôture	Valeur	Performance	Cours de clôture	Valeur	Volume	Performance
MPBS	80,7%	6,18	SERVICOM	-65,8%	0,63	UNIMED	135 052	22,29%
ASTREE	75,1%	62,99	MIP	-63,3%	0,22	BT	84 708	-4,26%
CELLCOM	62,0%	2,43	SCB	-46,4%	1,11	SFBT	69 883	2,54%
SOTIPAPIER	39,5%	6,20	M. Leasing	-45,5%	1,75	ICF	45 532	18,78%
SIPHAT	38,6%	3,95	CC	-41,8%	1,20	BIAT	33 832	-3,77%
ATB	27,1%	4,58	AMS	-38,4%	0,69	ATTIJARI BANK	24 358	-8,78%
TELNET H.	26,0%	11,40	UADH	-36,9%	1,18	TELNET H.	23 584	26,04%
TUVAL	24,3%	17,83	GIF-FILTER	-31,4%	0,70	OTH	21 307	-2,38%

Parmi les valeurs dont il faut signaler le comportement, **l'ATB** surperforme le secteur bancaire malgré une performance intrinsèque mitigée mais portée par des anticipations favorables avec l'arrivée d'un nouveau DG. **Servicom** dévise en raison de la non

concrétisation d'une opération d'entrée d'un fonds étranger dans son capital. **Unimed** a enregistré un fort volume conséquence de la sortie d'un fond étranger racheté par le fondateur.

← NOTRE SÉLECTION DE VALEURS APPELÉE « PORTEFEUILLE AFC » ENREGISTRE AINSI POUR LE 7^{ÈME} SEMESTRE CONSÉCUTIF UNE PERFORMANCE SUPÉRIEURE À L'INDICE. →

Valeur	Rendement au 1 ^{er} semestre 2019
BIAT	-3,8%
OTH	-2,4%
PGH	6,7%
SAH	-6,9%
SFBT	3,0%
SOTUVER	12,2%
TELNET	26,0%
TPR	3,8%
TVAL	20,8%
Portefeuille AFC	6,6%
TUNINDEX	-1,7%



RÉALISATION DE NOTRE PORTEFEUILLE

Notre portefeuille recommandé pour le premier semestre 2019 a réalisé une performance de 6,6% contre un recul du Tunindex de -1,7% sur la même période. Les stars du portefeuille étaient TELNET et Tunisie Valeurs avec des performances respectives de 26% et 20,8%.

SAH réalise une contre performance de -6,9% principalement en raison de l'opération d'augmentation de capital de la société en numéraire. La valeur BIAT recule de -3,8% dans le sillage du secteur malgré ses réalisations financières conséquentes.

Stratégie pour le deuxième semestre 2019

(En MDT)	Bénéfices	VAR	Bénéfices	VAR	Bénéfices	VAR	Bénéfices	TCAM
Secteur	2017	18/17	2018	19/18	2019 p*	20/19	2020 p*	20/17
Bancaire	1069,2	13%	1210,2	8%	1310,6	6%	1387,2	9%
Agro-alimentaire	215,5	6%	228,3	9%	249,6	9%	271,9	8%
Biens de consommation	192,4	3%	198,8	16%	231,4	15%	265,0	11%
Distribution automobile	80,4	-9%	73,3	-9%	67,0	4%	69,8	-5%
Leasing	59,6	-10%	53,9	-6%	50,8	3%	52,4	-4%
Assurances	40,5	44%	58,2	8%	63,0	11%	69,9	20%
Industrie	85,4	62%	138,4	10%	152,5	12%	171,4	26%
Sociétés d'investissements	19,8	28%	25,3	-13%	21,9	5%	23,0	5%
Matériaux de construction	26,1	36%	35,5	3%	36,5	18%	42,9	18%
Pharmaceutique	17,4	23%	21,5	12%	24,1	13%	27,2	16%
Distribution générale	10,4	-71%	3,1	62%	4,9	57%	7,8	-9%
Immobilier	5,0	-35%	3,3	7%	3,5	28%	4,5	-4%
Divers	21,7	-29%	15,4	17%	18,0	63%	29,3	11%
Infrastructures et travaux publics	6,6	-28%	4,8	-20%	3,8	11%	4,2	-14%
Total	1850,1	12%	2069,7	8%	2237,5	8%	2426,6	9%

(*) Prévisions mises à jour le 5/7/2019. Somme des bénéfices consolidés

L'ensemble des valeurs cotées en 2018 ont vu leurs bénéfices croître de 12% avec un rythme assez important pour le secteur bancaire qui représentait 58% des bénéfices totaux. Un net ralentissement des résultats bénéficiaires est prévu pour l'année 2019 en raison principalement du freinage de la croissance des bénéfices du secteur financier et particulièrement celui du leasing et des assurances. En effet, à l'opposé de l'année 2018 qui a vu les taux d'intérêts s'envoler avec le taux directeur de la BCT qui passe de 5% à 6,75% et le TMM de 5,53% à 7,24%; 2019 enregistre un palier avec pour l'instant une hausse de 100 points du TD en février qui reste encore inchangé et un TMM qui n'a « répercuté » que 59 points de base de cette hausse. D'ici la fin de l'année nous ne pouvons exclure une hausse du TD notamment si l'inflation dépassait la barre

des 7% ce qui nous semble difficile mais pas impossible.

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

Cette approche nous mène à nous orienter davantage vers une vision de stock picking s'appuyant sur une vision macroéconomique des anticipations de l'économie (approche Top Down).

Les valeurs défensives de l'agroalimentaire, de l'industrie pharmaceutique et des biens de consommation -SFBT, SAH, PGH, UNIMED- ; ainsi que les entreprises majoritairement exportatrices qui malgré (heureusement!) la bonne tenue du dinar devrait consolider leurs parts des marchés extérieurs -SOTUVER, TPR, TELNET-



Et enfin des valeurs de Leadership comme la BIAT dans le secteur bancaire; et d'upside toujours dans le secteur financier **avec une histoire à raconter et à partager** comme l'ATB qui va connaître une nouvelle direction après deux décennies et Tunisie Valeurs qui devrait changer de business model en passant à la banque d'affaires.

En réalité, encore une fois, c'est le stock picking allié à une vision top-down qui a guidé notre démarche de sélection.

Nous avons donc décidé de privilégier les valeurs ayant le profil suivant:

- Les défensives :
SFBT, SAH, PGH, UNIMED
- Les exportatrices :
SOTUVER, TPR, TELNET
- La banque leader:
BIAT,
- Les situations d'Upside:
ATB et TUNISIE VALEURS

Valeur	Upside	Défensive	Exportatrice	Leader
ATB	●			
BIAT				●
PGH		●		●
SAH	●	●	●	●
SFBT		●		●
SOTUVER	●		●	●
TELNET	●		●	
TPR			●	●
TUNISIE VALEURS	●			●
UNIMED	●	●		●

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

Portefeuille AFC S2 – 2019

ATB

Cours cible : 6,60

ATB		Code ISIN TNO003600350	Indicateurs boursiers		Indic. financiers							
Marché: Marché principal		Cours du 28/06/2019 4,580 DT	Perf.	depuis le 31/12/2018	2017	2018	2019p	2020p				
Secteur: BANCAIRE			Variation	12,5%	27,0%	10,9%	11,9%	-	-			
Principaux actionnaires		Acheter	+Haut	4,610DT	4,610DT	4,610DT	58,0%	56,6%				
ARAB BANK PLC 64,2%			+Bas	4,190DT	2,740DT	2,740DT	10,9%	10,2%	-			
Groupe ZERZERI 5,4%		Capitalisation boursière	Ratios		2017	2018	2019p	2020p				
Part. étrangère 64,3%		458,0 MDT	P/E	14,5x	47,2x	14,1x	8,3x	239,7	249,0	259,8	291,1	
Fonds propres 546,5 MDT	Nombre d'actions 100,0 Mi	Vol. des transactions hebdo. 3 000,6 mDT	Div Yield	5,0%	1,5%	4,4%	5,0%	45,4	12,8	34,2	57,1	
Valeur nominale 1,0 DT			P/B	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	Résultat net (en MDT)	31,6	9,7	32,4	55,0
								BPA (en DT)	0,316	0,097	0,324	0,550
								DPA (en DT)	0,230	0,070	0,200	0,230
								Pay out	76,4%	95,9%	64,2%	44,8%
								ROE	5,4%	1,7%	5,5%	9,0%

La banque devrait profiter d'un nouveau dynamisme en 2019 avec l'arrivée d'un nouveau DG après deux décennies de gestion sous la houlette de Ferid Ben Tanfous qui la fait passer d'une petite banque de 30 agences à un acteur majeur avec plus de 130 agences. L'ATB commencera à améliorer ses résultats dès 2019 après deux années difficiles mais avec un potentiel sauvegardé.

Evolution du cours de l'ATB depuis 2008

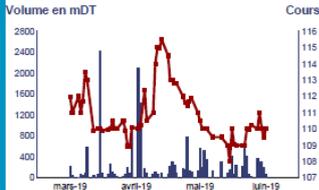


	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019p
PNB	117,3	126,1	144,9	147,7	160,1	169,1	175,8	203,0	215,7	239,7	249,0	260,0
Evolution		7,5%	14,9%	1,9%	8,4%	5,6%	3,9%	15,5%	6,3%	11,1%	3,9%	4,4%
RNPG	40,0	49,3	56,4	34,9	52,3	53,4	55,2	61,3	47,8	31,6	9,7	32,4
Evolution		23,3%	14,3%	-38,2%	50,1%	2,1%	3,3%	11,0%	-22,0%	-33,8%	-69,4%	234,4%

Portefeuille AFC S2 – 2019

BIAT

Cours cible : 170

BIAT		Code ISIN TN0001800457	Indicateurs boursiers		Indic. financiers								
Marché: Marché principal Secteur: BANCAIRE Principaux actionnaires Groupe MABROUK 39,5% Groupe Aziz MILAD 12,9% Part. étrangère 1,0%		Cours du 28/06/2019 110,000 DT Acheter	Volume en MDT 		Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	TCC	2017	2018	2019p	2020p
Fonds propres 1 235,3 MDT Nombre d'actions 17,0 Mi Valeur nominale 10,0 DT			Capitalisation boursière 1 870,0 MDT Vol. des transactions hebdo. 1 248,0 MDT	Variation	-0,2%	-3,8%	-31,9%	TCCC	63,8%	57,2%	-	-	-
				+Haut	111,000DT	117,000DT	172,000DT	Coef. d'exp	47,0%	46,6%	46,6%	47,0%	
				+Bas	109,500DT	103,640DT	103,640DT	R. solvabilité	10,8%	10,2%	-	-	
				Ratios	2017	2018	2019p	2020p	PNB (en MDT)	788,4	919,9	995,7	1 066,8
				VE/CA	8,9x	7,2x	6,3x	6,0x	EBIT (en MDT)	323,1	395,7	429,4	455,1
				VE/EBITDA	12,5x	10,4x	9,2x	7,6x	Résultat net (en MDT)	209,0	261,1	295,7	313,6
				VE/EBIT	22,1x	16,5x	13,9x	11,2x	BPA (en DT)	12,294	15,362	17,394	18,448
				P/E	16,9x	15,3x	14,0x	12,5x	DPA (en DT)	4,250	5,000	5,200	5,400
				Div Yield	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%	Pay out	33,8%	31,8%	29,2%	28,6%
				P/B	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x	ROE	20,1%	21,2%	22,4%	22,5%

Première banque privée de la place, les bénéfices de la BIAT ont atteint des records en 2018 à plus de 260 MDT. En 2019, le PNB de la banque devrait s'approcher des 1 milliard de dinars avec un bénéfice de plus de 290 MDT. La banque bénéficie du coût de ressources le plus faible grâce à sa forte part sur les dépôts à vue. Le leader du secteur possède des ratios de valorisation très attractifs avec 6,3 fois ses bénéfices de 2019 et un ROE parmi les meilleurs du secteur à plus de 22% en 2019.

PGH

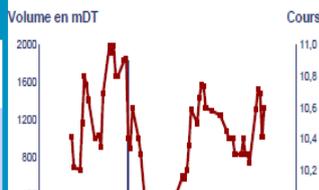
Cours cible : 14,30

POULINA GP HOLDING		Code ISIN TN0005700018	Indicateurs boursiers		Indic. financiers								
Marché: Marché principal Secteur: BIENS DE CONSOMMATION Principaux actionnaires Founders Capital Partners (FCP) 74,4% Sté El Hana 6,4% Part. étrangère 0,7%		Cours du 28/06/2019 13,000 DT Acheter	Volume en MDT 		Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	BFR (en MDT)	360,3	334,0	347,5	361,6
Fonds propres 426,8 MDT Nombre d'actions 180,0 Mi Valeur nominale 1,0 DT			Capitalisation boursière 2 340,0 MDT Vol. des transactions hebdo. 120,6 MDT	Variation	2,7%	6,7%	19,9%	Dette nette (en MDT)	1 334,5	1 452,0	1 394,3	1 318,5	
				+Haut	13,000DT	16,195DT	16,195DT	Gearing	174,2%	167,5%	142,7%	119,6%	
				+Bas	12,375DT	10,665DT	10,665DT	CA (en MDT)	1 928,5	2 162,7	2 357,3	2 581,3	
				Ratios	2017	2018	2019p	2020p	EBITDA (en MDT)	293,3	364,4	407,7	482,8
				VE/CA	1,9x	1,8x	1,6x	1,4x	EBIT (en MDT)	165,9	229,5	268,7	327,1
				VE/EBITDA	12,5x	10,4x	9,2x	7,6x	Résultat net (en MDT)	138,5	152,5	166,7	186,7
				VE/EBIT	22,1x	16,5x	13,9x	11,2x	BPA (en DT)	0,769	0,847	0,926	1,037
				P/E	16,9x	15,3x	14,0x	12,5x	DPA (en DT)	0,335	0,335	0,350	0,350
				Div Yield	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%	Pay out	78,4%	81,4%	77,8%	73,3%
				P/B	5,7x	5,5x	5,3x	5,2x	ROE	18,4%	18,0%	17,4%	17,3%

L'une des valeurs les plus solides du marché par la diversité de ses activités. Le chiffre d'affaires de 2018 a largement dépassé la barre des 2 milliards de dinars avec un RNPG record de 152,5 MDT. Le Groupe devrait se reconcentrer sur ses métiers de base qui bénéficient d'un taux d'intégration verticale. A l'horizon 2020, le CA du Groupe devrait avoisiner les 2,6 milliards de dinars avec des bénéfices proches des 190 MDT.

SAH

Cours cible : 13,50

SAH		Code ISIN TN0007610017	Indicateurs boursiers		Indic. financiers								
Marché: Marché principal Secteur: BIENS DE CONSOMMATION Principaux actionnaires Sté JM HOLDING 62,7% Blakeney 10,6% Part. étrangère 20,5%		Cours du 28/06/2019 10,600 DT Acheter	Volume en MDT 		Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	BFR (en MDT)	214,5	241,1	293,5	338,8
Fonds propres 173,9 MDT Nombre d'actions 65,3 Mi Valeur nominale 1,0 DT			Capitalisation boursière 692,7 MDT Vol. des transactions hebdo. 725,4 MDT	Variation	3,4%	-6,9%	-16,2%	Dette nette (en MDT)	206,3	214,2	249,4	258,2	
				+Haut	10,720DT	11,600DT	12,971DT	Gearing	98,3%	95,5%	99,0%	94,6%	
				+Bas	10,410DT	9,850DT	9,850DT	CA (en MDT)	373,4	440,4	613,0	780,0	
				Ratios	2017	2018	2019p	2020p	EBITDA (en MDT)	72,1	62,1	96,2	111,2
				VE/CA	2,4x	2,1x	1,5x	1,2x	EBIT (en MDT)	54,9	45,3	77,4	90,1
				VE/EBITDA	12,5x	14,6x	9,8x	8,6x	Résultat net (en MDT)	24,6	22,8	40,5	51,1
				VE/EBIT	16,4x	20,0x	12,2x	10,6x	BPA (en DT)	0,377	0,349	0,620	0,782
				P/E	28,1x	30,4x	17,1x	13,6x	DPA (en DT)	0,000	0,000	0,200	0,300
				Div Yield	-	-	1,9%	2,8%	Pay out	0,0%	0,0%	66,7%	77,0%
				P/B	4,2x	4,0x	3,8x	3,6x	ROE	12,9%	11,4%	18,9%	22,0%

C'est une société dans un secteur de biens de consommation et dont les bénéfices devraient croître de 30% en 2019 à 570 MDT. Depuis 2015, SAH n'a pas distribué de dividendes pour privilégier l'investissement tant dans la diversification que dans le développement de ses métiers. Le Groupe a créé la société « AZUR DETERGENT » qui sera la nouvelle unité de production de SAH fournissant une gamme complète de produits détergents et dont les produits commencent à être commercialisés. SAH compte profiter d'une part de ses grands réseaux de distribution d'autre part par des avantages concurrentiels en tant que producteur local. Les bénéfices de 2019 devraient s'accroître de près de 78% par rapport à ceux de 2018 à plus de 40 MDT.

Portefeuille AFC S2 – 2019

SFBT

Cours cible : 21,50

SFBT		Code ISIN TN0001100254	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: Marché principal	Secteur: IND. AGRO-ALIMENTAIRES				Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	BFR (en MDT)	2017	2018p	2019p	2020p
Principaux actionnaires		Variation			-0,5%	3,0%	9,5%	BFR (en MDT)	180,8	318,5	365,7	411,5	
Groupe CASTEL 57,1%		+Haut	19,700DT	20,300DT	20,300DT	BFR (en MDT)	-153,9	-159,6	-161,8	-175,4			
Groupe POULINA 9,2%		+Bas	19,150DT	18,392DT	17,867DT	BFR (en MDT)	996,9	1 131,4	1 227,5	1 319,6			
Part. étrangère 59,3%		Ratios	2017	2018p	2019p	2020p	EBITDA (en MDT)	288,2	304,5	330,5	355,1		
Fonds propres 609,8 MDT		VE/CA	3,7x	3,3x	3,0x	2,8x	EBIT (en MDT)	211,3	224,5	245,7	266,1		
Nombre d'actions 198,0 Mi		VE/EBITDA	12,9x	12,2x	11,3x	10,4x	Résultat net (en MDT)	172,1	177,3	193,0	209,8		
Valeur nominale 1,0 DT		VE/EBIT	17,6x	16,6x	15,1x	13,9x	BPA (en DT)	0,869	0,895	0,975	1,059		
		P/E	22,6x	21,9x	20,1x	18,5x	DPA (en DT)	0,650	0,650	0,650	0,650		
		Div Yield	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	Pay out	69,1%	72,2%	66,3%	61,0%		
		P/B	7,2x	6,4x	5,6x	4,8x	ROE	20,4%	19,3%	19,2%	19,0%		

C'est la Blue chip de la Bourse de Tunis. Son secteur, son management, ses dividendes récurrents, sa capitalisation et sa liquidité, tout militent pour la posséder dans son portefeuille. Le groupe de fabrication et de commercialisation de boissons continuera de jouir de sa position de leader dans ses différents produits agroalimentaires (Bière, sodas, eau minérale, jus) et nous montrera, comme à l'accoutumée une progression de ses résultats en 2019 et 2020.

SOTUVER

Cours cible : 11,20

SOTUVER		Code ISIN TN0006560015	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: Marché principal	Secteur: INDUSTRIES				Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	BFR (en MDT)	2017	2018	2019p	2020p
Principaux actionnaires		Variation			-0,2%	12,2%	12,8%	BFR (en MDT)	53,7	60,5	73,1	77,2	
Compagnie Financière d'Investiss 70,5%		+Haut	9,790DT	10,500DT	10,500DT	BFR (en MDT)	35,7	27,0	22,9	17,8			
LLOYD TUNISIEN 12,6%		+Bas	9,490DT	8,590DT	8,000DT	BFR (en MDT)	63,9%	40,4%	30,8%	21,7%			
Part. étrangère 0,2%		Ratios	2017	2018	2019p	2020p	CA (en MDT)	67,2	95,4	107,8	122,9		
Fonds propres 65,4 MDT		VE/CA	4,5x	3,1x	2,7x	2,3x	EBITDA (en MDT)	23,7	30,4	33,3	35,7		
Nombre d'actions 27,3 Mi		VE/EBITDA	12,8x	9,6x	8,7x	7,9x	EBIT (en MDT)	14,9	20,8	22,7	24,4		
Valeur nominale 1,0 DT		VE/EBIT	20,3x	14,1x	12,7x	11,6x	Résultat net (en MDT)	10,4	17,4	18,7	20,2		
		P/E	25,7x	15,3x	14,2x	13,2x	BPA (en DT)	0,380	0,639	0,688	0,741		
		Div Yield	2,7%	3,1%	3,3%	3,5%	DPA (en DT)	0,260	0,300	0,320	0,340		
		P/B	4,8x	4,1x	3,2x	2,6x	Pay out	64,9%	47,2%	42,5%	39,4%		
							ROE	18,7%	26,4%	25,5%	24,9%		

La société tourne aujourd'hui à pleine capacité de production. En 2018, SOTUVER a signé des contrats avec de grands Groupes tels que Heineken, Lesieur, Coca Cola et a consolidé sa position en Afrique. La société a également réussi son introduction sur les marchés du Moyen Orient. Le chiffre d'affaires du Groupe a connu une forte ascension en passant de 67 MDT en 2017 à plus de 95 MDT en 2018. Les bénéfices dégagés en 2018 sont de 17,4 MDT contre 10,4 MDT en 2017 et devraient aisément dépasser les 20 MDT en 2020. A partir de l'année 2021, année de mise en fonctionnement du troisième four, les résultats devront être boostés d'une manière significative. Depuis des années SOTUVER entreprend des actions pour la maîtrise de l'énergie. Sa centrale photovoltaïque de 10 MW devrait être fonctionnelle dans les deux années à venir.

TELNET

Cours cible : 13,20

TELNET HOLDING		Code ISIN TN0007440019	Volume en MDT	Cours	Indicateurs boursiers				Indic. financiers				
Marché: Marché principal	Secteur: DIVERS				Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	BFR (en MDT)	2017	2018	2019p	2020p
Principaux actionnaires		Variation			0,4%	26,0%	34,5%	BFR (en MDT)	9,6	13,8	16,2	18,1	
HIKMA Participations & FRIKHA 33,3%		+Haut	11,400DT	11,690DT	11,690DT	BFR (en MDT)	-24,1	-21,6	-20,1	-20,2			
TITAN Engineering 7,0%		+Bas	11,140DT	8,830DT	7,600DT	BFR (en MDT)	-76,5%	-64,0%	-58,6%	-58,3%			
Part. étrangère 2,0%		Ratios	2017	2018	2019p	2020p	CA (en MDT)	43,5	39,7	44,6	49,3		
Fonds propres 26,1 MDT		VE/CA	2,3x	2,6x	2,4x	2,1x	EBITDA (en MDT)	7,4	7,6	9,1	10,9		
Nombre d'actions 11,0 Mi		VE/EBITDA	13,8x	13,8x	11,6x	9,7x	EBIT (en MDT)	4,0	5,5	6,8	8,3		
Valeur nominale 1,0 DT		VE/EBIT	25,3x	19,1x	15,6x	12,7x	Résultat net (en MDT)	17,1	9,5	11,1	12,5		
		P/E	7,4x	13,3x	11,4x	10,1x	BPA (en DT)	1,549	0,857	1,002	1,134		
		Div Yield	4,4%	6,1%	6,1%	6,1%	DPA (en DT)	0,500	0,700	0,700	0,700		
		P/B	7,0x	4,8x	3,7x	2,9x	Pay out	91,3%	55,6%	52,3%	46,2%		
							ROE	54,9%	28,3%	32,8%	36,8%		

La joint-venture avec ALTRAN dont l'expérience et les synergies rapportées ont redonné vie à certaines activités, a permis à TELNET de s'orienter vers de nouvelles activités à forte valeur ajoutée. En effet, en 2018, TELNET a créé une filiale aux Etats Unis et entame la conception et la fabrication du premier nano-satellite tunisien pour 2020. TELNET a également signé un accord avec le groupe japonais FUJI IMVAC pour la fabrication des drones et lance, dans ce cadre, le projet Sfax Aerospace Valley spécialisé dans les technologies de l'espace qui devrait employer 500 ingénieurs. Si les promesses du management sont tenues, le fleuron tunisien qui a atteint une maturité technologique reconnue dans le monde entier pourrait surperformer toutes les prévisions.

Portefeuille AFC S2 – 2019

TPR

Cours cible : 5,50

TPR		Code ISIN TN0007270010	Volume en MDT		Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
Marché: Marché principal Secteur: MATERIAUX DE CONSTRUCTION Principaux actionnaires CFI 37,4% BAYAHI Yahia 12,2% Part. étrangère 0,8%		Cours du 28/06/2019 4,950 DT			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	BFR (en MDT)	2017	2018	2019p	2020p	
Fonds propres 113,3 MDT Nombre d'actions 50,0 Mi Valeur nominale 1,0 DT			Capitalisation boursière 247,5 MDT Vol. des transactions hebdo. 565,4 MDT	Variation	1,0%	3,8%	-2,6%	Dette nette (en MDT)	39,3	40,4	42,3	44,7		
		Acheter			+Haut	4,950DT	5,680DT	5,680DT	Gearing	10,2%	20,9%	24,1%	28,2%	
					+Bas	4,850DT	4,680DT	4,500DT	CA (en MDT)	154,4	188,7	220,8	258,4	
					Ratios	2017	2018	2019p	2020p	EBITDA (en MDT)	27,0	28,6	30,8	34,2
					VE/CA	1,7x	1,4x	1,3x	1,1x	EBIT (en MDT)	20,6	21,9	23,8	26,8
					VE/EBITDA	9,6x	9,5x	9,0x	8,3x	Résultat net (en MDT)	15,0	19,8	21,5	23,9
					VE/EBIT	12,5x	12,4x	11,6x	10,5x	BPA (en DT)	0,301	0,396	0,429	0,479
					P/E	16,5x	12,5x	11,5x	10,3x	DPA (en DT)	0,230	0,240	0,250	0,260
					Div Yield	4,6%	4,8%	5,1%	5,3%	Pay out	75,5%	64,9%	59,3%	53,8%
					P/B	2,3x	2,2x	2,0x	1,8x	ROE	14,6%	18,2%	18,4%	19,1%

En plus de sa position sur le marché local de leader incontestable du profilé aluminium, TPR a performé sur le marché de l'export et ce malgré une rude concurrence. Cet exploit est attribuable à la qualité supérieure des produits de la société. Au terme du premier trimestre de l'année en cours, TPR a réalisé une croissance de 30% de son chiffre d'affaires export et 10% pour le global. Cette tendance devrait se maintenir pour le reste de l'année au terme de laquelle les bénéfices devraient avoisiner les 22 MDT pratiquement 50% de plus que ceux de 2015.

TUNISIE VALEURS

Cours cible : 20,00

TUNISIE VALEURS		Code ISIN TN0007790017	Volume en MDT		Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
Marché: Marché principal Secteur: DIVERS Principaux actionnaires Integra Partners 35,3% Tunisie Leasing et Factoring 15,0% Part. étrangère 0,0%		Cours du 28/06/2019 17,830 DT			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	BFR (en MDT)	2017	2018	2019p	2020p	
Fonds propres 26,3 MDT Nombre d'actions 4,0 Mi Valeur nominale 5,0 DT			Capitalisation boursière 71,3 MDT Vol. des transactions hebdo. 294,1 MDT	Variation	-7,4%	20,8%	20,8%	Dette nette (en MDT)	-7,9	-10,4	-11,1	-11,7		
		Acheter			+Haut	19,180DT	19,850DT	19,850DT	Gearing	-58,3%	-67,1%	-69,5%	-80,4%	
					+Bas	17,560DT	15,900DT	15,900DT	CA (en MDT)	15,5	19,5	19,5	22,0	
					Ratios	2017	2018	2019p	2020p	EBITDA (en MDT)	5,6	8,0	6,4	6,5
					VE/CA	3,7x	2,8x	2,7x	2,1x	EBIT (en MDT)	4,4	5,5	5,3	5,5
					VE/EBITDA	10,3x	6,7x	8,1x	7,2x	Résultat net (en MDT)	3,5	6,0	5,8	6,1
					VE/EBIT	13,1x	9,8x	9,8x	8,5x	BPA (en DT)	0,868	1,500	1,450	1,525
					P/E	20,5x	11,9x	12,3x	11,7x	DPA (en DT)	1,040	0,900	1,000	1,000
					Div Yield	5,8%	5,0%	5,8%	5,6%	Pay out	59,9%	60,0%	52,6%	50,0%
					P/B	3,1x	2,7x	2,5x	2,4x	ROE	15,0%	22,8%	20,7%	20,1%

TUNISIE VALEURS est considérée comme « la Boutique de Finance » la plus développée de la place. Elle bénéficie de plusieurs atouts dont un capital humain doté d'une grande expertise dans les métiers de la finance de marché et un système d'information sur mesure, réalisé « in house » qui progressent avec l'entreprise. En termes d'actifs gérés, l'intermédiaire en Bourse gère plus de 700 MDT ce qui représente une part de marché de plus de 18%. La société a obtenu son agrément lui accordant le statut de banque d'affaires et lui ramenant ainsi de nouvelles perspectives. Nous estimons le chiffre d'affaires 2020 à 22 MDT avec des bénéfices dépassant les 6 MDT.

UNIMED

Cours cible : 11,80

UNIMED		Code ISIN TN0007720014	Volume en MDT		Indicateurs boursiers				Indic. financiers					
Marché: Marché principal Secteur: IND. PHARMACEUTIQUES Principaux actionnaires CHARFEDDINE RIDHA 54,4% CTKD 12,3% Part. étrangère 9,9%		Cours du 28/06/2019 10,150 DT			Perf.	semaine	depuis le 31/12/2018	un an glissant	BFR (en MDT)	2017	2018	2019p	2020p	
Fonds propres 93,4 MDT Nombre d'actions 32,0 Mi Valeur nominale 1,0 DT			Capitalisation boursière 324,8 MDT Vol. des transactions hebdo. 1 187,1 MDT	Variation	-1,8%	22,3%	15,9%	Dette nette (en MDT)	26,8	38,6	43,2	47,6		
		Acheter			+Haut	10,350DT	10,910DT	10,910DT	Gearing	-8,4%	7,9%	9,3%	10,0%	
					+Bas	10,100DT	7,780DT	7,740DT	CA (en MDT)	70,3	87,1	100,2	111,7	
					Ratios	2017	2018	2019p	2020p	EBITDA (en MDT)	22,0	31,2	33,7	37,2
					VE/CA	4,5x	3,8x	3,3x	3,0x	EBIT (en MDT)	15,0	23,9	25,9	28,7
					VE/EBITDA	14,4x	10,7x	9,9x	9,1x	Résultat net (en MDT)	12,5	18,4	20,4	22,4
					VE/EBIT	21,2x	13,9x	12,9x	11,7x	BPA (en DT)	0,392	0,574	0,638	0,699
					P/E	25,9x	17,7x	15,9x	14,5x	DPA (en DT)	0,235	0,345	0,350	0,360
					Div Yield	2,3%	3,4%	3,4%	3,5%	Pay out	60,0%	60,1%	54,9%	51,5%
					P/B	3,9x	3,5x	3,1x	2,7x	ROE	15,2%	19,6%	19,4%	18,9%

Tant par ses fondamentaux que par ses ratios boursiers, le titre a largement sa place dans notre portefeuille de valeurs recommandées. L'industriel pharmaceutique est le leader dans son secteur. En 2018, UNIMED a dégagé des bénéfices de 18,4 MDT contre 12,5 MDT en 2017 soit une augmentation de 47,2%. A fin Mars 2019, le CA affichait 31,1 MDT contre 13,9 MDT au 31/03/2018 soit une hausse de 124%. Nous pouvons nous attendre à un chiffre d'affaires 2019 qui dépasse les 100 MDT avec un résultat net de plus de 20 MDT. Le chiffre d'affaires export représente 45% du chiffre d'affaires global en 2018 contre 35% en 2017.

AFC

المستشارون الماليون العرب
Intermédiaire en Bourse



Férid Ben Brahim Directeur Général
Mehdi Dhifallah Chef du département 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

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.

