

AFC

المستشارون الماليون العرب
ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

GROUPE ATB



Revue AFC 2021

Janvier 2021

« On n'attend pas l'avenir comme on attend un train. L'avenir on le fait. »

Georges Bernanos

Table des matières

QUE FAIRE ?	3
Bilan économique	4
Bilan boursier 2020	5
Historique des portefeuilles de l'AFC et stratégie boursière pour 2021	6
Fiches des valeurs du portefeuille AFC	
CARTHAGE CEMENT	7
CEREALIS	8
DELICE HOLDING	9
EURO-CYCLES	10
LAND'OR	11
MAGHREBIA	12
SAH	13
SFBT	14
SOTUVER	15
STAR	16
Recommandations des valeurs	17
Syllabus	18

QUE FAIRE ?

Dix années nous séparent du déclenchement d'un bouleversement majeur des bases de la société tunisienne, qu'elles soient économiques, sociales ou politiques. L'aggravation de la crise engendrée par la COVID 19 a entraîné une baisse inédite de la croissance économique tant dans le Monde qu'en Tunisie et pour la première fois, après le recul de 2011, le PIB devrait s'effondrer de plus de 9% en 2020.

L'aggravation des spasmes sociaux (Kamour, Gabès, Kasserine...) reflète, en partie, le rejet d'une démocratie qui est inapte à fournir à ses citoyens la sécurité et la protection sociale. La démocratie tunisienne dix ans après est toujours incapable de fournir au citoyen un mieux-être matériel. En tant que régime politique, elle est malheureusement de plus en plus assimilée à la corruption, au favoritisme clanique et aux dérives régionalistes.

En réalité, les solutions existent et le mal (la corruption) que dénonçaient les manifestations entre le 17 décembre 2010 et 14 janvier 2011 est encore présent et s'est même développé. Il n'y a pas de pis-aller, on en a trop eu avec 6 présidents et 8 chefs de gouvernement en 10 ans.

En définitive il n'y a pas d'alternatives, que

l'on soit optimiste ou réaliste, la situation nous oblige à dire très haut ce que beaucoup de tunisiens pensent. « Tout ça ? Pour ça ? » « Un appauvrissement généralisé de la population pour avoir une pseudo démocratie entre les mains de corrompus ? ».

Alors, par quel bout commencer et peut-on commencer ? Même en étant optimiste, il faudra trancher malgré tout dans le vif et décider que la corruption est l'ennemi principal et prioritaire à combattre. Il n'y aura pas de commencement de début de résolutions des problèmes de la Tunisie si la corruption qui est un phénomène endémique présent dans tous les secteurs et toutes les catégories sociales n'est pas vigoureusement combattue par des lois temporaires d'exception (mais seront-elles votées par ce parlement ?) et par un corps spécialisé (comme les incorruptibles dirigés par Eliott Ness dans les années 20 aux USA).

Politiquement les étapes de résolution du problème sont classiques : réforme du code électoral, instauration d'un seuil minimal de représentation puis élection législative ; mise en place d'un gouvernement de guerre contre la pauvreté, la corruption et pour la création d'une nouvelle économie tunisienne.

L'Etat de droit prendra la suite et les mesures sont bien connues et depuis longtemps identifiées : Financer et cofinancer au travers des Partenariats Public-Privé des travaux de remise à niveau des chemins de fer, des réseaux d'adduction d'eau, de dragage de nos barrages, d'amélioration du réseau routier. Nous devrions aussi offrir des terrains de sport et des infrastructures de loisirs à notre jeunesse et améliorer les transports en commun pour les utilisateurs de ces moyens dans une période de pandémie. Les hôpitaux publics méritent un effort exceptionnel et chaque gouvernorat devrait être doté d'un CHU.

En définitive la Tunisie nouvelle post-corruption sera centrée sur la lutte contre la pauvreté et la précarité, le développement d'un modèle économique plus autocentré, la facilitation de l'investissement et le démantèlement progressif de l'économie de rente. Pour se financer les pouvoirs publics devraient lancer un emprunt de très longue durée (50 ans, 75 ans, 100 ans) souscrits en interne et à l'extérieur en s'appuyant sur les amis que compte la Tunisie.

D'ici là nous allons encore souffrir et 2021 ne sera qu'une étape supplémentaire dans ce long calvaire.



Bilan économique

2021, l'incertitude demeure.

La recrudescence de l'épidémie de Coronavirus maintient la situation économique du pays dans l'incertitude. Le choc économique provoqué par cette crise sera long à effacer. L'économie Tunisienne montrait déjà des signes de fragilité avant que la pandémie de Covid-19 survienne. En effet, la croissance du PIB était de 1% en 2019.

En raison des mesures sanitaires drastiques, qui se sont traduites par notamment plusieurs semaines de confinement, la chute du PIB tunisien en 2020 sera historique. Selon les prévisions de la Banque Mondiale, le recul du PIB serait de 9,1% au titre de l'année 2020 (-7,3% selon le projet du budget de l'Etat 2021).

La perte de confiance des acteurs économiques et la situation fragile des finances publiques ne présagent pas de bonnes augures et pourraient intensifier les faiblesses de l'économie tunisienne : croissance faible, inflation élevée et niveau d'endettement public au plus haut.

La reprise va donc probablement être lente et difficile. La vaccination rapide contre la Covid-19 devrait réduire les incertitudes entourant les perspectives économiques. La prudence s'impose en matière de prévisions. Il faudra, peut-être, plus de temps que prévu pour atteindre l'immunité collective et certaines conséquences économiques de la pandémie ne se manifesteront que sur la durée.

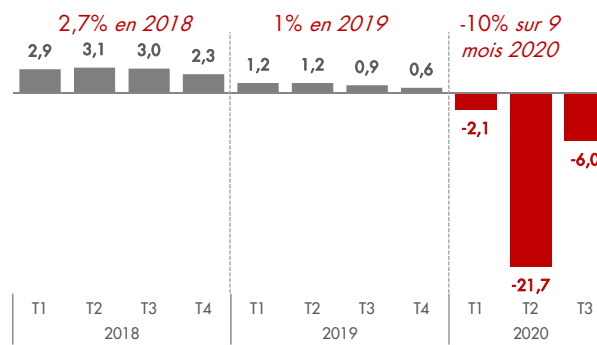
Les exportations et l'investissement des entreprises restent freinés par l'incertitude ambiante tandis que la consommation des ménages demeure plomber par la baisse du pouvoir d'achat. En tout état de cause nous ne retrouverons pas fin 2021 le PIB de 2019.

Une économie durement touchée : contraction du PIB de 6% au troisième trimestre 2020 par rapport au troisième trimestre 2019. Toutefois, le PIB rebondit au troisième trimestre (+19,8%) par rapport au trimestre précédent ramenant ainsi la récession des neuf premiers mois à 10%.

En glissement annuel et par rapport à la même période de 2019, les neuf premiers mois de 2020 ont été impactés principalement par l'effondrement des services d'hôtellerie et de restauration (-42,7%) et des transports (-29,6%), la contre-performance des industries textiles, habillement et cuir (-19,2%) et l'écroulement du secteur du Bâtiment (-18,4%).

En revanche, le secteur des industries agro alimentaires et le secteur de l'agriculture et de la pêche ont enregistré des performances respectives de +5,4% et de +4,7%.

Variation trimestrielle du PIB* en Glissement annuel



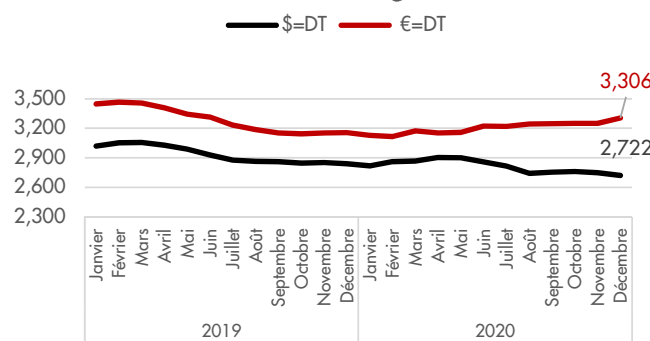
*Au prix de l'année précé-

Appréciation de la monnaie tunisienne en décembre 2020 face au dollar américain

Le dinar tunisien a connu une appréciation de 4,3% vis-à-vis du dollar américain qui a atteint 2,722 DT en décembre 2020 contre 2,839 DT en décembre 2019.

En revanche, le dinar a enregistré une dépréciation de 4,6% face à l'euro qui valait 3,306 DT en décembre 2020 contre 3,155 DT en décembre 2019.

Evolution des taux de change



Tendance baissière du taux d'inflation

En décembre 2020, le taux d'inflation s'établit à 4,9% contre 6,1% en décembre 2019 et 7,5% en décembre 2018.

La baisse constatée en décembre 2020 par rapport à la même période de 2019 résulte principalement de la décélération observée au niveau des prix des produits alimentaires et boissons non alcoolisées (4,4% contre 5,8% en décembre 2019), du prix des transports (0,6% contre 2,2%), des prix des articles d'habillement et de chaussures (6,9% contre 7,3%), des prix des Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer (5% contre 8,4%) ainsi qu'au niveau de la santé (7,5% contre 8%).

En moyenne, sur toute l'année 2020, le taux d'inflation s'est rétracté à 5,6% contre 6,7% en 2019 et 7,3% en 2018.

Le taux d'inflation sous-jacente (hors Alimentaires et Energie) a clôturé l'année 2020 à 5,9% contre 6,6% à fin 2019 et 7,9% en décembre 2018.

Taux Directeur de la BCT à 6,25%, le plus bas niveau enregistré depuis mars 2018

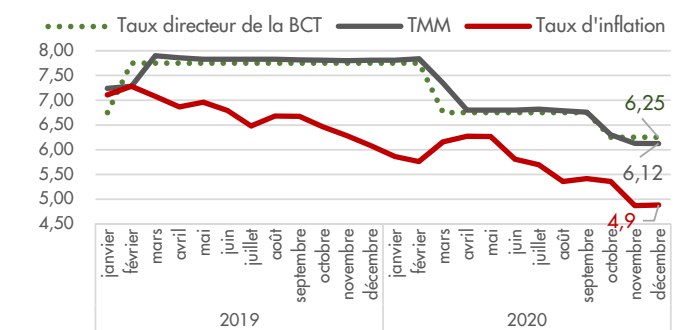
Suite à la propagation de la pandémie Covid-19, la BCT a décidé en 2020 de baisser deux fois son taux directeur respectivement

de 100 points de base le 17 mars 2020 et de 50 points de base le 30 septembre 2020 ramenant ainsi le taux d'intérêt directeur à 6,25%. Cette réduction a pour objectif de contribuer à la mise en place des conditions favorables pour relancer l'investissement et rétablir le rythme de l'activité économique tout en préservant la stabilité financière.

Déclin du TMM à 6,12% en décembre 2020

Conséquent à la baisse du TD, le TMM du mois de décembre 2020 s'est établi à 6,12% contre 6,13% le mois précédent et 7,81% en décembre 2019.

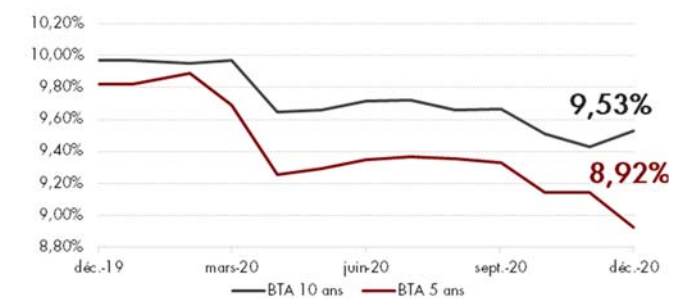
Inflation, TD et TMM



Baisse des taux obligataires

Le Trésor a collecté durant toute l'année 2020 un total 3 258 millions de dinars en BTA contre 1014,4 millions de dinars pour l'année 2019.

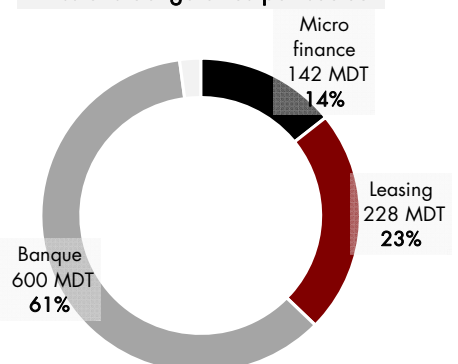
Les taux d'intérêts affichent une nette baisse de 44 points de base pour le BTA 10 ans à 9,53% et de 90 points de base pour le BTA 5 ans à 8,92%.



Les émissions privées d'emprunts obligataires en 2020 ont totalisé un montant de 990,3 MDT contre 575 MDT en 2019. Le montant se répartit entre 60,7% pour les banques, 23% pour les sociétés de leasing et 14,3% pour les sociétés de microfinance.

64% du montant de ces emprunts ont été émis sans recours à l'appel public à l'épargne.

Emissions obligataires par secteur



Bilan boursier 2020

	Valeur	Rendement 2020
TUNINDEX	6 884,93	-3,33%
TUNINDEX 20	2 975,25	-4,90%

La crise économique liée à la crise sanitaire du Covid-19 a affecté les places boursières et les marchés financiers du monde entier. La Bourse de Tunis a cependant su faire face aux conséquences de cette crise sanitaire. Le premier cas de contamination au Covid-19 en Tunisie est apparu le 02/03/2020 date à laquelle le marché atteignait son plus haut annuel à 7204,39 points. Jusqu'alors, l'indice du marché affichait une hausse de 1,16% depuis début 2020. L'impact du Covid-19 s'est vite fait ressentir sur le TUNINDEX qui a rapidement touché son plus bas de l'année le 17/03/2020 à 6116,16 points. En à peine 2 semaines, l'indice a donc cédé 15,1% portant sa performance annuelle au 17/03/2020 à -14,12%.

L'indice a ensuite oscillé jusqu'à la fin avril 2020 avant de renouer avec une tendance haussière terminant le premier semestre de l'année 2020 avec une contre-performance de seulement -6,94%. Durant le deuxième semestre 2020, le TUNINDEX a poursuivi progressivement sa reprise en gagnant au terme de ce dernier 3,88%, clôturant l'année à 6884,93 points. Sur l'ensemble de l'année, l'indice phare a tout de même fait preuve de résilience terminant l'année avec une performance de -3,33%.

Parallèlement, le TUNINDEX 20 s'est replié de 4,90% durant l'année 2020 traduisant la meilleure tenue des valeurs plus petites, sans doute en raison de leur moindre liquidité.

Pour ce qui concerne les indices sectoriels, le secteur des Bâtiment et des matériaux de construction a augmenté de 38,8% suivi du secteur de l'Agro-alimentaire et des boissons (+18,8%) et celui des Assurances (+9,1%). Par ailleurs, le secteur des matériaux de base a reculé de 21,3% suivi du secteur des Automobiles et équipements (-19,9%) et du secteur bancaires (-18,45%).

La palme de la meilleure performance de 2020 revient au titre SERVICOM avec une hausse de 229,5%. UADH réalise en deuxième position une croissance de près de 194,7%. Notons également que parmi les 10 plus fortes hausses, nous retrouvons les sociétés ADWYA, CARTHAGE CEMENT et CEREALIS qui ont augmenté respectivement de 76%, 59,7% et 54,2%.

Du côté des plus fortes baisses, ICF cède 35,5% de sa valeur clôturant l'année à 70 DT. Rappelons qu'à fin septembre 2020, la société perdait 34% de son chiffre d'affaires par rapport à fin septembre 2019. Parmi les 10 moins bonnes performances, nous remarquerons que 5 banques en font partie qui sont l'UBCI (-32,9%), l'ATB (-29,6%), la STB (-28,4%),



l'AMEN BANK (-25,7%) et la BNA (-25,7%).

Malgré l'introduction en Bourse en décembre 2020 de la société ASSURANCES MAGHREBIA avec une capitalisation boursière de 250 MDT, la capitalisation boursière du marché a baissé de 2,7% (632 MDT) à 23 092 MDT. Le recul général des cours boursiers additionné aux retraits de deux sociétés (TUNISIE VALEURS, HEXABYTE) de la cote de la Bourse ont été les principales causes de ce fléchissement.

S'agissant des transactions, la Bourse a enregistré durant l'année 2020 un volume global de 2 819 MDT en baisse de 16,3% par rapport à l'année 2019. Sur la cote de la Bourse (Actions et obligations) les échanges ont baissé de 0,9% en passant de 1 590 MDT en 2019 à 1 576 MDT en 2020. Le total des échanges en actions a atteint 1 411 MDT en 2020 contre 1 329 MDT en 2019 soit une hausse de 6,1% due entre autres à l'introduction en Bourse de la société ASSURANCES MAGHREBIA. La part des échanges de titres de capital ont représenté 89% du total du volume des échanges sur la cote de la Bourse.

Les échanges sur les titres de capital ont été dominés par les tunisiens avec une part de 78,3% du volume, suivis des OPCVM avec une part de 12,6%. La part du volume généré par les étrangers est de 7,9%.

Quant aux titres de créances qui représentent donc 11% du volume global, ils ont atteint 164 MDT en 2020 contre 261 MDT en 2019 soit un repli de 37,2%.

Top 10 des performances en 2020

SERVICOM	229,50%
UADH	194,68%
TUNINVEST-SICAR	194,23%
TAWASOL GP HOLDING	180,00%
GIF-FILTER	124,59%
AETECH	84,84%
ADWYA	75,98%
CARTHAGE CEMENT	59,66%
CEREALIS	54,20%
ASTREE	48,82%

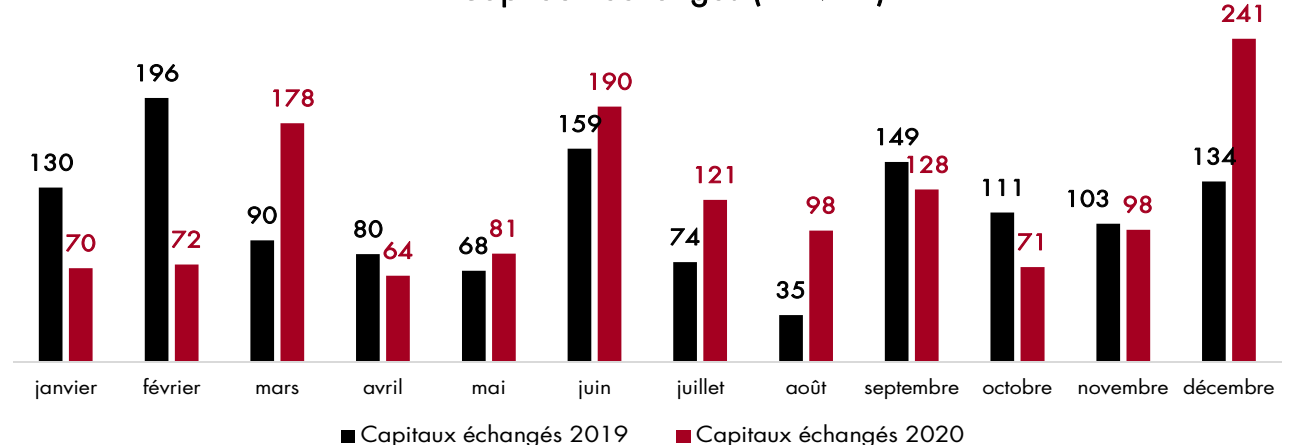
Top 10 des contre-performances en 2020

ICF	-35,48%
ASSAD	-34,86%
UBCI	-32,93%
MAGASIN GENERAL	-31,09%
MPBS	-29,89%
ATB	-29,55%
STB	-28,41%
SOTIPAPIER	-27,43%
AMEN BANK	-25,65%
BNA	-25,65%

Top 10 des volumes en 2020 (En MDT)

SAH	189 168
SFBT	130 836
ASSUR MAGHREBIA	89 075
CARTHAGE CEMENT	65 863
EURO-CYCLES	61 794
ATTIJARI BANK	49 979
UNIMED	45 246
AMEN BANK	44 531
UIB	43 285
DELICE HOLDING	42 391

Capitaux échangés (En MDT)



Historique des portefeuilles de l'AFC et stratégie boursière pour 2021

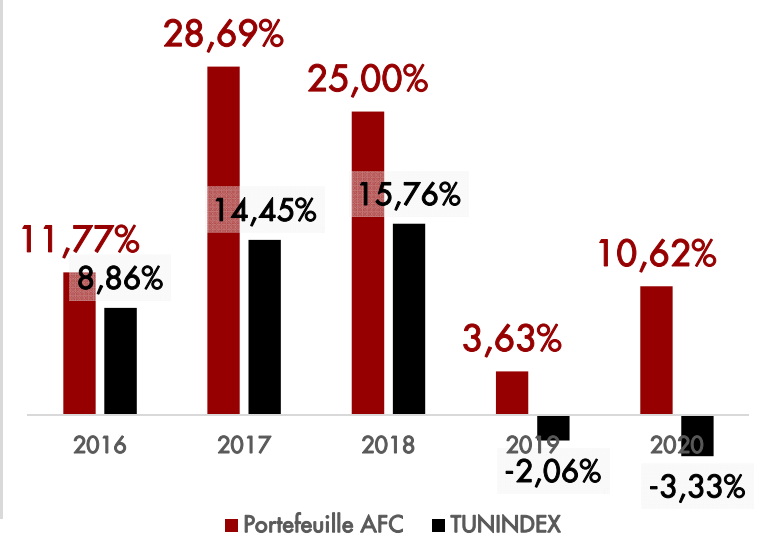
RENDEMENT HISTORIQUE DE NOTRE PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ

Sur l'ensemble de l'année 2020, notre portefeuille de valeurs recommandé progresse de 10,62% contre un recul de 3,33% pour le Tunindex.

Notre stratégie d'orientation vers les valeurs solides et défensives en cette année morose a donné ses fruits. Sur les valeurs que nous avons recommandées 8 sur 9 ressortaient dans le vert et 6 d'entre elles affichaient des performances positives à 2 chiffres.

Pour la cinquième année consécutive le portefeuille préconisé par l'AFC réalise une performance positive et meilleure que l'indice.

Durant ces 5 dernières années, le cumul de la performance des portefeuilles recommandés par l'AFC est de 106,1% contre un marché qui a réalisé 36,5%.



STRATÉGIE BOURSIÈRE

La croissance économique sera la grande absente de la période 2019-2022 avec une croissance annuelle moyenne du PIB de -0,3%. En 2020, hormis l'agriculture, aucun grand secteur n'aura enregistré une croissance de ses activités.

Cet environnement macroéconomique fait que le marché ne devrait pas connaître une tendance globale à la hausse mais des progressions de valeurs spécifiques liées à des facteurs discriminants positifs que nous essayerons de sélectionner : D'abord l'ensemble du marché devrait voir ses bénéfices baisser de 22%.

En effet, le marché principal représente désormais la totalité de la cote en attendant la mise en place effective d'un nouveau marché alternatif au courant de 2021. Le secteur bancaire qui représentait en 2015 plus de 52% de la capitalisation boursière de la BVMT ne représente plus qu'un gros tiers de cette valorisation (35%) et verra ses bénéfices reculer en 2020 de 31%.

Cette baisse relative du secteur financier et bancaire est la résultante de la montée en puissance de sociétés industrielles et de services qui étaient beaucoup plus petites il y a 5 ans. C'est le cas de la SFBT avec

une « market cap » de 4 705 MDT contre 2 389 MDT en décembre 2015 c'est le cas aussi de SAH avec 803 MDT contre 425 MDT en décembre 2015.

Pour notre sélection de valeurs pour 2021, nous continuons d'opter pour les sociétés capables de résister face à une conjoncture défavorable et dont l'activité et les performances financières sont peu affectées par les fluctuations économiques auxquelles nous ajouterons des « stocks pickings ». Les 10 sociétés que nous avons choisies appartiennent aux secteurs les plus défensifs tels que l'Agro-alimentaire qui ont connu en 2020 des hausses de leur activité liée à une demande récurrente pour les produits qu'elles commercialisent (lait, yaourt, fromages snacks, jus, eaux, bières...), et le secteur des biens de consommation. Le secteur des Assurances intègre notre sélection grâce aux effets positifs qu'il tire naturellement de cette période de pandémie (moins de sinistres automobiles et de sinistres « incendies, accidents et risques divers » cette assurance qui permet de protéger les biens et non les personnes, mais aussi plus de revenus financiers issus d'une trésorerie qui s'améliore mécaniquement). Les valeurs « particulières » que nous avons sélectionnées sont issues de l'Industrie et des Matériaux de Construction.

Portefeuille AFC S1 2021

Assurances

STAR

MAGHREBIA

Agro-alimentaire

CÉRÉALIS

DELICE

SFBT

LANDOR

Biens de consommation

SAH

EUROCYCLES

Industrie

SOTUVER

Matériaux de construction

CARTHAGE CEMENT

Dans le secteur des Assurances, notre choix s'est porté sur la STAR et ASSURANCES MAGHREBIA récemment introduite sur le marché de la cote.

Dans l'Agro-alimentaire, secteur défensif par excellence, nous avons sélectionné CEREALIS, DELICE, la SFBT et LAND'OR.

Pour le secteur des Biens de consommation, nous avons opté pour SAH et EUROCYCLES.

Dans les secteurs de l'Industrie et des Matériaux de construction nous avons choisi la SOTUVER et CARTHAGE CEMENT.

Evolution des bénéfices sectoriels 2019–2022

(En MDT)	Bénéfices 2019	Bénéfices 2020 p	VAR 20/19	Bénéfices 2021 p	VAR 21/20	Bénéfices 2022 p	VAR 22/21
Secteur							
Bancaire	1438,0	990,4	-31%	1248,3	26%	1362,5	9%
Agro-alimentaire	265,4	276,6	4,2%	310,2	12%	338,6	9%
Biens de consommation	169,0	169,1	0,1%	208,5	23%	250,1	20%
Distribution automobile	69,4	50,8	-27%	55,0	8%	59,7	9%
Leasing	36,3	32,8	-10%	39,1	19%	48,4	24%
Assurances	110,6	81,1	-27%	91,1	12%	98,5	8%
Industrie	91,4	58,0	-37%	79,0	36%	100,9	28%
Sociétés d'investissements	25,0	27,1	8%	26,5	-2%	27,5	4%
Matériaux de construction	30,0	37,6	25%	56,3	50%	77,7	38%
Pharmaceutique	19,2	11,1	-42%	16,5	48%	21,0	27%
Distribution générale	0,1	0,0		4,6		11,7	157%
Immobilier	1,1	1,0	-7%	3,0	195%	5,9	95%
Divers	16,6	17,4	5%	20,5	18%	24,7	21%
Infra. et travaux publics	0,0	9,4		1,4	-85%	4,2	201%
Total	2272,1	1762,4	-22%	2160,0	23%	2431,4	13%

Dénomination sociale	: CARTHAGE CEMENT
Date de constitution	: 22/10/2008
Registre de Commerce	: B2474752008
Siège social	: Rue 8002, Espace Tunis Bloc H, 3ème Etage, Montpla
Tél	: 71 964 593
Fax	: 71 963 716
Mail / Web	: info@carthagecement.com.tn / http://www.carthagecement.com.tn
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : MATERIAUX DE CONSTRUCTION
Code ISIN : TN0007400013
Cours : **1,88 TND**
Cours cible : **2,45 TND**

Recommandation :

Acheter

La production de ciment en Tunisie a atteint en 2020 près de 11 millions de tonnes pour une consommation locale d'environ 5,5 millions de tonnes. A titre de comparaison, en 2014, les cimentiers tunisiens produisaient 8 millions de tonnes par an pour une consommation locale de 7,5 millions de tonnes. La hausse du nombre de cimentiers et le fléchissement du secteur des BTP ont donc négativement impacté la demande du secteur.

A fin novembre 2020, le secteur du ciment perdait 21% de ses revenus par rapport à fin novembre 2019 alors que le chiffre d'affaires de CARTHAGE CEMENT augmentait de plus de 3%.

La capacité de production annuelle de CARTHAGE CEMENT est de 2,3 millions de tonnes de ciment. Sa part de marché sur le marché local avoisine les 20%. La demande du grand Tunis représente 50% de la demande de l'ensemble du marché local favorisant ainsi la position géographique de CARTHAGE CEMENT dont l'usine se situe à Djebel Ressas à quelques kilomètres de la capitale.

En 2019, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 249,6 MDT contre 238,2 MDT en 2018 soit une hausse de 4,8%. Le résultat net 2019 était déficitaire de plus de 51 MDT contre un déficit de 76 MDT en 2018. Cependant, l'année 2020 mettra fin à 8 années de pertes consécutives pour CARTHAGE CEMENT. En effet, selon les prévisions du management à quelques jours de la fin de l'année, la société devrait réaliser un chiffre d'affaires de 258,8 MDT avec un RBE de plus de 95 MDT. Le résultat net 2020 serait bénéficiaire de 17,6 MDT contre un déficit de 51,3 MDT en 2019 et ce, malgré les 2 mois de confinement et le couvre-feu instauré depuis octobre 2020 dont l'impact financier est estimé à 30% des revenus de 2020.

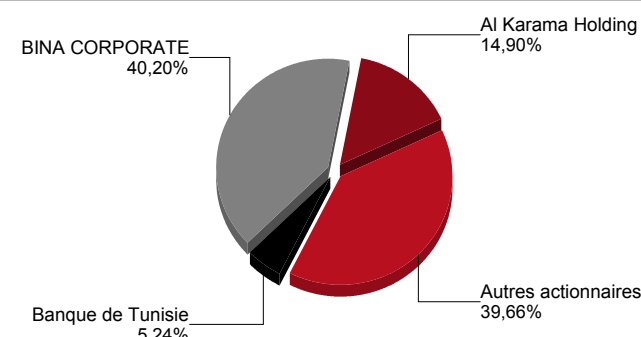
A l'international, la société exporte vers l'Italie grâce à la certification européenne de son ciment. Néanmoins, sur le marché libyen, CARTHAGE CEMENT doit faire face à une concurrence de plus en plus accrue notamment des producteurs turcs. Pour ce qui est du marché africain, les prix demeurent très bas. A moyen terme, le cimentier voudrait créer de nouveaux produits en plus du CEM I, CEM II et du HRS. Pour cela, de nouveaux silos devraient être construits.

Concernant le processus de cession de la part des 58,2% détenu par l'Etat, nous rappelons qu'une première tentative a échoué en 2018 du fait de la fragilité structurelle et financière de la société. Afin de raviver l'intérêt des investisseurs, le management a pris plusieurs mesures pour faire face à tous ces problèmes dont l'arrêt du contrat avec FL Smith en 2019. Le nombre de salariés est passé de 1044 à 777 employés. La société a également procédé à une augmentation de capital de plus de 171 MDT dont 56,8 MDT par conversion de créances.

Dans le cadre de cette deuxième tentative de cession, cinq candidats pré-qualifiés pour l'opération de vente de ce bloc majoritaire dont trois cimentiers qui sont déjà présents en TUNISIE en plus d'un consortium négociant de ciment et de la société MAJDA TUNISIE. Une data room sera prochainement ouverte. L'ouverture des plis et l'identification de l'acquéreur potentiel se fera vers la fin Mars 2021.

Selon trois références, nous avons évalué le coût de construction d'une nouvelle usine de ciment d'un million de tonnes de capacité de production. Cette nouvelle unité coûterait près de 573 MDT. La valeur d'entreprise de CC pour 2,3 millions de tonnes serait aux alentours de 1 318 MDT. Ceci induit une capitalisation de 840 MDT compte tenu d'une dette nette de 478 MDT. Ainsi, nous recommandons le titre à l'achat avec un cours cible de **2,45 DT**.

Actionnariat



Indicateurs historiques

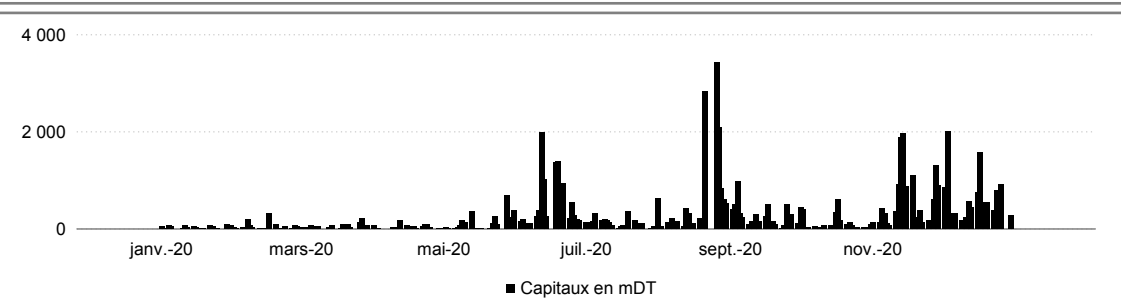
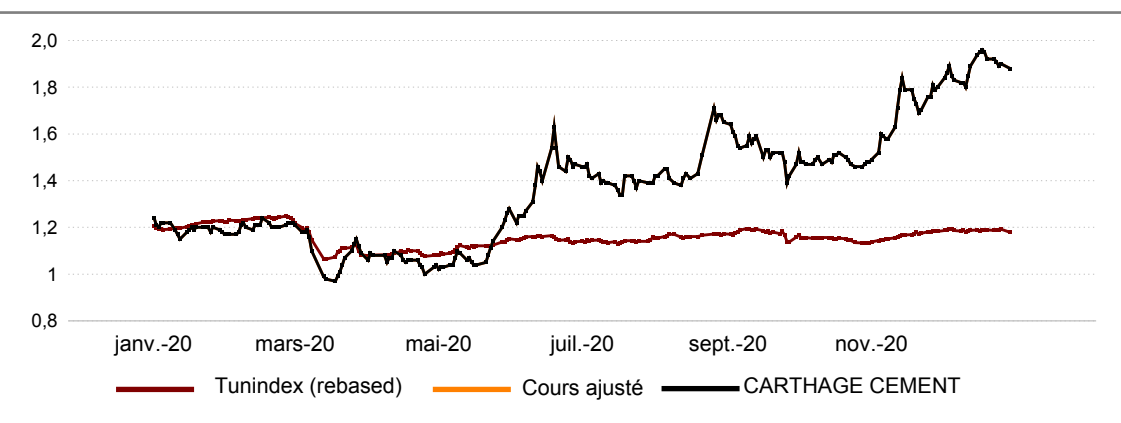
	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	172,134	343,625	343,625
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	172,134	343,625	343,625
Volume échangé (MDT)	19,5	65,8	0,3
Quantité échangée (Millions)	16,0	42,2	0,2
Cours plus haut (DT)	2,06	1,96	1,88
Cours plus bas (DT)	1,08	0,97	1,88
Clôture (DT)	1,19	1,90	1,88
Cap. boursière (MDT)	204,8	652,9	646,0
DPA (en DT)	0,000	0,000	0,000
Date de distribution	-	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	-89,2	134,1	152,4	180,5
Actif immobilisé	667,7	682,4	634,5	561,4
Dette nette	657,8	478,1	415,8	344,6
BFR	-99,1	-70,2	-66,4	-36,4
CA	249,6	258,5	297,3	324,0
EBITDA	68,9	90,8	106,7	114,7
EBIT	23,1	45,9	62,6	71,6
Résultat net	-51,3	17,4	18,3	28,1
Gearing	-	356,7%	272,8%	191,0%
ROE	ns	13,0%	12,0%	15,6%

Indicateurs boursiers comparés

		2019	2020	2 021	2 022
VE/CA	Titre	5,2x	4,3x	3,6x	3,1x
	Secteur	3,6x	3,2x	2,6x	2,3x
VE/EBITDA	Titre	18,9x	12,4x	10,0x	8,6x
	Secteur	14,1x	11,6x	9,0x	7,9x
VE/EBIT	Titre	56,4x	24,5x	16,9x	13,8x
	Secteur	37,8x	22,1x	15,6x	12,7x
P/E	Titre	-	37,0x	35,2x	23,0x
	Secteur	26,8x	31,8x	27,0x	23,8x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	-	-	-	-
	Secteur	0,1%	0,9%	1,5%	1,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	-7,2x	4,8x	4,2x	3,6x
	Secteur	4,9x	2,5x	2,4x	2,2x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	-	0,0%	0,0%	0,0%
	Secteur	61,3%	59,2%	56,5%	59,7%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	-42,2%	59,7%	-1,1%	-
	Secteur	3,2%	31,6%	-1,2%	-
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	-



Dénomination sociale	: CEREALIS
Date de constitution	: 23/09/2003
Registre de Commerce	: B143802003
Siège social	: Imm el Bouhaira, appt 1, rue du lac turkana, Les Berges du Lac 1053 – Tunis
Tél	: 71 961 996
Fax	: 71 961 920
Mail / Web	: info@cerealism.com.tn / www.cerealism-snacks.com
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : IND. AGRO-ALIMENTAIRES
Code ISIN : TN0007640014
Cours : **9,45 TND**
Cours cible : **10,76 TND**

Recommandation :

Acheter

Fondée en 2003 par la famille Gahbiche, CEREALIS compte aujourd'hui 4 sociétés et se spécialise dans la production de snacks salés à travers la maison mère CEREALIS et dans la production de snacks sucrés via sa filiale BOLERIO. La société INTER DISTRIBUTION assure le meilleur placement possible des produits du Groupe. Créée en 2018 et détenue à hauteur de 65% par INTER DISTRIBUTION, ICEBERG DISTRIBUTION assure la distribution des produits à température négative prenant également en charge l'importation et la distribution des produits Haagen-Dazs.

Tout comme 2018, l'année 2019 a été un bon cru pour CEREALIS. Par rapport à 2018, les revenus du leader national des snacks salés ont augmenté de 21,6% à 16,4 MDT. Sur le marché local, le chiffre d'affaires a augmenté de 21,5% à 16,3 MDT. Cette croissance remarquable est principalement due à une optimisation des techniques de distribution des produits grâce à la société INTER DISTRIBUTION et à la numérisation du contrôle du placement des produits mise en place en 2019. Quant à l'export, bien que les chiffres soient peu significatifs en termes de volume, la hausse du chiffre d'affaires a été de 37,1%. Afin d'élargir ses revenus à l'export, le groupe a décidé de créer une cellule de veille et de suivi en son sein afin d'étudier les opportunités qui se présentent pour la pénétration de nouveaux marchés à l'international.

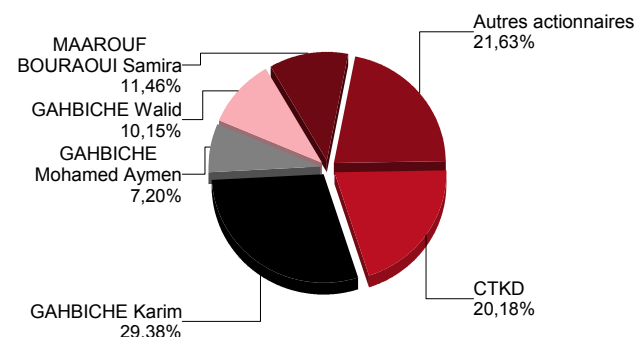
Concernant les snacks sucrés, la société BOLERIO a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires quasi-stable par rapport à 2018 à 5,5 MDT. Pour la 3ème année consécutive et malgré la forte concurrence que connaît ce secteur (qui a compté deux grands nouveaux opérateurs de cakes), la société a dégagé un bénéfice de l'ordre de 0,25 MDT.

Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe s'est accru de 9% en passant de 29,2 MDT en 2018 à 31,8 MDT en 2019. Sous la pression de la dévaluation du dinar par rapport à l'Euro et au Dollar sur l'achat et le transport des matières premières, le taux de marge brute est passé de 47% en 2018 à 44% en 2019 et le taux de marge d'EBITDA a chuté de 1 point à 22%. Le niveau de rentabilité du Groupe demeure néanmoins élevé avec un résultat net part du Groupe de 3,3 MDT en 2019 soit une progression de 18% par rapport à 2018. Notons à cet effet que le taux d'IS est passé à 25%, l'avantage du taux réduit à 20% lié à l'introduction en Bourse étant arrivé à son terme.

L'année 2020 a été un défi pour CEREALIS. Menacée par les conséquences du COVID-19 qui se sont traduits par une saison touristique morose et la baisse du pouvoir d'achat du consommateur le forçant à converger vers les produits de première nécessité, la société a su montrer une forme de résilience grâce à l'innovation et la diversification de ses produits et à la modernisation de son système de distribution qui sont les fers de lance de CEREALIS.

Pour 2020, nous tablons sur un chiffre d'affaires proche des 35 MDT avec un RNPG de 3,6 MDT. En 2021, le chiffre d'affaires devrait connaître le même rythme de croissance qu'en 2020 soit +8% à 37,1 MDT. Le passage à un taux d'IS de 15% à partir de 2021 serait bénéfique pour le résultat net du Groupe qui pourrait augmenter 20% par rapport au résultat estimé de 2020. Bien que le titre ait progressé de plus de 54% en 2020, les comparables demeurent très attractifs. Le titre se traite à 12,8 fois ses bénéfices 2020 et à uniquement 5,7 fois son EBITDA 2020. Notre estimons que le titre pourrait atteindre les **10,76 DT** à court terme.

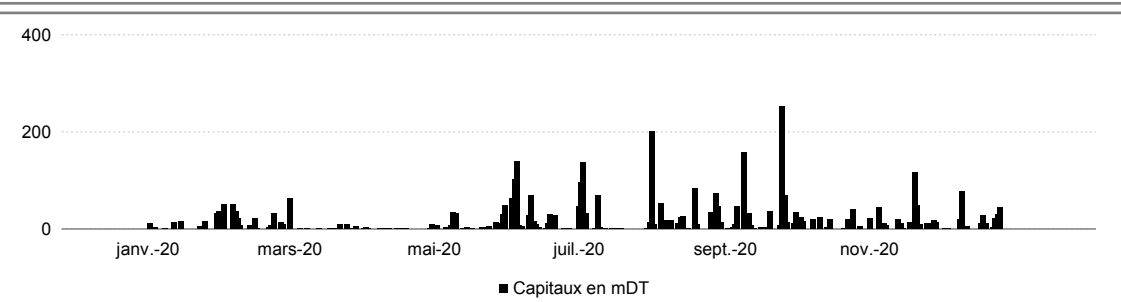
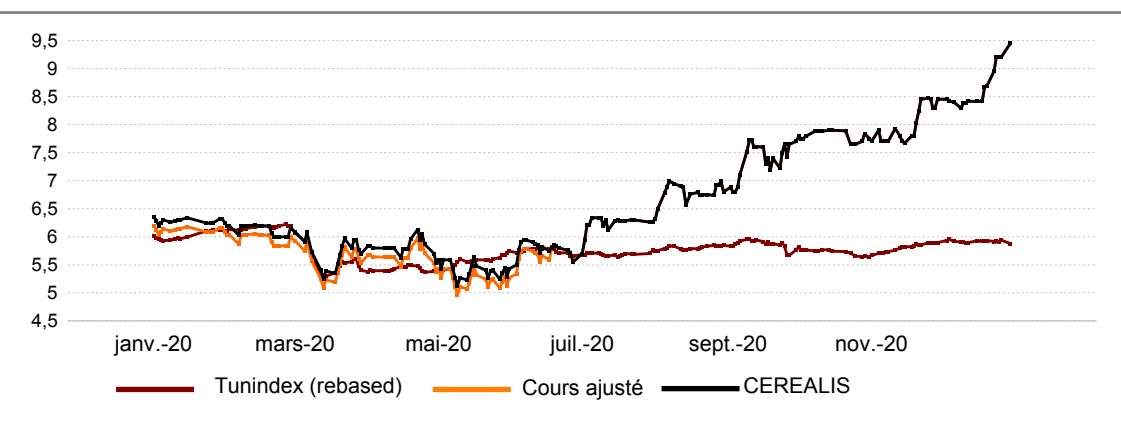
Actionnariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	4,889	4,889	4,889
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	4,889	4,889	4,889
Volume échangé (MDT)	4,8	4,0	0,0
Quantité échangée (Millions)	0,9	0,6	0,0
Cours plus haut (DT)	6,55	9,20	9,45
Cours plus bas (DT)	4,31	5,12	9,45
Clôture (DT)	6,07	9,20	9,45
Cap. boursière (MDT)	29,7	45,0	46,2
DPA (en DT)	0,160	0,170	0,180
Date de distribution	23/06/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	17,9	19,0	20,6	21,3
Actif immobilisé	9,1	10,2	10,7	10,8
Dette nette	-2,6	-2,2	-2,4	-2,5
BFR	6,2	6,6	7,5	8,0
CA	31,8	34,4	37,1	40,1
EBITDA	6,9	7,8	8,5	9,2
EBIT	5,2	5,9	6,5	7,1
Résultat net	3,3	3,6	4,3	4,7
Gearing	-14,2%	-11,2%	-11,4%	-11,5%
ROE	18,3%	19,1%	21,1%	21,9%

Indicateurs boursiers comparés	2019	2020	2 021	2 022	
VE/CA	Titre	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
	Secteur	3,2x	3,1x	2,8x	2,6x
VE/EBITDA	Titre	6,3x	5,7x	5,2x	4,7x
	Secteur	12,2x	11,5x	10,8x	10,0x
VE/EBIT	Titre	8,4x	7,4x	6,7x	6,2x
	Secteur	16,5x	15,6x	14,5x	13,4x
P/E	Titre	14,2x	12,8x	10,7x	9,9x
	Secteur	21,2x	20,4x	18,5x	16,9x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
	Secteur	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	2,7x	2,5x	2,2x	2,0x
	Secteur	5,0x	4,5x	4,0x	3,5x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	33,7%	32,3%	28,6%	28,1%
	Secteur	78,0%	79,1%	74,7%	71,9%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	31,2%	54,2%	2,7%	
	Secteur	-2,5%	31,2%	-1,2%	
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	



Dénomination sociale	: Délice Holding
Date de constitution	: 16/05/2013
Registre de Commerce	: B01100672013
Siège social	: Immeuble Le Dôme, Rue du Lac Léman, les Berges du Lac-1053 Tunis
Tél	: 70 024 500
Fax	: 71 964 117
Mail / Web	: contact@groupeDelice.com.tn / www.deliceholding.tn
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : IND. AGRO-ALIMENTAIRES
Code ISIN : TN0007670011
Cours : **14,50 TND**
Cours cible : **16,05 TND**

Recommandation :

Acheter

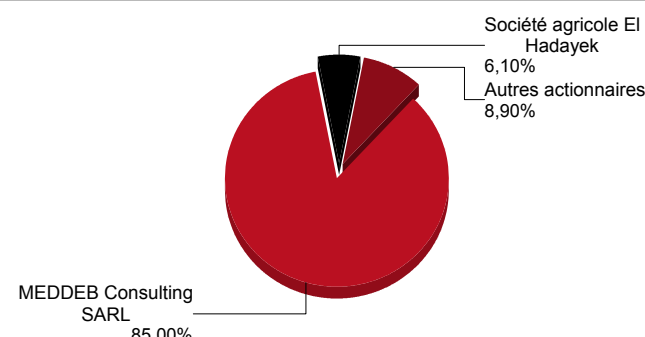
Fondé en 1978, le Groupe DELICE est un acteur prépondérant dans la production de produits laitiers, des jus et des boissons. Fort de sa notoriété, le Groupe a signé un partenariat avec un acteur de renommée internationale comme DANONE. Le Groupe contrôle actuellement 9 sociétés agissant dans le domaine de l'agro-alimentaire dont la société Délice des Eaux Minérales récemment créée, qui lui a permis de pénétrer le secteur des eaux minérales.

En 2019, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 965,4 MDT contre 844,5 MDT en 2018 soit une hausse de 14,3%. Le pôle lait qui a contribué à plus de 50% dans les revenus du Groupe a vu son chiffre d'affaires consolidé augmenter de 27% en 2019. Du côté des jus et grâce à l'investissement dans l'innovation déployé par le management afin d'élargir ses gammes de produits, le chiffre d'affaires consolidé a augmenté de 21% atteignant les 61 MDT. Les revenus de l'activité Fromage ont connu une hausse de 25% en 2019 par rapport à 2018 à 50 MDT. Ainsi, la marge brute du Groupe a augmenté de près de 50 MDT en passant de 206 MDT à 251 MDT. Son taux de marge brute a gagné 150 points de base affichant à fin 2019 25,7%. L'EBITDA 2019 a augmenté de 26,3% par rapport à 2018 à 106,7 MDT. La société a également bénéficié d'un produit sur la cession de sa participation dans la Zitouna Bank pour une somme de 6,4 MDT. Ainsi, en 2019, DELICE HOLDING a dégagé un résultat net part du Groupe record de 46,5 MDT contre 30,9 MDT en 2018 soit une croissance de 30% si on retrace le résultat 2019 de la plus-value exceptionnelle.

Malgré la crise sanitaire du COVID 19, l'instabilité régnante dans le pays, une absence de plan de relance économique et un climat peu propice à l'investissement, le Groupe a dépensé plus de 150 MDT ces deux dernières années afin d'augmenter sa capacité de production de jus et de fromages, de démarrer son projet de cogénération et de créer son unité de mise en bouteilles d'eau de source minérale. Afin de financer ces investissements, le Groupe a eu recours aux emprunts bancaires qui se sont fait ressentir sur les charges financières mais qui seront par la suite contre balancer par ses cash-flows futurs. Le levier financier relatif à l'endettement a d'ores et déjà commencé à donner ses fruits sur la rentabilité des fonds propres du Groupe qui est passée de 16,9% en 2018 à 19% en 2019 (retraité de la plus-value exceptionnelle). DELICE HOLDING continuera à investir dans l'optimisation de ses outils industriels, dans sa capacité de création de nouveaux produits notamment dans les boissons et les produits laitiers frais et plus généralement dans la consolidation de son savoir-faire sur ses segments d'activité afin d'augmenter ses marges et de dégager davantage de bénéfices. En 2020, la société devrait réaliser un chiffre d'affaires dépassant la barre des 1 milliard de dinars et dégager des bénéfices consolidés avoisinant les 47 MDT. A l'horizon 2022, le résultat net part du Groupe pourrait aisément atteindre les 60 MDT.

Malgré la baisse en 2020 des cours des actions sur la cote de la Bourse due en grande partie à la propagation du Coronavirus, le titre DELICE HOLDING s'est accru de 47% clôturant l'année à 14,9 DT. Le titre demeure attrayant pour des investisseurs désirant investir dans l'acteur principal de l'industrie agroalimentaire tunisienne. Bénéficiant de fondamentaux solides, le titre se traite à 16,9 fois ses bénéfices 2020 et 8,3 fois son EBITDA2020. Nous recommandons la valeur à l'Achat avec un cours cible de **16,05 DT**.

Actionnariat



Indicateurs historiques

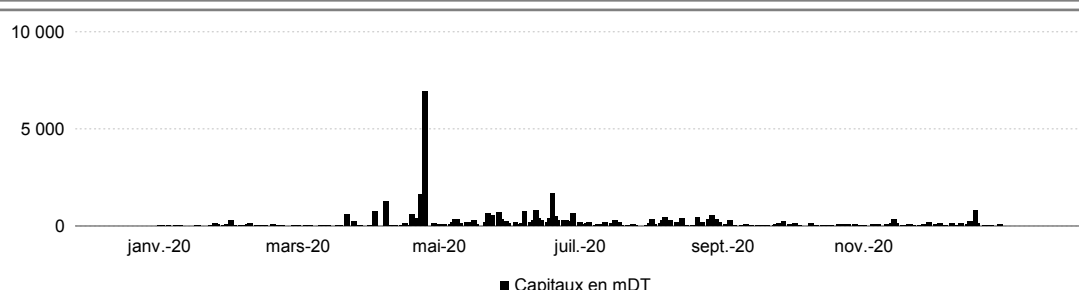
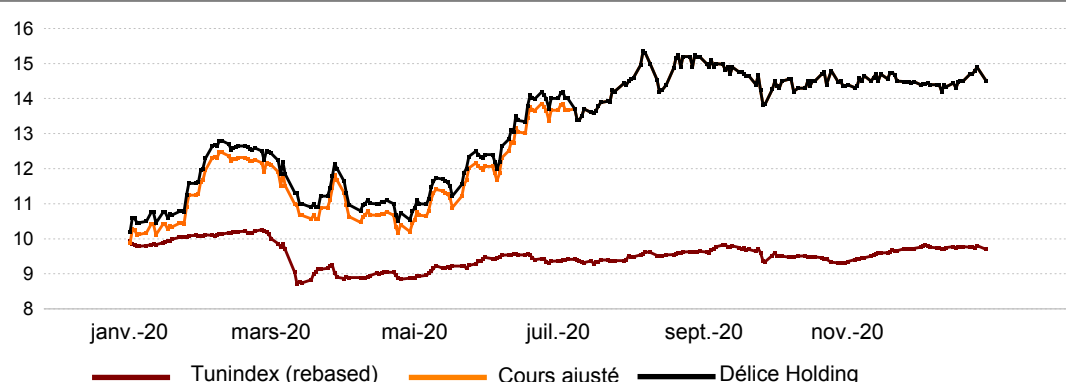
	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	549,073	549,073	549,073
Nominal (DT)	10	10	10
Nombre d'actions (Millions)	54,907	54,907	54,907
Volume échangé (MDT)	41,7	42,4	0,1
Quantité échangée (Millions)	4,0	3,4	0,0
Cours plus haut (DT)	13,56	15,35	14,50
Cours plus bas (DT)	10,12	10,21	14,50
Clôture (DT)	10,37	14,90	14,50
Cap. boursière (MDT)	569,4	818,1	796,2
DPA (en DT)	0,333	0,400	0,440
Date de distribution	13/07/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	211,0	247,2	289,1	346,3
Actif immobilisé	318,7	337,8	357,7	378,6
Dettes nettes	179,1	178,7	173,0	166,6
BFR	71,3	88,1	104,4	134,3
CA	965,4	1 081,2	1 156,9	1 237,9
EBITDA	106,7	117,7	124,2	131,0
EBIT	59,9	68,1	71,6	75,3
Résultat net	46,5	47,2	52,9	57,2
Gearing	84,9%	72,3%	59,8%	48,1%
ROE	22,1%	19,1%	18,3%	16,5%

Indicateurs boursiers comparés

		2019	2020	2 021	2 022
VE/CA	Titre	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x
	Secteur	3,2x	3,1x	2,8x	2,6x
VE/EBITDA	Titre	9,1x	8,3x	7,8x	7,3x
	Secteur	12,2x	11,5x	10,8x	10,0x
VE/EBIT	Titre	16,3x	14,3x	13,5x	12,8x
	Secteur	16,5x	15,6x	14,5x	13,4x
P/E	Titre	17,1x	16,9x	15,1x	13,9x
	Secteur	21,2x	20,4x	18,5x	16,9x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	2,3%	2,8%	3,0%	3,3%
	Secteur	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	1,4x	1,4x	1,4x	1,3x
	Secteur	5,0x	4,5x	4,0x	3,5x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	96,0%	81,3%	79,9%	80,6%
	Secteur	78,0%	79,1%	74,7%	71,9%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	-20,5%	46,9%	-2,7%	
	Secteur	-2,5%	31,2%	-1,2%	
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	



Dénomination sociale : EURO-CYCLES
Date de constitution : 01/11/1993
Registre de Commerce : B1119851997
Siège social : Zone industrielle Kalâa Kébira 4060 Sousse
Tél : 73 342 036
Fax : 73 342 039
Mail / Web : eurocycles@gnet.tn / www.euro-cycles.com.tn
Cotation sur le marché : Principal

Secteur : BIENS DE CONSOMMATION
Code ISIN : TN0007570013
Cours : **25,46 TND**
Cours cible : **31,50 TND**

Recommandation :

Acheter

La société EURO-CYCLES a été créée en 1993 par Mr Habib ESSEYAH et Mr Patrice GARANDEAU. Elle est spécialisée dans le montage et l'assemblage de vélos, implantée à la zone industrielle de Kalâa Kébira dans le gouvernorat de Sousse. Dans le cadre de l'intégration verticale des processus d'exploitation et d'augmentation du taux d'intégration du produit, la société a créé une filiale industrielle, TUNINDUSTRIE, spécialisée dans la fabrication des jantes, cadres et selles de vélo.

La société est totalement exportatrice et opère essentiellement sur le marché européen. En 2019, le marché anglais demeure le principal client qui accapare 74% du nombre des unités exportées suivie par les pays de l'UE avec 23,8%, 1,8% pour les pays maghrébins et 0,4% pour les USA. La société a intensifié ses efforts de prospection de nouveaux marchés. Pour ce faire, en premier lieu elle a créé sa propre marque de distribution qui s'appelle COLLORADO CYCLES. En deuxième lieu, après des travaux d'audit de qualité, la société a réussi à signer un contrat de sous-traitance de fabrication de 35 000 vélos en 2020 pour DECATHLON. Et puis, la réussite de livraison d'un millier de vélos en 2019, à destination des USA avec le groupe JB import, gratifie son succès sur le marché Américain.

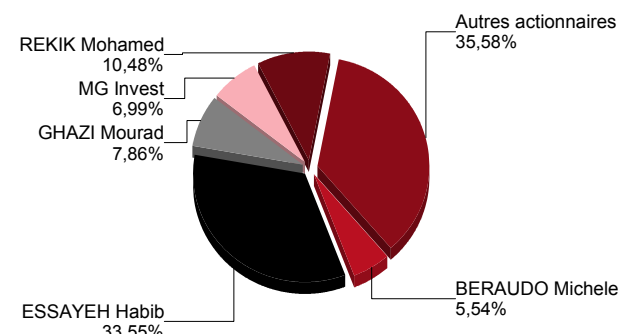
La bicyclette électrique offre de nouvelles perspectives de croissance à la société. C'est un marché prometteur, surtout en Europe. En 2020, la société est parvenue à écouler ses premiers produits après des longs travaux de mise en place des chaînes de montage spécialisées. Le management s'intéresse à la fabrication des batteries de vélo et ambitionne de monter un partenariat dans ce sens.

Dès la propagation de la pandémie du COVID, le management a été très prudent en budgétisant un exercice 2020 en baisse par rapport à l'exercice précédent. A contrario les indicateurs d'activité et le communiqué de la société du mois de novembre 2020 présagent un chiffre d'affaires record pour l'année 2020 qui devrait dépasser les 110 MDT. En effet, le confinement, la distanciation sociale et le label écologique des vélos ont boosté la demande en Europe. De surcroît, les perturbations logistiques en extrême orient favorisent EURO-CYCLES de par son emplacement géographique.

Du côté des estimations financières, nous prévoyons un résultat net consolidé pour l'exercice 2020 de plus de 13 MDT tout en étant prudent au niveau du taux de marge brute de 27%, soit le même niveau que l'exercice précédent. Pour 2021, nous prévoyons un chiffre d'affaires en croissance de 18% à 130,2 MDT et un résultat net consolidé de 15,4 MDT.

La valeur affiche un P/E de 17,4 x sur la base de ses bénéfices 2020 et de 14,7x sur la base des bénéfices 2021 soit un niveau attractif pour un titre qui peut être qualifié de croissance. Nous recommandons le titre à l'Achat avec un cours cible de **31,5 DT**.

Actionnariat



Indicateurs historiques

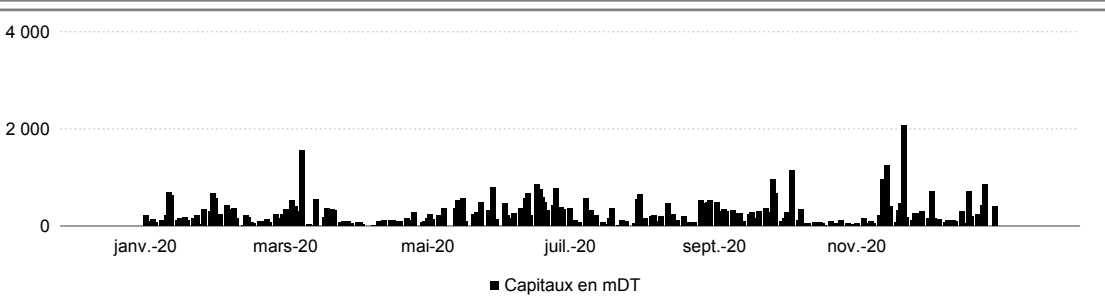
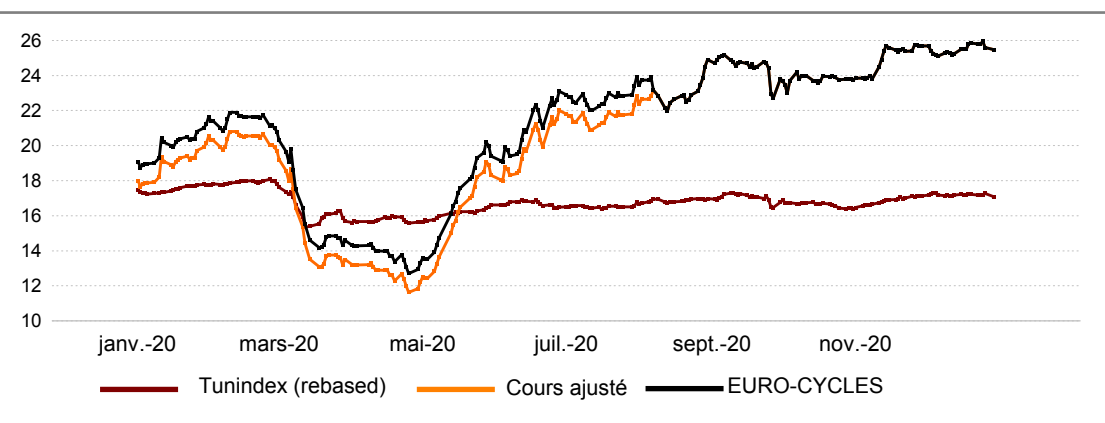
	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	8,910	8,910	8,910
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	8,910	8,910	8,910
Volume échangé (MDT)	35,3	61,8	0,4
Quantité échangée (Millions)	2,1	2,9	0,0
Cours plus haut (DT)	19,20	25,95	25,46
Cours plus bas (DT)	13,55	12,71	25,46
Clôture (DT)	18,84	25,60	25,46
Cap. boursière (MDT)	167,9	228,1	226,8
DPA (en DT)	1,090	1,200	1,400
Date de distribution	12/08/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	40,0	43,9	48,5	53,5
Actif immobilisé	12,5	11,8	13,3	14,9
Dettes nettes	-1,2	-2,5	-4,0	-5,6
BFR	26,3	29,6	31,3	33,0
CA	87,6	110,4	130,2	140,7
EBITDA	12,9	17,2	20,9	22,6
EBIT	11,0	14,8	17,9	18,9
Résultat net	8,7	13,0	15,4	16,6
Gearing	-2,9%	-5,7%	-8,2%	-10,5%
ROE	21,8%	29,7%	31,7%	31,0%

Indicateurs boursiers comparés

		2019	2020	2 021	2 022
VE/CA	Titre	2,6x	2,0x	1,7x	1,6x
	Secteur	1,6x	1,6x	1,4x	1,3x
VE/EBITDA	Titre	17,5x	13,1x	10,7x	9,8x
	Secteur	10,5x	9,6x	8,2x	7,3x
VE/EBIT	Titre	20,5x	15,1x	12,4x	11,7x
	Secteur	15,7x	15,5x	12,8x	11,4x
P/E	Titre	26,0x	17,4x	14,7x	13,7x
	Secteur	20,7x	17,7x	14,4x	12,0x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	4,3%	4,7%	5,5%	6,3%
	Secteur	2,6%	2,8%	3,4%	3,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	8,2x	7,4x	6,8x	6,2x
	Secteur	2,4x	2,3x	2,2x	2,2x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	95,7%	82,1%	81,1%	85,9%
	Secteur	55,5%	63,0%	61,2%	60,1%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	19,2%	41,7%	-0,5%	
	Secteur	6,8%	-6,9%	-1,5%	
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	



Dénomination sociale : LAND'OR
Date de constitution : 08/12/1994
Registre de Commerce : B1112211997
Siège social : BIR JEDID, 2054-KHELIDIA
Tél : 71 366 666
Fax : 71 366 006
Mail / Web : landor@gnet.tn / www.landor.com.tn
Cotation sur le marché : Principal

Secteur : IND. AGRO-ALIMENTAIRES
Code ISIN : TN0007510019
Cours : **7,20 TND**
Cours cible : **8,60 TND**

Recommandation :

Acheter

LAND'OR se place dans le secteur de la fromagerie en position de challenger et de leader pour les préparations alimentaires (fromage à base d'huile végétale). Elle est dotée d'une expertise reconnue et forgée depuis des années au contact d'une concurrence forte en Tunisie (marques internationales adossées à de grands groupes locaux). Ses produits sont vendus en Tunisie sous les marques LAND'OR, FONDOU et LE FONDANT ainsi que deux marques distributeurs. La société est présente essentiellement sur les marchés Marocain et Libyen.

En 2019, la société a levé 52,6 MDT à travers deux augmentations de capital souscrites principalement par Land'Or holding et AfricInvest qui ont scellé un pacte de partenariat. Cette opération a permis de réduire considérablement la dette de la société et de financer son programme d'investissement.

Le producteur de fromages a évolué en 2020 dans un contexte général compliqué marqué par la pandémie COVID-19 qui même si elle n'a pas touché la consommation locale de fromage, a limité la productivité et la logistique, a accru le niveau de prix des intrants et a entraîné une saison touristique morose en plus d'un marché libyen en difficulté. Malgré tous ces obstacles, le modèle économique de la société a prouvé sa résilience : au terme du troisième trimestre 2020, LAND'OR a pu réaliser une croissance de ses ventes de 15% par rapport à la même période de l'année précédente.

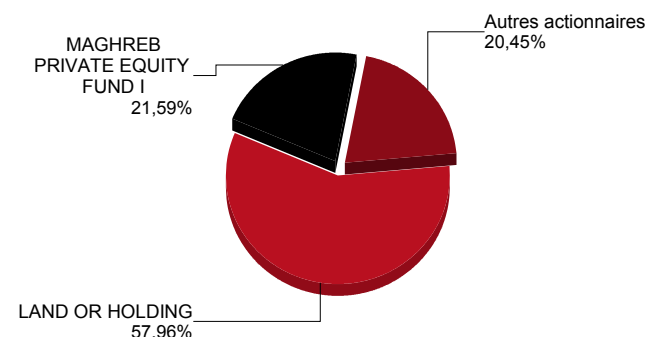
La société réalise près du tiers de son chiffre d'affaires à l'export sur trois marchés à savoir le marché marocain, le marché libyen et celui du Moyen-Orient. Pour le premier, une installation industrielle est en cours, motivée par une demande en forte croissance et une faible concurrence sur le secteur. En Lybie et compte tenu des risques y afférents, le management a procédé à une stratégie de diversification des distributeurs en portant le nombre à 4 sous différentes marques, tout en gardant son distributeur historique. Quant au marché du Moyen-Orient, de nouveaux produits seront développés sur mesure.

Au niveau du marché local, le plan de la société consiste à renforcer la gamme du fromage frais d'une part, d'autre part, développer l'offre par des produits innovants et ciblés à travers notamment une gamme premium pour améliorer la notoriété de la marque. Rajoutons à cela, un programme d'optimisation de la production est mis en place pour compenser en partie l'élévation des prix des matières premières.

Coté valorisation, le P/E 2020 du titre est de 13,7x contre un P/E du secteur de l'agroalimentaire de 20,4x. Le ratio VE/EBITDA 2020 est de 5,7x, très attrayant pour une industrie de grande consommation.

Au vu de la valorisation de la société, de son secteur d'activité et de ses perspectives de développement, nous jugeons que le titre présente une belle opportunité d'investissement. Nous recommandons d'**Acheter** le titre LAND'OR avec un cours cible de **8,6 DT**.

Actionnariat



Indicateurs historiques

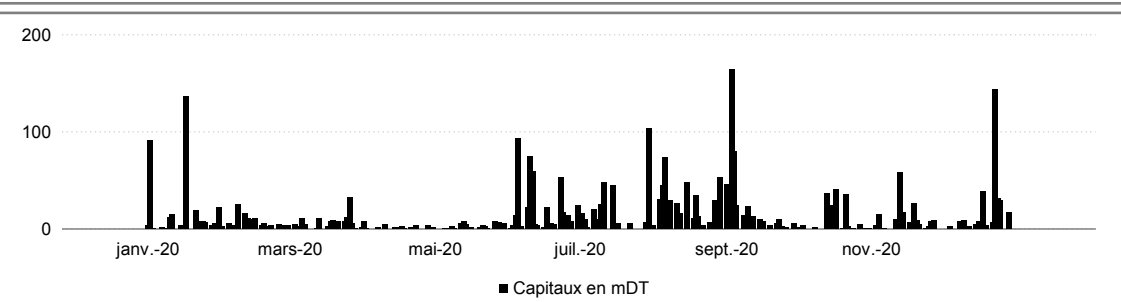
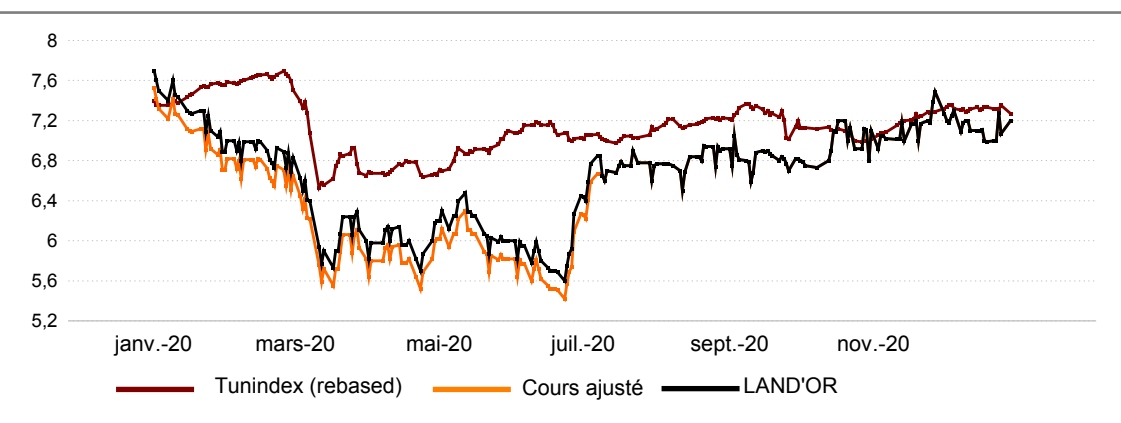
	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	11,226	11,226	11,226
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	11,226	11,226	11,226
Volume échangé (MDT)	11,1	3,0	0,0
Quantité échangée (Millions)	1,3	0,5	0,0
Cours plus haut (DT)	9,90	7,70	7,20
Cours plus bas (DT)	7,40	5,60	7,20
Clôture (DT)	7,90	7,07	7,20
Cap. boursière (MDT)	88,7	79,4	80,8
DPA (en DT)	0,180	0,250	0,300
Date de distribution	15/07/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	64,2	92,3	109,0	119,2
Actif immobilisé	29,8	70,0	86,7	100,8
Dette nette	-20,8	-4,5	1,8	6,4
BFR	13,6	17,8	24,0	24,7
CA	110,9	121,5	133,6	147,0
EBITDA	12,1	13,3	14,4	16,1
EBIT	8,1	9,5	10,6	12,4
Résultat net	4,7	5,9	7,0	8,6
Gearing	-32,4%	-4,9%	1,6%	5,4%
ROE	7,3%	6,4%	6,5%	7,2%

Indicateurs boursiers comparés

		2019	2020	2 021	2 022
VE/CA	Titre	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x
	Secteur	3,2x	3,1x	2,8x	2,6x
VE/EBITDA	Titre	5,0x	5,7x	5,7x	5,4x
	Secteur	12,2x	11,5x	10,8x	10,0x
VE/EBIT	Titre	7,4x	8,1x	7,8x	7,0x
	Secteur	16,5x	15,6x	14,5x	13,4x
P/E	Titre	17,3x	13,7x	11,5x	9,4x
	Secteur	21,2x	20,4x	18,5x	16,9x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	2,5%	3,5%	4,2%	4,9%
	Secteur	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	1,3x	1,3x	1,3x	1,2x
	Secteur	5,0x	4,5x	4,0x	3,5x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	55,5%	60,7%	61,3%	58,3%
	Secteur	78,0%	79,1%	74,7%	71,9%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	-4,0%	-8,2%	1,8%	
	Secteur	-2,5%	31,2%	-1,2%	
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	



Dénomination sociale	: MAGHREBIA
Date de constitution	: 16/01/1973
Registre de Commerce	: 0001629N
Siège social	: Angle 64, Rue de Palestine et 22 Rue du Royaume d'Arabie Saoudite 1002 - T
Tél	: 71 788 800
Fax	: 71 788 734
Mail / Web	: / www.maghreb.com.tn
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : ASSURANCES
Code ISIN : TN0007830011
Cours : **60,00 TND**
Cours cible : **65,00 TND**

Recommandation :

Acheter

Le groupe assureur Maghreb a bâti son image de marque sur le développement de la confiance entre assureur et assuré à travers notamment un délai d'indemnisation court et des formules d'assurance sur mesure. La société a acquis un savoir-faire notable grâce à son partenaire historique Generali qui se traduit par une maîtrise de la quantification du risque et une expérience d'ingénierie produit.

La compagnie jouit d'un fort positionnement sur le marché d'assurance, en 2019 elle est 3ème du secteur et 1ère hors automobile. Elle demeure leader de la branche incendie (PDM 16%), challenger en assurance maladie (PDM 17,2%) et 2ème sur la branche risques divers (PDM 12,7%).

La structure du chiffre d'affaires de Maghreb SA (non vie) est équilibrée entre Auto, Santé et IRDS contre un marché national dominé par l'assurance automobile qui accapare près de 60% des primes émises. La limitation de la branche Automobile est un choix stratégique du management de la société.

Le chiffre d'affaires de l'assurance vie est dominé par la branche épargne (64% du CA vie), une activité qui nécessite un savoir fort et une force commerciale. La compagnie est le challenger du marché d'assurance vie avec une part de marché de 11,8%.

Maghreb SA est reconnue en termes de maîtrise de sa sinistralité et de ses charges. En 2019, son ratio combiné net est le moins élevé du secteur soit 98,1%. Les ratios prudentiels sont largement au-dessus des exigences, soit un taux de couverture de la marge de solvabilité non vie de 340% et un taux de couverture de la marge de solvabilité vie de 273%.

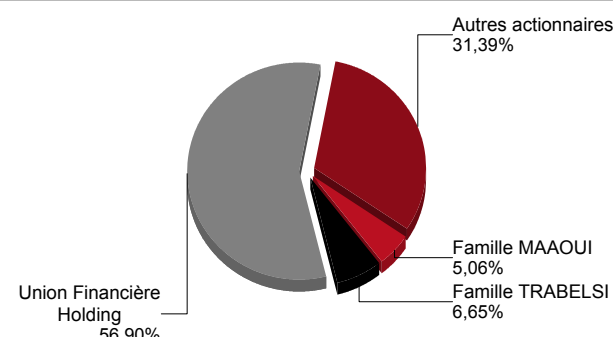
Le groupe affiche une rentabilité récurrente, le TCAM du résultat net part du groupe sur la période 2015-2019 est de 13,6% et compte dégager un TCAM pour la période 2020-2025 de 13,3%.

Le chiffre d'affaires de Maghreb vie devrait croître de 10% sur la période 2019-2022 compte tenu d'une reprise de l'activité bancassurance, une évolution des produits de prévoyance similaire à leurs progressions historiques et une croissance annuelle moyenne de l'activité épargne de 9,85%.

Pour les prévisions du chiffre d'affaires non vie, le taux annuel moyen d'évolution sur la période 2019-2022 est de 7,6%. Par branche d'assurance, c'est celle de l'automobile qui devrait le moins progresser, soit 6,15% sur la même période.

Le titre s'échange à 12,8x ses bénéfices 2020 contre 16,4x pour le secteurs des assurances. Nous recommandons d'**Acheter** le titre avec un cours cible de **65 DT**.

Actionnariat



Indicateurs historiques

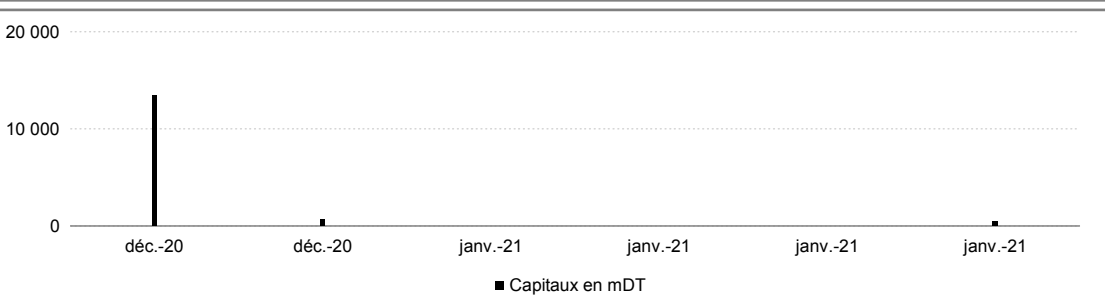
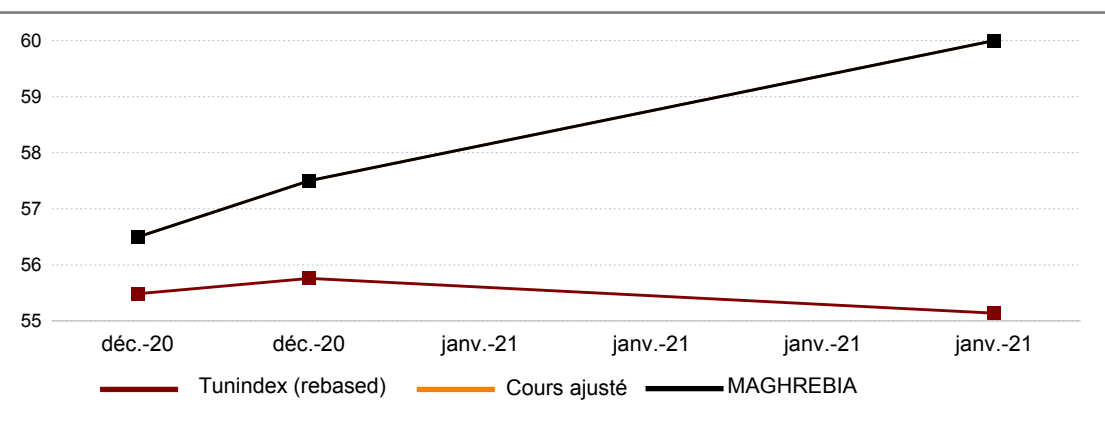
	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	45,000	45,000	45,000
Nominal (DT)	10	10	10
Nombre d'actions (Millions)	4,500	4,500	4,500
Volume échangé (MDT)	-	14,2	0,5
Quantité échangée (Millions)	-	0,3	0,0
Cours plus haut (DT)	-	57,50	60,00
Cours plus bas (DT)	-	55,50	60,00
Clôture (DT)	55,50	57,50	60,00
Cap. boursière (MDT)	249,8	258,8	270,0
DPA (en DT)	1,180	1,325	1,450
Date de distribution	31/08/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	130,8	149,2	165,8	185,2
Total bilan	763,8	821,9	922,8	1 031,5
Sinistre réglé	131,8	174,5	136,7	147,8
Primes émises	238,5	257,7	280,1	304,8
% CA non vie	72,3%	71,6%	71,0%	70,4%
CA	238,5	257,7	280,1	304,8
Résultat technique	23,7	28,4	30,6	34,0
Résultat net	16,1	21,1	23,1	25,8
% CA vie	27,7%	28,4%	29,0%	29,6%
ROE	12,3%	14,1%	13,9%	14,0%

Indicateurs boursiers comparés

		2019	2020	2 021	2 022
P/E	Titre	16,8x	12,8x	11,7x	10,4x
	Secteur	12,0x	16,4x	14,5x	13,9x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	2,0%	2,2%	2,4%	2,8%
	Secteur	4,5%	3,4%	3,6%	3,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	2,2x	1,9x	1,7x	1,5x
	Secteur	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	33,1%	28,3%	28,3%	28,7%
	Secteur	53,4%	49,2%	46,6%	46,7%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	-	5,7%	4,3%	
	Secteur	8,3%	18,7%	0,1%	
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	



Dénomination sociale	: SAH
Date de constitution	: 07/02/1994
Registre de Commerce	: B151092003
Siège social	: 5, Rue 8610, Zone industrielle Charguia 1 - 2035 Tunis -
Tél	: 71 809 222
Fax	: 71 809 111
Mail / Web	: contact@lilas.com.tn / http://www.lilas.com.tn/
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : BIENS DE CONSOMMATION
Code ISIN : TN0007610017
Cours : **12,18 TND**
Cours cible : **14,47 TND**

Recommandation :

Acheter

Créée en 1994, la Société d'Articles Hygiéniques est une fierté de l'économie tunisienne. Initialement spécialiste dans les articles hygiéniques et nouvellement introduit sur le segment des produits détergents, le Groupe compte aujourd'hui 8 filiales implantées en Algérie, au Maroc, en Libye, en Côte d'Ivoire et au Sénégal et commercialise ses produits à travers plus de 40 000 points de vente.

Au terme d'une phase de 2 années consécutives d'investissement au cours desquelles les actionnaires n'ont pas reçu de dividendes, 2019 a été une année de transformation pour le Groupe SAH. Ce dernier a ainsi pu consolider sa nouvelle stratégie basée sur la diversification et l'élargissement du portefeuille produits et sur une expansion régionale avec une présence commerciale dans plus de 15 pays africains.

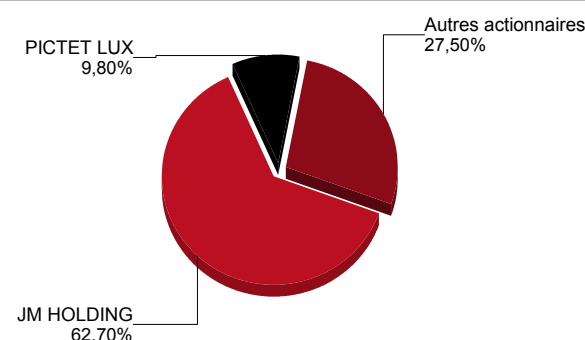
Le lancement réussi de plus de 140 références dans les produits détergents en est la preuve. Bénéficiant du brand « Lilas », ainsi que d'un des meilleurs réseaux de distribution du pays, cette nouvelle gamme a eu un succès commercial immédiat en Tunisie depuis son démarrage en juillet 2019 et plus récemment dans les pays limitrophes avec un démarrage encourageant des exportations.

Les revenus du Groupe ont atteint 560,1 MDT en 2019 contre 440,4 MDT en 2018 soit une progression de 27,2%. Les ventes d'hygiène bébé représentent près de la moitié des ventes du groupe SAH, suivies des ventes de produits papier et lingettes contribuant à hauteur de 26% dans les ventes totales du groupe. L'EBITDA est passé de 62,1 MDT en 2018 à 81,3 MDT en 2019 réalisant une hausse de 31%. Sa marge a gagné 40 points de base en passant de 14% en 2018 à 14,4% en 2019. Par ailleurs, les amortissements et provisions ont augmenté de 58,3% sur la même période à 26,6 MDT. Dans le cadre de son programme d'investissement soutenu des années précédentes, les charges financières nettes sont passées de 18,3 MDT en 2018 à 31,3 MDT en 2019 soit une hausse de 71,1%. Le résultat net part du Groupe ressort ainsi en hausse de 0,8% à 23 MDT.

Au 30/09/2020, les revenus du groupe s'élèvent à 470,4 MDT contre 401 MDT au 30/09/2019, soit une croissance de 17,3% et ce malgré les restrictions imposées par les PP relatives à la pandémie du COVID-19. Cette progression a été tirée par une solide performance sur le marché local (+26,1%) soutenue par les revenus d'Azur Détergent qui ont contribué à hauteur de 23,4% dans le chiffre d'affaires du Groupe du 3ème trimestre 2020 ainsi que par les bonnes performances d'Azur Papier (+34,6%) et SAH Tunisie (+3,3%). L'EBITDA consolidé s'est élevé à 83,5 MDT représentant une marge d'EBITDA de 17,7%, par rapport à une marge d'EBITDA de 12,5% au 30 septembre 2019. Le 4ème trimestre devrait voir une reprise de l'activité sur le marché algérien ainsi que la concrétisation de nouveaux marchés à l'export en Ouganda et au Kenya.

Le CA devrait atteindre les 670 MDT en 2020 soit une hausse de 20% par rapport à 2019. Le groupe prévoit un EBITDA consolidé de 118,5 MDT, soit une croissance de 45,8%. Le résultat net consolidé part du Groupe devrait avoisiner les 47 MDT en 2020 contre 23 MDT en 2019. Le Groupe a renoué avec la distribution de dividendes et distribuera au moins 50% de ses bénéfices dans les années à venir. Alliant un profil sectoriel défensif et un profil de croissance compte tenu de ses marchés, nous gardons SAH dans le portefeuille recommandé pour 2021 avec un cours objectif de **14,47 DT**.

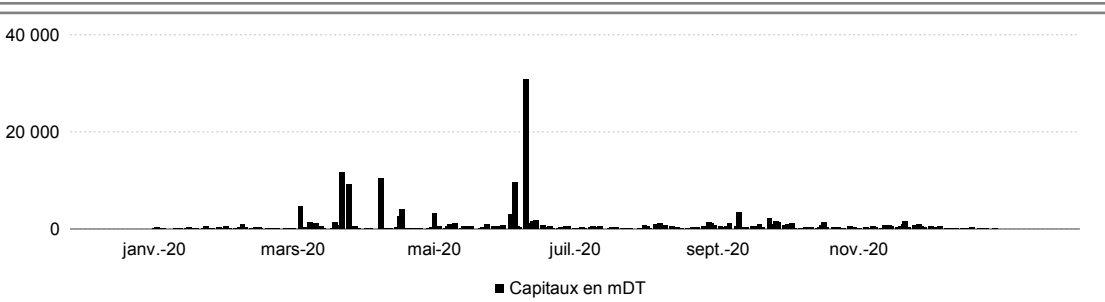
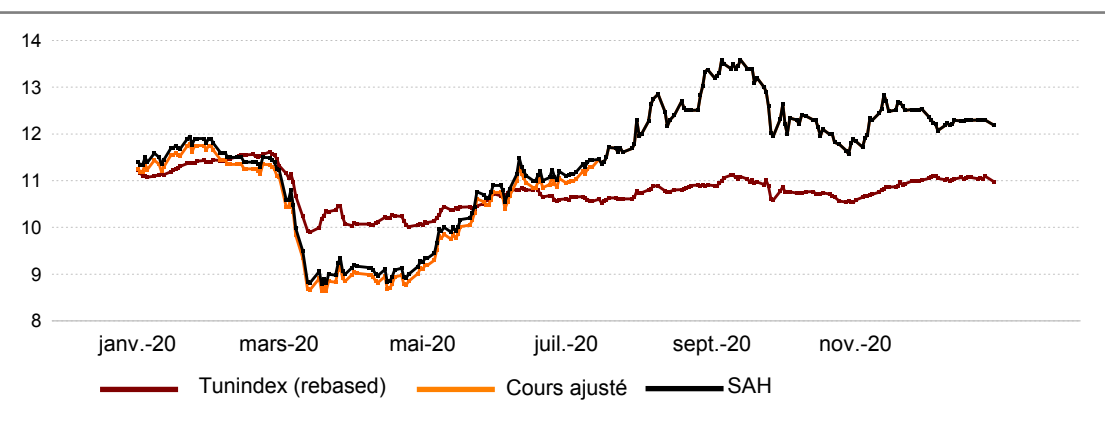
Actionnariat



Indicateurs historiques	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	65,346	65,346	65,346
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	65,346	65,346	65,346
Volume échangé (MDT)	32,1	189,1	0,2
Quantité échangée (Millions)	2,8	17,8	0,0
Cours plus haut (DT)	12,30	13,59	12,18
Cours plus bas (DT)	9,85	8,79	12,18
Clôture (DT)	11,75	12,30	12,18
Cap. boursière (MDT)	767,8	803,8	795,9
DPA (en DT)	0,150	0,250	0,320
Date de distribution	20/07/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	290,7	305,2	324,0	346,2
Actif immobilisé	243,5	242,2	245,5	252,6
Dettes nettes	294,9	290,3	285,1	279,3
BFR	342,1	353,4	363,6	372,9
CA	560,1	670,0	777,2	878,2
EBITDA	81,3	118,4	138,5	156,5
EBIT	54,7	88,6	105,2	119,2
Résultat net	23,0	47,1	60,9	72,0
Gearing	78,1%	68,9%	62,5%	56,9%
ROE	7,9%	15,4%	18,8%	20,8%

Indicateurs boursiers comparés	2019	2020	2 021	2 022	
VE/CA	Titre	1,9x	1,6x	1,4x	1,2x
	Secteur	1,6x	1,6x	1,4x	1,3x
VE/EBITDA	Titre	13,4x	9,2x	7,8x	6,9x
	Secteur	10,5x	9,6x	8,2x	7,3x
VE/EBIT	Titre	19,9x	12,3x	10,3x	9,0x
	Secteur	15,7x	15,5x	12,8x	11,4x
P/E	Titre	34,7x	16,9x	13,1x	11,1x
	Secteur	20,7x	17,7x	14,4x	12,0x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	1,2%	2,1%	2,6%	3,2%
	Secteur	2,6%	2,8%	3,4%	3,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	3,4x	3,3x	3,1x	2,8x
	Secteur	2,4x	2,3x	2,2x	2,2x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	55,1%	50,3%	49,8%	51,3%
	Secteur	55,5%	63,0%	61,2%	60,1%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	4,4%	6,0%	-1,0%	
	Secteur	6,8%	-6,9%	-1,5%	
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	



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

Secteur : IND. AGRO-ALIMENTAIRES
Code ISIN : TN0001100254
Cours : **18,80 TND**
Cours cible : **20,65 TND**

Recommandation :

Acheter

La Société de Fabrication de Boissons de Tunisie est le leader incontesté des boissons en Tunisie. Contrôlée à hauteur de 62% par le groupe français CASTEL, sa capitalisation boursière, la plus élevée du marché, s'élève aujourd'hui à 4 705 MDT et représente plus de 20% du total de la capitalisation du marché boursier tunisien contre 13,4% à fin 2015.

◆ Les revenus du pôle de la bière représentent 41,3% du chiffre d'affaires de 2019 contre 36,8% en 2015. Les augmentations successives des prix de la bière n'ont pas eu d'impact sur la consommation de bière du tunisien et n'ont pas empêché ce pôle d'améliorer ses marges. A fin juin 2020 et malgré la crise sanitaire relative à la pandémie COVID-19 et une saison touristique quasi-nulle, les revenus de la bière (local et export) ont augmenté de près de 10% par rapport à juin 2019. Compte tenu de sa taille et sa rentabilité, cette activité demeure la vache à lait du groupe.

◆ La branche des boissons gazeuses contribue à hauteur de 32,5% du chiffre d'affaires 2019 du groupe contre 38,5% en 2015. Malgré l'importance de la taille de cette branche, elle affiche une rentabilité modeste avec des investissements récurrents importants.

◆ Le pôle des eaux minérales est au troisième rang en termes de chiffre d'affaires 2019 (203,3 MDT) avec une contribution dans le CA consolidé de 16,4% contre 15,9% en 2015. Outre les marques de la SOSTEM (SAFIA, MELLITI, GARCI) la SFBT exploite aussi les marques MARWA et CRISTALINE.

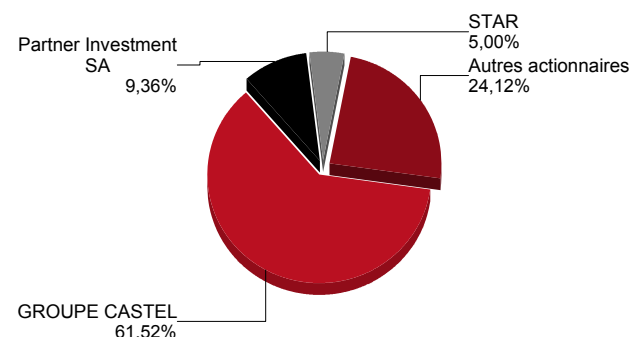
◆ Les pôles Lait et jus affichent des faibles parts, respectivement de 2,6% et 2%, des revenus consolidés du groupe 2019. STIL est la marque exploitée pour ces deux activités.

Le chiffre d'affaires consolidé a atteint en 2019 les 1 202,9 MDT contre 1 131,4 MDT en 2018 soit une hausse de 6,3%. L'EBITDA est passé de 304,5 MDT en 2018 à 343,9 MDT en 2019, réalisant ainsi une augmentation de 12,9% en raison de l'amélioration du taux de marge d'EBITDA de 1,7 point. Le Groupe a dégagé en 2019 des bénéfices de l'ordre de 210,9 MDT contre 177,3 MDT en 2018 soit une croissance de 19%.

En 2020, la crise sanitaire et le confinement général décrété par les autorités, n'ont pas eu d'impacts significatifs sur les états financiers intermédiaires. En effet, à fin juin 2020, la SFBT a réalisé un CA de 309,4 MDT contre 290,6 MDT soit une hausse de 6,5%. Sur la même période, les bénéfices sont ressortis stables par rapport à juin 2019 à 116,7 MDT.

Coté prévisions, nous estimons que la société maintiendra un taux de marge d'EBITDA équivalent à celui de 2019 soit 28,6%. Les bénéfices consolidés de 2020 devraient être proches des 220 MDT et pourraient avoisiner les 244 MDT à l'horizon 2021, boostés par la baisse du taux d'imposition. La société jouit d'un profil de risque très faible, d'une situation financière très solide, avec une trésorerie excédentaire, une rentabilité élevée et une position de leader sur ses marchés. La société a jusqu'à présent distribué environ 80% de ses bénéfices chaque année tout en offrant des titres gratuits à ses actionnaires. Tous ces avantages confèrent à la SFBT le caractère d'une valeur de fonds de portefeuille. Nous maintenons notre recommandation à l'**Achat** sur le titre qui a toujours fait partie des valeurs que nous recommandons. A moyen terme, notre cours cible est de **20,65 DT**.

Actionnariat



Indicateurs historiques

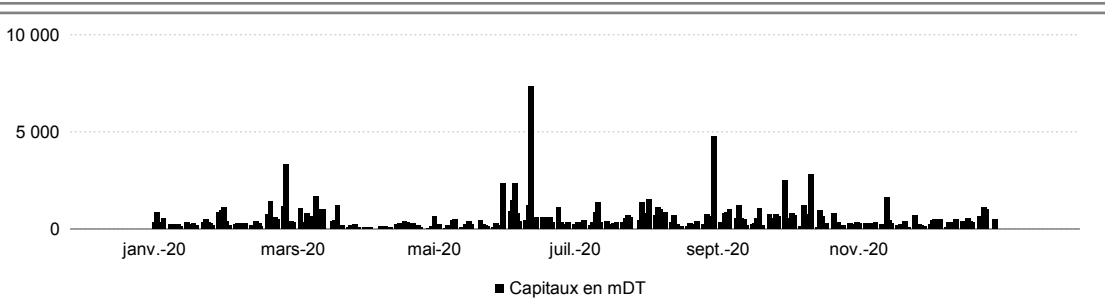
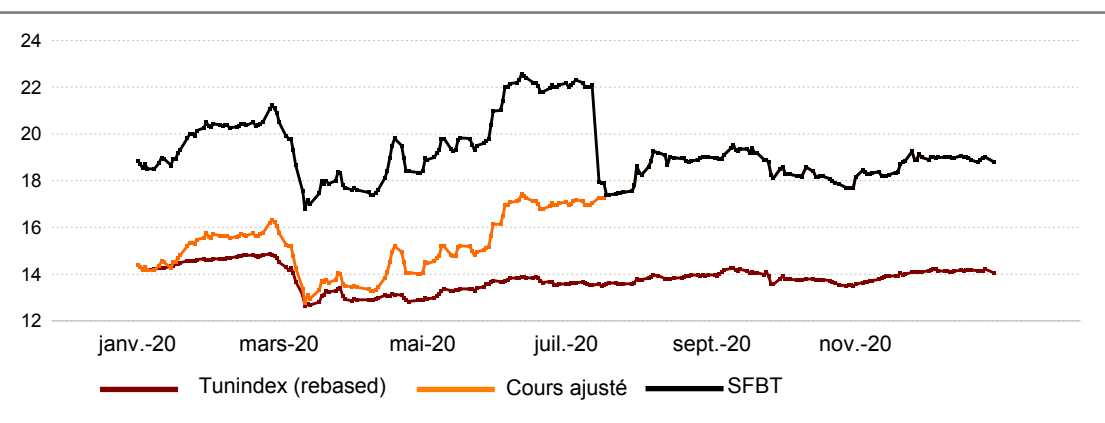
	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	198,000	247,500	247,500
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	198,000	247,500	247,500
Volume échangé (MDT)	236,2	130,7	0,5
Quantité échangée (Millions)	11,8	6,7	0,0
Cours plus haut (DT)	24,70	22,58	18,80
Cours plus bas (DT)	18,20	16,77	18,80
Clôture (DT)	19,01	19,01	18,80
Cap. boursière (MDT)	3 764,0	4 705,0	4 653,0
DPA (en DT)	0,650	0,700	0,730
Date de distribution	23/07/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	1 002,9	1 096,1	1 208,4	1 327,4
Actif immobilisé	445,6	509,1	598,9	694,5
Dettes nettes	-197,7	-219,7	-228,8	-238,3
BFR	359,6	367,4	380,7	394,6
CA	1 202,9	1 263,1	1 357,8	1 459,6
EBITDA	343,9	361,8	386,5	415,6
EBIT	265,0	278,9	299,5	324,2
Résultat net	210,9	219,8	244,2	265,5
Gearing	-19,7%	-20,0%	-18,9%	-18,0%
ROE	21,0%	20,1%	20,2%	20,0%

Indicateurs boursiers comparés

		2019	2020	2 021	2 022
VE/CA	Titre	3,7x	3,5x	3,3x	3,0x
	Secteur	3,2x	3,1x	2,8x	2,6x
VE/EBITDA	Titre	13,0x	12,3x	11,4x	10,6x
	Secteur	12,2x	11,5x	10,8x	10,0x
VE/EBIT	Titre	16,8x	15,9x	14,8x	13,6x
	Secteur	16,5x	15,6x	14,5x	13,4x
P/E	Titre	22,1x	21,2x	19,1x	17,5x
	Secteur	21,2x	20,4x	18,5x	16,9x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	3,5%	3,7%	3,9%	4,0%
	Secteur	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	8,8x	7,4x	6,2x	5,2x
	Secteur	5,0x	4,5x	4,0x	3,5x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	77,2%	79,8%	74,9%	71,7%
	Secteur	78,0%	79,1%	74,7%	71,9%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	0,0%	29,3%	-1,1%	-
	Secteur	-2,5%	31,2%	-1,2%	-
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	-



Dénomination sociale	: SOTUVER
Date de constitution	: 01/10/1963
Registre de Commerce	: B1103161997
Siège social	: Zone industrielle Djebel Elouest, Route Zaghouan Km 21, 1111 Bir Mcharga
Tél	: 72 640 650
Fax	: 72 640 701
Mail / Web	: secretariat@sotuver.com.tn / http://www.sotuver.com.tn/
Cotation sur le marché	: Principal

Secteur : INDUSTRIES
Code ISIN : TN0006560015
Cours : **6,87 TND**
Cours cible : **9,50 TND**

Recommandation :

Acheter

Leader dans la production du verre d'emballage pour le conditionnement des produits agro-alimentaires (eaux minérales, boissons gazeuses, boissons alcoolisées, huiles...), SOTUVER a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 96,6 MDT contre 93,5 MDT en 2018 soit une hausse de 3,3%. Malgré la concurrence très rude que connaît le secteur sur les marchés extérieurs, les revenus à l'export de SOTUVER n'ont diminué que de 6,9% entre 2018 et 2019 à 50,9 MDT. Sur le marché local les revenus se sont appréciés de 17,6% à 45,7 MDT, fruit de la consolidation de ses relations avec son plus gros client sur le plan national qui est la SFBT. Au niveau du Groupe, les revenus consolidés se sont accrus de 2% par rapport à 2018 à 97,3 MDT.

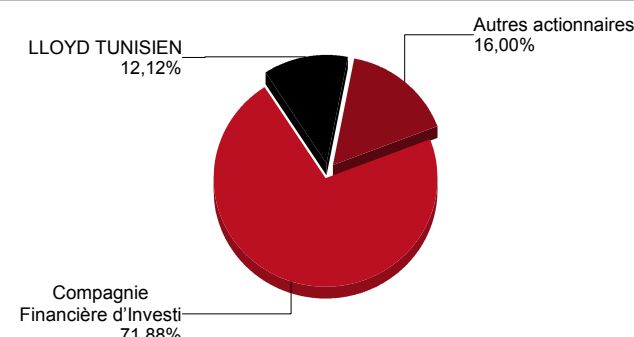
Ces performances couronnent l'effort de développement de la société à travers l'innovation et la création de nouveaux produits plus adaptés aux demandes des clients internationaux tout en respectant les différentes normes. En effet, SOTUVER accorde une grande importance au management de la qualité de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

Récemment, le management a décidé d'augmenter sa capacité de production en investissant plus de 100 MDT dans un nouveau four via sa nouvelle filiale « Sotuver Glass Industries ». La nouvelle usine sera implantée à Djebel Ouest et aura une capacité de production annuelle de 90 000 tonnes. L'entrée en production est prévue pour la fin du second semestre 2021.

Au 30/09/2020, SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires global de 64,3 MDT soit une baisse de 8% par rapport à septembre 2019. Le chiffre d'affaires local ressort en hausse de 13% à 35,8 MDT. A l'export, les revenus ont atteint 28,5 MDT contre 37,9 MDT soit une décroissance de 25% par rapport à septembre 2019 expliquée par les effets de la pandémie COVID-19. Selon nos prévisions la société réalisera un chiffre d'affaires de consolidé de 91 MDT en 2020 et maintiendra son statut de société exportatrice avec 53% de ses revenus réalisés à l'export et dégagera un bénéfice de 16 MDT. Selon le management, les revenus de SOTUVER dépasseront les 100 MDT en 2021 avec des bénéfices de plus de 18 MDT.

Le titre SOTUVER se traite actuellement à 14,1 fois ses bénéfices contre plus de 24 fois pour le secteur. La valeur de l'entreprise s'élève à 7 fois son EBITDA 2021. A ce niveau de cours, le titre offre un fort potentiel de croissance. Nous évaluons le cours cible à **9,50 DT**.

Actionnariat



Indicateurs historiques

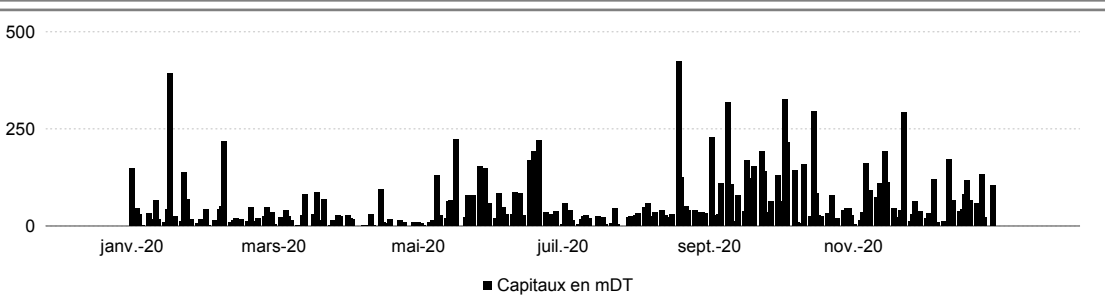
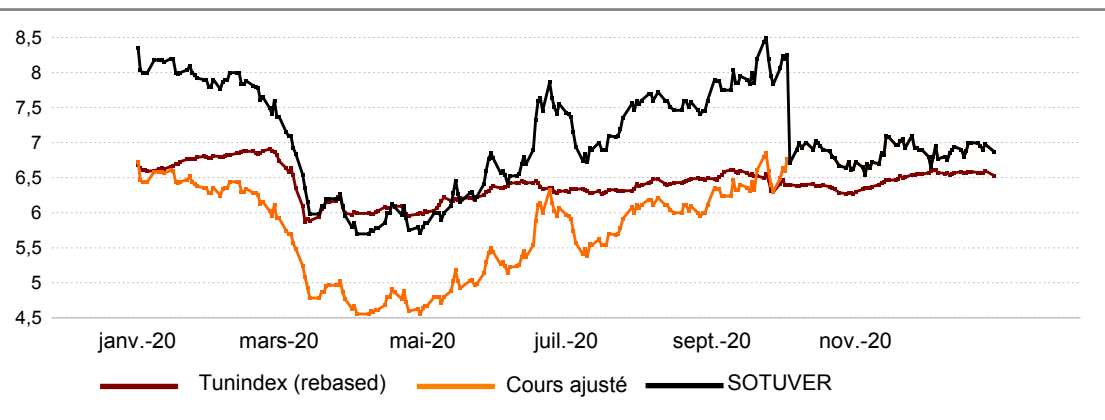
	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	27,254	33,215	33,215
Nominal (DT)	1	1	1
Nombre d'actions (Millions)	27,254	33,215	33,215
Volume échangé (MDT)	38,6	13,4	0,1
Quantité échangée (Millions)	4,2	1,9	0,0
Cours plus haut (DT)	10,50	8,50	6,87
Cours plus bas (DT)	8,20	5,70	6,87
Clôture (DT)	8,35	6,98	6,87
Cap. boursière (MDT)	227,6	231,8	228,2
DPA (en DT)	0,150	0,160	0,200
Date de distribution	08/10/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	68,9	76,5	85,3	99,2
Actif immobilisé	48,1	37,2	36,4	44,5
Dettes nettes	42,5	27,4	22,5	28,9
BFR	63,4	66,6	71,4	83,6
CA	97,3	91,0	101,9	123,3
EBITDA	26,3	28,9	35,7	44,3
EBIT	16,8	18,7	24,8	32,6
Résultat net	11,7	16,2	18,1	23,1
Gearing	60,8%	35,4%	26,0%	28,8%
ROE	16,9%	21,2%	21,3%	23,3%

Indicateurs boursiers comparés

		2019	2020	2 021	2 022
VE/CA	Titre	2,8x	2,8x	2,5x	2,1x
	Secteur	1,2x	1,3x	1,1x	1,0x
VE/EBITDA	Titre	10,3x	8,8x	7,0x	5,8x
	Secteur	7,8x	15,8x	8,8x	6,7x
VE/EBIT	Titre	16,1x	13,7x	10,1x	7,9x
	Secteur	11,9x	26,4x	14,4x	10,5x
P/E	Titre	19,6x	14,1x	12,6x	9,9x
	Secteur	20,1x	24,1x	19,2x	14,2x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	2,2%	2,3%	2,9%	3,8%
	Secteur	3,5%	2,1%	3,2%	4,1%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	3,5x	3,0x	2,5x	2,1x
	Secteur	2,3x	2,3x	2,3x	2,1x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	33,9%	32,7%	36,6%	37,3%
	Secteur	60,3%	52,1%	58,9%	59,1%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	-0,6%	4,1%	-1,6%	
	Secteur	-3,2%	-9,1%	-0,5%	
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	



Dénomination sociale : STAR
Date de constitution : 26/12/1958
Registre de Commerce : B17339 1996
Siège social : Square Avenue de Paris 1025 Tunis
Tél : 71 256 800
Fax : 71 340 835
Mail / Web : star@star.com.tn / http://www.star.com.tn
Cotation sur le marché : Principal

Secteur : ASSURANCES
Code ISIN : TN0006060016
Cours : **119,30 TND**
Cours cible : **154,00 TND**

Recommandation :

Acheter

La Société Tunisienne d'Assurances et de Réassurance, STAR, est la doyenne des compagnies d'assurance en Tunisie. Fondée en 1958, elle est le leader national du marché d'assurance avec une part de marché de 15,5% en 2019. Son challenger immédiat, groupe COMAR détient 11,2% de part de marché.

En 2008, elle a connu l'entrée dans son capital du groupe français GROUPAMA via une augmentation de capital qui lui était réservée. Cette opération a permis l'injection de 138 MDT dans les fonds propres de la compagnie.

Depuis plus de deux années la société a un nouveau mode de gouvernance avec la mise en place d'une nouvelle équipe dirigeante jeune et dynamique. Elle déploie ses efforts sur la poursuite de la refonte du système d'information, la diversification de la clientèle en allant vers les PME-PMI ou son taux de pénétration est faible, la modernisation des agences, la rentabilisation du portefeuille existant et le développement de l'assurance vie.

Le chiffre d'affaires de la société a connu une hausse de 4,5% en 2019 par rapport à 2018 contre une hausse de 7,5% pour le marché. En effet, la compagnie rentre dans une phase de rentabilisation de son portefeuille en se délestant des affaires non rentables.

Le chiffre d'affaires reste dominé par la branche automobile qui accapare 57,9% du total des primes émises. La sinistralité (S/P) de cette branche a connu une amélioration en 2019 en passant de 89,6% en 2018 à 85,8% en 2019. La branche Maladie occupe la deuxième position avec une part du chiffre d'affaires de 22% en 2019 contre 21,85% en 2018, sa sinistralité est élevée, soit un S/P de 94,8% en 2019. Le reste des branches non vie représente 12,02% du total du chiffre d'affaires.

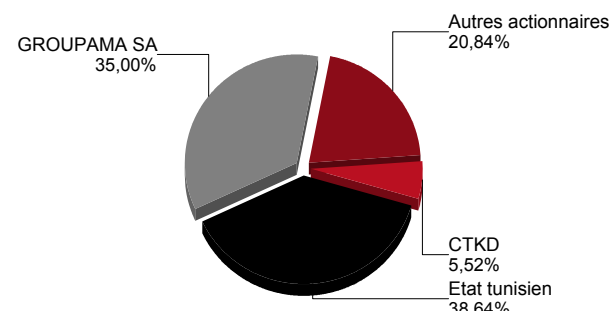
L'assurance Vie, qui demeure faiblement représentée dans le chiffre d'affaires global avec une part de 8,06%, affiche une progression de ses primes de 14,52% à 29,9 MDT en 2019 (à noter que ce chiffre comprend la garantie Décès des contrats groupe de 15,3 MDT).

Le portefeuille des placements de la compagnie totalise 873,9 MDT en 2019 contre 835,2 MDT en 2018, soit une hausse de 4,6%. Quant à leurs revenus nets, ils ont enregistré une hausse de 15,9% pour atteindre 77,47 MDT qui provient essentiellement de l'augmentation des revenus de court terme.

En 2020, la société devrait profiter exceptionnellement de la baisse de sinistralité de la branche automobile en raison du confinement. Par contre l'impôt libérateur de 35% sur les placements bancaires réduira le résultat de 2020. Ainsi nous prévoyons un résultat net 2020 de 24,1 MDT. Pour 2021, nous tablons sur un résultat net de 28,9 MDT.

Le titre s'échange à 11,3 fois ses bénéfices 2020, 0,8 fois ses fonds propres comptables et moins de 0,5 fois ses fonds propres réévalués. Compte tenu de la forte décote du titre et du potentiel de croissance de la rentabilité de la société, nous recommandons la valeur à l'achat. Notre cours cible est de **154 DT**, correspond à un alignement de la valorisation de la STAR par rapport à son secteur.

Actionnariat



Indicateurs historiques

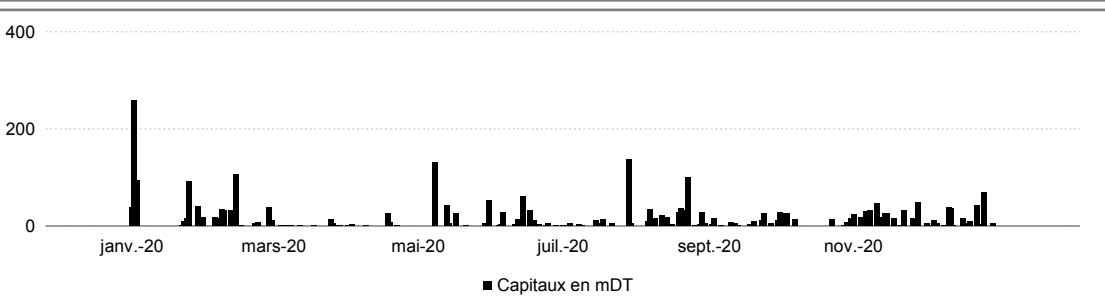
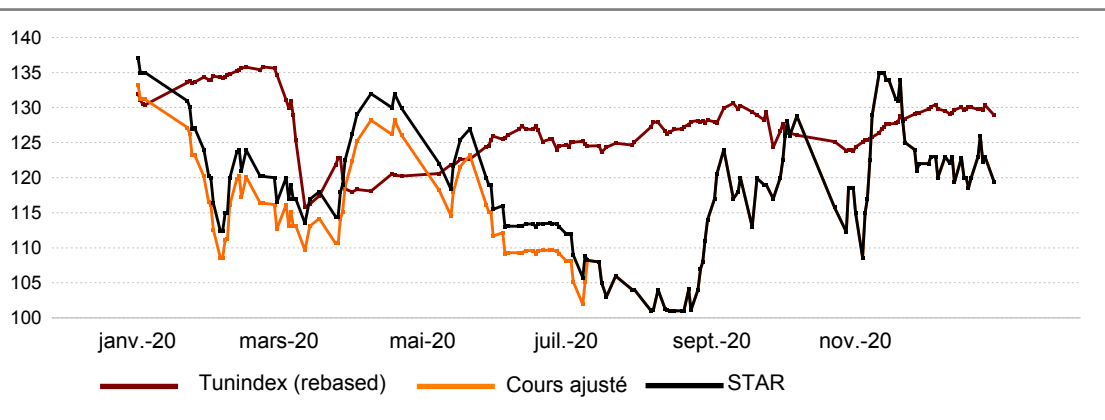
	au 31/12/2019	au 31/12/2020	au 04/01/2021
Capital social (MDT)	23,077	23,077	23,077
Nominal (DT)	10	10	10
Nombre d'actions (Millions)	2,308	2,308	2,308
Volume échangé (MDT)	11,3	2,8	0,0
Quantité échangée (Millions)	0,1	0,0	0,0
Cours plus haut (DT)	150,52	137,16	119,30
Cours plus bas (DT)	119,61	101,00	119,30
Clôture (DT)	137,16	122,98	119,30
Cap. boursière (MDT)	316,5	283,8	275,3
DPA (en DT)	3,820	4,000	4,500
Date de distribution	15/07/2020	-	-

Indicateurs financiers (consolidés en MDT)

	2019	2 020p	2 021p	2 022p
Fonds propres	358,1	373,2	391,7	412,2
Total bilan	1 236,1	1 310,3	1 388,9	1 472,2
Sinistre réglé	305,6	309,5	314,9	319,3
Primes émises	370,6	393,0	421,9	448,0
% CA non vie	91,9%	91,0%	89,0%	88,0%
CA	370,6	393,0	421,9	448,0
Résultat technique	6,9	24,0	16,8	16,3
Résultat net	22,1	24,4	29,0	32,1
% CA vie	8,1%	9,0%	11,0%	12,0%
ROE	6,2%	6,5%	7,4%	7,8%

Indicateurs boursiers comparés

		2019	2020	2 021	2 022
P/E	Titre	12,5x	11,3x	9,5x	8,6x
	Secteur	12,0x	16,4x	14,5x	13,9x
	Marché	15,2x	18,9x	14,4x	12,8x
Div Yield	Titre	3,2%	3,4%	3,8%	4,2%
	Secteur	4,5%	3,4%	3,6%	3,9%
	Marché	4,1%	3,1%	3,6%	4,1%
P/B	Titre	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x
	Secteur	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
	Marché	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pay out	Titre	40,0%	37,9%	35,9%	36,0%
	Secteur	53,4%	49,2%	46,6%	46,7%
	Marché	63,9%	50,0%	46,4%	46,5%
Performance	Titre	3,3%	-7,6%	-3,0%	
	Secteur	8,3%	18,7%	0,1%	
	Tunindex	-2,1%	-3,3%	-1,1%	



Recommandations des valeurs

Banques	Recommandation
AMEN BANK	Consolider
ATB	Acheter
ATTIJARI BANK	Acheter
BH	Consolider
BIAT	Acheter
BNA	Conserver
BT	Consolider
BTE	Allèger
STB	Conserver
UBCI	Conserver
UIB	Acheter
WIFACK	Allèger

Leasing	Recommandation
ATL	Acheter
ATTIJARI LEASING	Conserver
BEST LEASE	Conserver
CIL	Acheter
HANNIBAL LEASE	Conserver
MODERN LEASING	Allèger
TUNISIE LEASING	Acheter

Assurances	Recommandation
ASSURANCES SALIM	Consolider
ASTREE	Acheter
STAR	Acheter
TUNIS RE	Consolider
ASSURANCES MAGHREBIA	Acheter

Stés d'investissements	Recommandation
PLAC. TSIE-SICAF	Conserver
SPDIT - SICAF	Consolider
TUNINVEST-SICAR	Acheter

Distribution Générale	Recommandation
MAGASIN GENERAL	Consolider
MONOPRIX	Consolider

Distribution Automobile	Recommandation
ARTES	Conserver
CITY CARS	Conserver
ENNAKL AUTOMOBILES	Conserver
UADH	Allèger

Agro-Alimentaire	Recommandation
CEREALIS	Acheter
DELICE H	Acheter
LAND'OR	Acheter
SFBT	Acheter
SOPAT	Conserver

Pharmaceutique	Recommandation
ADYWA	Consolider
SIPHAT	Allèger
UNIMED	Acheter

Matériaux de construction	Recommandation
CARTHAGE CEMENT	Acheter
CIMENTS DE BIZERTE	Consolider
MPBS	Consolider
SANIMED	Consolider
SIAME	Conserver
SOMOCER	Conserver
SOTEMAIL	Consolider
TPR	Acheter

Biens de consommation	Recommandation
AMS	Vendre
ASSAD	Acheter
ATELIER MEUBLE	Acheter
ELECTROSTAR	Vendre
EURO-CYCLES	Acheter
GIF-FILTER	Vendre
New Body Line	Consolider
OFFPLAST	Conserver
PGH	Acheter
SAH	Acheter
STIP	Vendre

Industries	Recommandation
AIR LIQUIDE TUNISIE	Conserver
ALKIMIA	Conserver
ICF	Conserver
OTH	Acheter
SOTIPAPIER	Acheter
SOTUVER	Acheter

Struct. Et T.P.	Recommandation
SERVICOM	Vendre
SOTETEL	Vendre
TGH	Vendre

Divers	Recommandation
AETECH	Vendre
CELLCOM	Allèger
SOTRAPIL	Acheter
SOTUMAG	Consolider
TELNET HOLDING	Consolider
TUNISAIR	Vendre

Immobilier	Recommandation
ESSOUKNA	Conserver
SIMPAR	Conserver
SITS	Conserver

Syllabus

INDICATEURS FINANCIERS

BPA	Le Bénéfice par action est le bénéfice divisé par le nombre des actions émises.
BFR	Le besoin en fonds de roulement (BFR) désigne le besoin en trésorerie rendu nécessaire du fait de l'activité d'une entreprise.
CA	Le chiffre d'affaires représente le total des ventes de biens ou de services facturées sur un exercice.
Coef. d'Exp.	Le coefficient d'exploitation est le rapport entre les charges d'exploitations (frais de personnel, dotations aux amortissements et frais généraux) et le produit net bancaire (PNB).
DPA	Le dividende par action.
EBIT	Earnings before interest and taxes est le résultat avant intérêts et impôts. (Résultat d'exploitation)
EBITDA	Earnings before interest and taxes dépréciation and amortization est le résultat avant intérêts, impôts, provisions et amortissements. (Ecart brut d'exploitation)
GEARING	Le gearing (le levier financier) désigne le ratio d'endettement d'une société. C'est le rapport des capitaux propres et l'endettement net.
Pay Out	Le pay out ratio est le taux de distribution des bénéfices. Il est calculé en divisant le montant des dividendes distribués par ses bénéfices nets.
PNB	Le produit net bancaire désigne la valeur ajoutée créée par l'activité de la banque.
ROE	Le return on equity est le rapport entre le résultat net et les fonds propres.
VE	La valeur d'une entreprise est la somme de sa capitalisation boursière, de sa dette financière nette et des intérêts minoritaires.

RATIOS BOURSIERS

Div Yield	Le Dividend yield (le rendement en dividende) est le dividende par action rapporté au prix de l'action, exprimé en pourcentage.
P/E	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).
P/B	Le Price to Book Ratio (PBR, ou P/B) est le cours de l'action rapporté aux capitaux propres par action. Exprimé en nombre de fois (x).
VE/CA	Le ratio de valorisation est le rapport entre la valeur d'entreprise et le chiffre d'affaires. Exprimé en nombre de fois (x).
VE/EBITDA	Le ratio de valorisation (VE/EBITDA) est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBITDA. Exprimé en nombre de fois (x).
VE/EBIT	Le ratio de valorisation (VE/EBIT) est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBIT. Exprimé en nombre de fois (x).



Le **Compte Epargne en Actions (CEA)** est une formule intelligente pour investir en bourse en faisant des placements diversifiés et rentables à moyen et long termes. Cette formule vous offre de nombreux avantages :

- Vous déduisez les sommes déposées dans le CEA, de l'assiette de votre revenu imposable, jusqu'à 100 000 dinars par an,
- Vos gains d'impôts peuvent atteindre 55% du montant de l'impôt,
- Vous pouvez retirer les dividendes reçus ainsi que les plus values réalisées tant que la valeur du portefeuille est supérieure au montant initialement investi.

Pour calculer vos gains potentiels et le montant optimal à investir, vous pouvez vous servir de notre simulateur à l'adresse:

<https://www.afc.com.tn/simulateurcea>



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 : « Carré de L'Or, » Les jardins du Lac II. 1053 Tunis.

Tél : (+216) 70 020 260 - Fax : (+216) 70 020 299

afc@afc.fin.tn

www.afc.com.tn