



*Fiche trimestrielle de recommandations N°95*

*Janvier 2016*

Les révisions par rapport à la publication précédente

Var	Titre	Cours	P/E	Rec. Précédente	Rec. du trimestre
▼	ARTES	6.16	8.18x	<i>RENFORCER</i>	<b>CONSERVER</b>
▼	SOMOCER	2.20	36.14	<i>CONSERVER</i>	<b>ALLEGER</b>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
<b>Bancaire</b>		<b>14.20</b>	<b>1.62</b>	<b>3.40%</b>					
STB	5.60	24.04	1.46	0.00%	0.000	-0.00%		<b>CONSERVER</b>	<p>Malgré un retour aux bénéfices en 2014, la dégradation de la qualité d'actifs, qui s'est exacerbée d'année en année, ainsi que le poids des charges opératoires, continuent de peser lourdement sur la STB.</p> <p>Rappelons que le besoin de recapitalisation imminent a mené à une augmentation de capital de 756MDT, opérée récemment. La banque demeure néanmoins redevable d'une dotation à l'Etat de 117MDT, qui devra être remboursée à partir de 2017.</p> <p>Les réalisations de 2015, quant à elles, affichent d'ores et déjà un décalage par rapport à un business plan relativement réaliste présenté par le management. Par ailleurs, l'application de la circulaire de la BCT N°2015-12 du 22 Juillet 2015, à travers le gel de l'ancienneté des créances de classe 4 pour 17 dossiers du secteur touristique, n'aura pour effet que de reporter à une date ultérieure, la constatation d'une provision additionnelle, actuellement évaluée à plus de 18MDT.</p> <p>Compte tenu de tous ces éléments, mais également de l'éclaircie sur la situation de la banque, qui s'engage vers un programme de développement et de mise niveau et vers plus de transparence, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
BT	9.30	15.64	2.08	3.23%	0.300	+3.33%		<b>RENFORCER</b>	<p>Après avoir contenu son agressivité commerciale en période post révolutionnaire, la banque de Tunisie a repris depuis 2014, une meilleure cadence d'extension de son réseau d'agences. Par ailleurs, elle a clôturé l'année sur le troisième bénéfice du secteur.</p> <p>La croissance de l'activité a cependant connu un affaissement au terme du 30/09/2015, avec une évolution du PNB bien en dessous de celle du secteur. Ceci pourrait aboutir à une stabilisation du résultat net d'ici la fin de l'année.</p> <p>La BT continuera cependant de bénéficier du coefficient d'exploitation le plus avantageux du secteur, et devrait observer une amélioration de sa qualité d'actifs ainsi que de la couverture de ses créances classées.</p> <p>En outre, elle se prévaut toujours d'une certaine résilience et d'une grande solidité financière, malgré la conjoncture difficile. A ce titre, nous réitérons notre recommandation sur ce titre à RENFORCER.</p>
BIAT	75.99	11.66	1.77	3.95%	3.000	-0.52%		<b>ACHETER</b>	<p>La BIAT a réussi en 2014, à conforter sa position de leader du secteur, tant en terme d'activité (PNB et Résultat net) qu'en terme de collecte de ressources (plus de 7,5 milliards de dinars), tout en maintenant son agressivité commerciale (+16 agences en 2014). Elle continue aussi de se prévaloir d'un faible coût de ressources, par rapport aux concurrents.</p> <p>La BIAT tient ainsi ses promesses en terme de croissance, tout en devenant plus</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									<p>soucieuse de la qualité de ses actifs (taux de CDL de 7,4%). Le maintien de cet élan pour 2015 se confirme davantage, avec une progression de l'activité dans la moyenne du secteur, ainsi qu'un maintien de l'effort de collecte de dépôts.</p> <p>Tous ces éléments nous permettent de réitérer notre recommandation à ACHETER.</p>
UBCI	25.96	15.75	1.76	2.70%	0.700	+0.00%		ALLEGER	<p>Malgré une reprise de 50% de son bénéfice net, qui a atteint un niveau record de 30MDT en 2014, l'UBCI continue de se placer en bas de tableau du classement des banques cotées. La banque continue d'afficher son absence d'agressivité commerciale caractéristique, qui se reflète tant au niveau de son volume de dépôts, mais aussi de ses crédits et de son PNB. La lourdeur de ses charges opératoires, quant à elle continue d'empiéter sur l'évolution de sa capacité bénéficiaire.</p> <p>Bien qu'affichant une excellente qualité d'actifs et un grand respect des ratios réglementaires, la banque ne semble toujours pas s'orienter vers plus de croissance et une meilleure présence à travers son réseau. A ce titre, nous maintenons notre recommandation à ALLEGER.</p>
ATTIJARI BANK	25.46	12.38	2.35	6.28%	1.600	+7.43%		ACHETER	<p>Après une période faste et une croissance de l'activité, qui lui a permis de se hisser depuis 2013 à la troisième position en terme de PNB sur le secteur, la banque oeuvre à une amélioration de ses indicateurs de rentabilité ainsi que de sa qualité d'actifs. Sa plus grande sélectivité, à l'origine du ralentissement de la croissance de son PNB et de son résultat net depuis 2014, ne vient cependant pas à l'encontre de sa politique de distribution généreuse ainsi que du potentiel de révision à la hausse du dividende conséquemment à l'évolution du bénéfice distribuable. Ce scénario pourrait se reproduire en 2015. Sa dynamique commerciale, quant à elle, s'oriente dorénavant plus vers la collecte de dépôts (+6,2% au 30/09/2015).</p> <p>Attijari Bank se prévaut actuellement du meilleur rendement en dividende estimé du secteur. Le profil « vache à lait », du titre, ainsi que la position de choix acquise au fil des années, nous mènent à réitérer notre recommandation à ACHETER.</p>
BNA	11.00	6.95	0.58	0.00%	0.000	-1.79%		CONSERVER	<p>Bien qu'ayant marqué en 2014 un retour à la normale de son niveau de rentabilité, parallèlement à une croissance de son PNB légèrement en dessous de la moyenne, la banque continue de souffrir du second taux de créances classées le plus élevé du secteur, et dont le provisionnement demeure insuffisant à hauteur de 58,5% seulement.</p> <p>En terme d'activité, la même tendance se poursuivra en 2015, parallèlement au maintien du leadership de la banque en terme d'octroi de crédit, et une position de challenger dans la collecte des dépôts. En outre, la BNA devrait enregistrer un niveau de bénéfices exceptionnel, eu égard de la cession d'une part de sa participation historique dans la SFBT, qui devrait dégager une forte plus value. Ce montant devrait suffire au renforcement des fonds propres de la banque, lors d'une éventuelle recapitalisation.</p> <p>L'éclaircie quant à la capacité bénéficiaire de la banque, demeurant occultée par sa</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									qualité d'actifs, c'est à ce titre que nous maintenons, notre recommandation à CONSERVER.
BH	13.66	8.14	1.12	0.00%	0.000	+12.43%		CONSERVER	<p>Après plusieurs années de ralentissement de l'activité et de régression de son résultat, la banque a réalisé, à l'opposé du secteur, un bond de plus de 18% de son PNB, retrouvant son niveau de bénéfice d'avant 2010. Cependant, la qualité de ses actifs laisse toujours à désirer puisque la BH se classe en bas de tableau avec un taux de CDL de plus de 19%.</p> <p>La banque vient de procéder au renforcement de ses fonds propres récemment, via une augmentation de capital de 80MDT, dont 50MDT en numéraire.</p> <p>Par ailleurs, l'agressivité commerciale dont elle a fait preuve depuis 2014 s'est maintenue, lui permettant d'afficher une évolution à deux chiffres du PNB au 30/09/2015, ainsi que la plus forte croissance des crédits du secteur.</p> <p>Compte tenu de cette avancée, mais également l'apurement de ses créances classées qui nécessitera encore un travail de longue haleine, outre la menace quant à la solvabilité de la banque, avec un ratio d'à peine 8% après augmentation de capital, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
AMEN BANK	23.50	5.62	0.81	4.26%	1.000	+0.47%		RENFORCER	<p>Après avoir détrôné la BIAT en part de marché de crédits, et maintenu sa troisième place en terme de dépôts en 2014, l'Amen Bank a affiché jusqu'au 30/09/2015 une décollecte de 8,1% de ses dépôts, provenant principalement des placements à terme. Ceci devrait lui permettre de réduire graduellement son coût de ressources, le plus élevé du secteur. En terme d'activité, la banque affiche une croissance en ligne avec la moyenne du secteur, parallèlement à une baisse de l'octroi des crédits de 2,5%. Elle devrait également maintenir un certain effort de provisionnement, afin d'améliorer la qualité de ses actifs, ce qui devrait limiter la croissance de son bénéfice annuel.</p> <p>Cependant et compte tenu de la position de la banque du secteur, ainsi que du niveau de valorisation parmi les plus faibles du marché, en plus d'un rendement en dividendes intéressant, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.</p>
ATB	4.21	6.76	0.78	5.94%	0.250	+0.24%		CONSERVER	<p>Après une période durant laquelle la banque a montré un affaïssement de son agressivité commerciale, dans un contexte d'extension de réseau et d'octroi de crédits massifs observé sur le secteur, l'ATB semble parée pour clôturer l'année 2015 sur un maintien de la croissance de son résultat, alimentée par la progression des crédits de l'année précédente. En effet, la banque semble s'être orientée vers plus d'agressivité commerciale dans un secteur miné par sa qualité d'actifs et son manque de provisionnement et dans lequel elle se distingue par le second plus faible taux de CDL ainsi que le meilleur taux de provisionnement. Ceci lui laisse de la marge pour une croissance éventuelle de son activité et pour atteindre un niveau de bénéfice record.</p> <p>Quant au titre, il se distingue par un niveau de valorisation parmi les plus faibles, ainsi que par le second meilleur rendement en dividendes du secteur. En attendant de voir la</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									dimension de la progression du résultat de la banque, et par conséquent du dividende à proposer, mais aussi dans quelle mesure elle pourra poser les bases pour s'assurer une croissance bénéficiaire saine et relativement stable, nous recommandons de CONSERVER la position sur le titre.
UIB	15.95	9.10	1.77	4.08%	0.650	+2.31%		CONSERVER	<p>L'année 2014 a constitué un nouveau cap pour la banque, marquant la fin d'une phase d'assainissement qui aura duré 8 ans et qui a abouti à une première distribution de dividende. L'affermissement de la croissance de l'activité s'est poursuivi jusqu'au 30/09/2015, et devrait être accompagné d'une poursuite de l'évolution des bénéfices distribués, grâce à l'effort d'apurement consenti jusque là (un taux de CDL de 10,6% en 2014, couvert à hauteur de 80,6%) ainsi qu'un risque de mieux en mieux maîtrisé.</p> <p>Néanmoins, les prévisions de baisse du résultat avancées par le management lors de la dernière AGO, ainsi que la position en milieu de tableau par rapport au secteur, en terme de crédits et de dépôts, nous mènent à maintenir notre recommandation à CONSERVER.</p>
BTE	19.98	37.59	0.75	0.00%	0.000	+13.33%		CONSERVER	<p>Après un exercice 2014 marqué par un fléchissement de l'activité, une nette évolution des charges opératoires et des provisions, ainsi qu'un résultat déficitaire ne permettant pas la distribution de dividendes au titre de ses ADP, la banque connaît une reprise de son activité en 2015 ainsi qu'un retour au bénéfices au titre du premier semestre de l'année.</p> <p>Cette reprise pourrait cependant s'avérer encore insuffisante cette année, pour permettre la distribution de dividendes au titre des ADP. Nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
WIFACK INTERNATIONAL BANK	6.90	52.11	1.18	8.70%	0.600	-2.82%		CONSERVER	<p>L'ex El Wifack Leasing a connu vers la fin de 2015 un changement majeur, puisque dans un objectif de diversification de son activité et pour parer à sa structure mono-produit (crédit bail), la compagnie s'est reconvertie en banque universelle islamique. Cette reconversion a été initiée suite à une augmentation de capital, ce dernier étant passé de 20MDT à 150MDT. Elle a été accompagnée dans ce processus par l'ICD, devenu son principal actionnaire, avec une participation de 30% dans le capital.</p> <p>A la lumière de toutes ces informations et en attendant de voir la tournure de cette transition, et les axes de développement de cette nouvelle structure, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
<b>Leasing</b>		<b>12.41</b>	<b>1.11</b>	<b>5.68%</b>					
TUNISIE LEASING	17.70	14.60	1.22	5.65%	1.000	+7.21%		RENFORCER	<p>Après une année 2014 exceptionnelle, affichant un niveau de PNL et de bénéfice record, l'année 2015 semble se placer sous le signe de la stabilisation. Le PNL enregistre une faible évolution au 30/09/2015, alors que le bénéfice semestriel affiche un net retrait, grevé par le renchérissement du coût de financement, ainsi qu'une augmentation du</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									<p>provisionnement.</p> <p>Cependant, la sélectivité, résultant en une bonne qualité d'actif, associée à un bon niveau de provisionnement par rapport au secteur, permettent à Tunisie Leasing, de garantir une certaine robustesse et résilience, notamment pour sa croissance à l'échelle régionale (projet de société de leasing en Libye, la participation dans la société du pôle de compétitivité de Sousse).</p> <p>En outre, le groupe a finalisé l'acquisition d'un bloc majoritaire d'Alios Finance SA, holding détenant des participations majoritaires dans plusieurs sociétés de financement spécialisées, opérant dans 9 pays de l'Afrique subsaharienne. Ceci devrait constituer un relais de croissance, s'ajoutant à celui de sa filiale algérienne MLA.</p> <p>Le maintien de sa position historique de leader, sa diversification régionale parant aux difficultés conjoncturelles et la solidité du groupe, nous mènent à maintenir notre recommandation à RENFORCER.</p>
ATL	2.80	10.37	0.94	7.14%	0.200	-1.41%		<b>RENFORCER</b>	<p>Après avoir été la seule compagnie du secteur à enregistrer en 2014, une baisse de son PNL et de son bénéfice net, l'ATL se prévaut au 30/09/2015 d'une croissance à deux chiffres de son PNL, grâce à l'amélioration de ses taux de sortie. Elle continue également de se prévaloir de la troisième position en terme de production, et de la seconde place en terme de PNL.</p> <p>Avec un bon niveau de valorisation et l'un des rendements en dividende les plus élevés du secteur, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.</p>
ATTIJARI LEASING	20.70	7.54	1.02	5.80%	1.200	-5.87%		<b>CONSERVER</b>	<p>Le net ralentissement de la production, du PNB et du bénéfice enregistrés en 2014 par Attijari Bank, semblent se maintenir en 2015, conformément à la récente politique de la compagnie s'articule autour d'une sélectivité au niveau de sa clientèle, pour parer à ses créances non productives. Rappelons que la proportion de ces dernières a connu une nette amélioration sur els dernières années, mais demeure cependant la seconde proportion la plus élevée du secteur coté (10,4% en 2014).</p> <p>Bien que le titre affiche un niveau de valorisation attrayant, le ralentissement de l'activité et de la croissance des bénéfices, nous mène à maintenir notre recommandation à CONSERVER.</p>
CIL	14.90	8.62	1.18	5.03%	0.750	+0.34%		<b>RENFORCER</b>	<p>Malgré une production en évolution de 16%, la CIL a fini l'année 2014 avec une quasi-stagnation de son PNL et une régression du bénéfice net.</p> <p>Ceci est la résultante directe de la politique prônée par la compagnie qui a toujours affiché une certaine sélectivité par rapport aux clients. La compagnie continue par ailleurs de se prévaloir de la meilleure productivité du secteur, ce qui lui permet de classer deuxième en terme de bénéfice.</p> <p>Ainsi, compte tenu de la position de la compagnie de son niveau de valorisation et de</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									son rendement en dividendes, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.
MODERN LEASING	4.37	22.48	0.67	3.43%	0.150	-2.89%	■	VENDRE	<p>Bien que la compagnie enregistre de belles progressions en terme de production et dont de PNL, avec la seconde meilleure progression du secteur, il n'en demeure pas moins que la compagnie demeure en bas de tableau en comparaison avec celles concurrentes, tant en terme d'activité que de rentabilité.</p> <p>En outre, elle affiche toujours l'efficacité opérationnelle la plus faible du secteur, et continue de souffrir du taux de CDL, ainsi que du coût du risque des plus élevés, ce qui nécessitera un maintien du provisionnement, et qui continuera d'empiéter sur la rentabilité de la société. Compte tenu de ces éléments, nous maintenons notre recommandation à VENDRE.</p>
HANNIBAL LEASE	8.40	12.05	1.01	5.00%	0.420	+0.00%	■	CONSERVER	<p>Après le renforcement de sa structure commerciale, l'accroissement de sa part de marché, la restauration de la qualité de ses actifs, et l'amélioration de ses ratios de fonds propres, le management de Hannibal Lease devrait intensifier ses efforts d'optimisation des charges opérationnelles, tout en maintenant une bonne qualité d'actifs (taux de CDL autour de 6%, ainsi qu'un taux de couverture nettement supérieur à 70%). Par ailleurs, pour palier à la saturation relative du marché local, la compagnie table dès 2016 sur l'exportation de son savoir faire via l'implantation en Côte d'Ivoire, une filiale dans laquelle Hannibal Lease détendra la majorité (avec une participation au capital autour de 3 Millions d'Euros) et y sera sponsor et gestionnaire.</p> <p>La croissance encore attendue pour 2016, les perspectives d'internationalisation de la compagnie, laissent au titre un certain potentiel. Néanmoins, la compagnie continue de se financer à un coût plus élevé par rapport à ses concurrentes, conséquence de sa notation, la plus faible du secteur.</p> <p>Compte tenu de cela, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
BEST LEASE	1.85	12.41	1.35	6.49%	0.120	-2.63%	■	CONSERVER	<p>Agissant dans un secteur mature, concurrentiel et souffrant de la contraction de la liquidité, Best Lease, s'adresse à la niche de marché du Leasing islamique, dont elle détient le quasi-monopole en Tunisie, ce qui la préserve en partie de la concurrence sur les prix subie par les sociétés de leasing conventionnelles.</p> <p>Après un bond de sa production, de son PNL et de son bénéfice net en 2014, ainsi qu'une poursuite de l'amélioration de son bénéfice net, la compagnie a affiché une progression à deux chiffres de son PNL mais qui demeure encore inférieure aux attentes. Le résultat net semestriel quant à lui, s'est stabilisé, demeurant éloigné des prévisions de rentabilité du management.</p> <p>Compte tenu de cela, mais également de l'un des dividend yield les plus élevés du secteur et du marché, nous recommandons de CONSERVER la position sur le titre.</p>
<b>Sociétés D'invst.</b>		<b>23.31</b>	<b>9.33</b>	<b>4.00%</b>					



	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
SPDIT SICAF	14.16	24.77	10.24	3.74%	0.530	+2.98%		CONSERVER	<p>La société d'investissement a réussi à maintenir une progression de ses produits, ce qui devrait lui permettre d'atteindre de nouveau le record de 2010, en terme d'activité et de bénéfice. Néanmoins, elle a épuisé ses résultats reportés, réduisant ainsi sa capacité de distribution de dividende, qui a généré une légère révision à la baisse du dividende.</p> <p>Malgré son appartenance à un groupe solide et de renom, le niveau de valorisation actuel, ainsi que le rendement en dividende atteint, et qui pourrait baisser d'avantage cette année, nous permettent de maintenir notre recommandation à CONSERVER.</p>
PLACEMENT TUNISIE SICAF	43.00	12.41	2.86	5.12%	2.200	+0.00%		CONSERVER	<p>Après le bond des revenus de 2014 et le retour à un niveau de bénéfice proche du plus haut de 2011, permettant la révision à la hausse du dividende, la société a maintenu ce trend en 2015, ce qui pourrait lui permettre une nouvelle révision à la hausse du dividende à proposer.</p> <p>Néanmoins, la faible liquidité du titre nous mène à maintenir notre recommandation à CONSERVER.</p>
TUNINVEST SICAR	11.10	13.29	1.70	9.01%	1.000	+0.00%		CONSERVER	<p>Après trois années consécutives de repli des revenus et bénéfices, la société a enregistré une nette reprise en 2014, une tendance qui se poursuit en 2015.</p> <p>Quant au litige fiscal relatif aux exercices 1998-2007, il semblerait qu'il soit en cours de dénouement, puisque la société attend actuellement la réponse de l'administration fiscale à sa proposition d'accord à l'amiable.</p> <p>Par ailleurs la société pourrait réaliser dans les années à venir d'importantes plus values si certaines sociétés comme SOTUPA et Hydrosol qui bénéficient d'une bonne situation financière, venaient à s'introduire en bourse.</p> <p>Au vu du rendement en dividende et de la stabilité relative du cours, mais tenant compte de la faible liquidité du titre, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
<b>Assurance</b>		<b>9.17</b>	<b>1.25</b>	<b>3.63%</b>					
ASTREE	40.12	12.11	1.53	4.24%	1.700	-3.09%		CONSERVER	<p>Après un retour à un niveau normal de sinistralité, ainsi que poursuite de la reprise des résultats, permettant de réviser à la hausse le dividende à distribuer au titre de 2014, la compagnie a affiché un maintien de l'évolution de son activité vie et Non vie, bien que les résultats au premier semestre, se soient relativement stabilisés. Ceci provient principalement de l'augmentation des sinistres de la branche Vie, expliquée par les capitaux arrivés à leur échéance.</p> <p>Compte tenu de la reprise réalisée, laissant présager un retour à la normale de l'activité, nous notre recommandation à CONSERVER.</p>
STAR	160.00	6.08	1.15	2.38%	3.800	+3.09%		CONSERVER	<p>Après des réalisations en 2013 bien en deçà des attentes, la compagnie a affiché en 2014 une évolution à deux chiffres de son activité. Ceci, associé à un niveau de sinistralité relativement maîtrisé, et un niveau de produits financiers en hausse continue, a permis</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									<p>au bénéfice de reprendre 19%, tout en demeurant bien en deçà des plus hauts niveaux de 2008 et 2009.</p> <p>L'année 2015 semble poursuivre ce même rythme d'évolution, parallèlement à la constatation de gains sur la vente d'une portion des participations stratégiques de la compagnie.</p> <p>Compte tenu de la finalisation très relative des objectifs du plan stratégique 2010-2014 et en attendant de voir l'impact du nouveau plan stratégique sur l'activité et les résultats, mais considérant également la place de leader du marché de la compagnie, ainsi que la taille de son portefeuille de placement, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
SALIM	27.50	9.71	1.65	4.00%	1.100	+0.00%		RENFORCER	<p>Alors que le nouveau management s'était montré très optimiste quant à l'avenir de la compagnie, cette dernière a réussi en 2014 à dépasser ses prévisions grâce à une évolution de 16% du chiffre d'affaires global et de 30% de son bénéfice net. Ceci a été rendu possible grâce à un retour à un niveau de croissance normal de l'activité Vie (+10%), mais surtout à la forte évolution de l'activité non vie (+21%) qui a enregistré un retour aux bénéfices.</p> <p>Cette tendance semble se confirmer pour 2015, qui affiche des évolutions à deux chiffres de son activité et de son résultat semestriel.</p> <p>Malgré la petite taille de la compagnie, le redressement de l'activité conduit par les travaux du nouveau management avec un objectif pour les années à venir d'atteindre 5% de part de marché, en plus de son très faible niveau de valorisation, nous mènent à maintenir notre recommandation à RENFORCER.</p>
TUNIS RE	9.10	12.62	1.06	5.49%	0.500	+0.33%		RENFORCER	<p>Malgré une quasi stagnation de son résultat technique global, à cause d'un bond des sinistres de la branche Non vie, la compagnie a affiché une progression de 50% de son bénéfice net, sans pour autant atteindre les 15MDT attendus.</p> <p>La compagnie pourrait cependant se rapprocher de cet objectif en 2015, compte tenu de l'évolution de 40% de son bénéfice semestriel, adossée à une progression de ses primes nettes de rétrocession de 16% au troisième trimestre.</p> <p>Compte tenu des efforts du management dans la consolidation du positionnement local et le renforcement de la présence à l'international de la compagnie, ainsi que du bon rendement en dividende du titre, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.</p>
<b>Distribution</b>		<b>37.16</b>	<b>4.01</b>	<b>2.14%</b>					
MONOPRIX	13.90	22.02	3.68	2.16%	0.300	-2.11%		CONSERVER	<p>En dépit de son appartenance à un secteur défensif, l'activité de Monoprix a évolué en 2014, bien moins que celle du concurrent Magasin Général. Alors que la société a réalisé une faible évolution de son bénéfice, le groupe a enregistré un effondrement de</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									<p>son bénéfice consolidé, menant à la non distribution de dividende au titre de 2014.</p> <p>Concernant le projet de développement à l'international, il n'a pas pu s'aligner aux ambitions du management. En effet, l'instabilité sécuritaire en Libye a mené le management à fermer son magasin à Hadhba, tout en maintenant en exploitation celui de Medrar situé en zone plus sécurisée, moyennant sa gestion par un partenaire Libyen.</p> <p>Quant au Maroc, le constat de la maturité et la difficulté de pénétration de son marché, a mené à la révision de la stratégie globale à l'international. Les projets d'implantation à l'internationale se feront dorénavant via l'accompagnement par la marque et par le conseil en management afin de réduire les risques d'échec et le coût qui s'en suit.</p> <p>Par ailleurs une holding foncière serait créée d'ici octobre 2015 et introduite en bourse en 2016, afin de permettre le financement de l'activité immobilière de la SIM « Société foncière de Monoprix », pour la création de centres commerciaux et de loisirs et qui devrait constituer un nouveau relais de croissance pour le groupe.</p> <p>Le management demeure en pourparlers avec un grand groupe marocain en vue d'un partenariat stratégique au Maroc, et continue d'explorer la piste d'une éventuelle implantation de la marque en Algérie, au Sénégal, en Côte d'Ivoire, au Gabon et au Cameroun.</p> <p>Malgré ses projets de grande envergure et ses investissements successifs, Monoprix peine encore à en récolter les fruits, subissant davantage le poids des charges d'exploitation et financières. A ce titre, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
MAGASIN GENERAL	21.80	56.32	4.63	1.83%	0.400	-4.72%		CONSERVER	<p>La société a affiché en 2014, une évolution soutenue de son activité, de plus de 37%, associée à une maîtrise des charges d'exploitation, permettant au résultat d'exploitation et au bénéfice net d'atteindre leur plus haut niveau historique. Bien qu'ayant finalisé en la phase d'apurement engagée lors de sa reprise par le groupe Bayahi, ce qui a permis la distribution d'un premier dividende au titre de 2014, Magasin Général a affiché des réalisations bien décevantes, avec un résultat net semestriel qui s'est effondré de 74%, l'exercice 2015, malgré une évolution à deux chiffres de l'activité.</p> <p>Bien que la société soit en train d'évoluer vers une nouvelle dimension à travers l'accélération de l'extension de son réseau de distribution (82magasins), l'obtention des autorisations nécessaires pour ouvrir un hypermarché, demeure le principal relais de croissance pour lui assurer une place de leader et lui permettre de profiter de meilleure synergies. En attendant cela, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
SOTUMAG	1.99	12.22	1.32	5.03%	0.100	-1.97%		RENFORCER	<p>Après avoir atteint son plus haut niveau de bénéfice en 2014, grâce à une maîtrise de ses charges d'exploitation, lui permettant de réviser à la hausse son dividende, la société a arboré l'année 2015 sur une évolution toujours aussi timide de son activité.</p> <p>Cependant, compte tenu de la poursuite de l'amélioration de la gestion de la société, qui</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
Distribution Auto.	11.42	4.31	4.73%						semble en outre habilitée à augmenter graduellement son dividende proportionnellement à la hausse du bénéfice, en plus de son niveau de valorisation, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.
ARTES	6.16	8.18	2.19	7.31%	0.450	+1.32%		CONSERVER	<p>Bien qu'ayant limité l'impact de la baisse des ventes et de la perte de sa position de leader sur le résultat de 2014, grâce notamment à une bonne gestion de ses produits de placements, ARTES pourrait avoir plus de mal en 2015 à contenir l'impact de la fluctuation de son activité en fonction des quotas attribués sur son bénéfice net.</p> <p>Bien que le groupe ARTES continue de bénéficier de dividendes conséquent de la part de ses filiales, et que le titre justifie d'un excellent rendement en dividende par rapport au marché, le manque d'agressivité commerciale constaté sur les dernières années et qui se confirme davantage en 2015, nous mène à réviser notre recommandation à CONSERVER.</p>
ENNAKL AUTOMOBILES	11.74	12.58	3.59	5.11%	0.600	+0.34%		RENFORCER	<p>Malgré une faible évolution du nombre d'unités vendues en 2014, la société Ennakl, qui se trouve à la tête d'un réseau de 22 agences et a signé 7 nouveaux contrats avec des revendeurs agréés, a enregistré un bond de 55% de son bénéfice consolidé, qui a atteint son plus haut niveau historique. Ceci a permis la révision à la hausse du dividende à distribuer.</p> <p>Le plan de développement « Cap 2016 » basé entre autres sur la rationalisation des charges, l'optimisation de l'activité après vente et pièces de rechange, ainsi que sur l'extension du réseau de représentants officiels, semble déjà porter ses fruits.</p> <p>La société a ainsi pu réaliser un nouveau bond de près de 50% de son bénéfice semestriel en 2015 et semble orientée vers la réplique du scénario de 2014.</p> <p>Compte tenu de ce qui précède, ainsi que des indicateurs de valorisation attractifs, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.</p>
CITY CARS	13.49	12.29	6.89	6.30%	0.850	+0.00%		RENFORCER	<p>Afin de parvenir à se tailler une part dans un marché dominé par les constructeurs européens, CITY CARS, s'était démarquée au départ par une stratégie basée sur les prix, suivie de la refonte de son mix-produit. L'orientation vers une montée en gamme lui a permis l'optimisation de ses marges et le renforcement de son image de marque.</p> <p>Grâce à la mise en place en 2015 d'un nouveau système d'attribution des quotas, permettant la redistribution équitable du volume non écoulé à fin septembre, entre les concessionnaires ayant dépassé leur capacité d'écoulement, City Cars devrait être en mesure de clôturer l'année sur un chiffre d'affaires en évolution de plus de 23%. La stimulation des ventes a cependant contraint le management à stabiliser les prix proposés, ce qui empiètera sur les marges du concessionnaire. Le résultat net devrait se situer légèrement en dessous des prévisions, sans pour autant empêcher la distribution</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									d'un dividende supérieur à celui de l'année d'avant. En dépit des acquis jusque là réalisés, renforcer davantage sa présence et améliorer son positionnement s'avèrent être les objectifs ultimes de la société, qui mise également sur la conquête du segment des véhicules utilitaires (développement d'une usine de montage de Pick-up) ainsi que sur l'élargissement de son réseau de distribution. Outre les chiffres divulgués récemment par le management qui confirmer la poursuite de la croissance de la société, la solidité financière, la valorisation attrayante et le niveau de dividende qui devrait être augmenté conséquemment à l'évolution du bénéfice, nous mènent à maintenir notre recommandation à RENFORCER.
UADH	6.96	12.19	5.40	0.72%	0.050	-4.40%		CONSERVER	Afin de rééquilibrer sa structure financière fortement endettée et poursuivre son programme de développement, la Holding UADH a procédé à l'ouverture de son capital au public, proposant à la clé un business plan ambitieux. Ce dernier se base sur les synergies possibles au sein du pôle automobile intégré, notamment entre la branche Distribution Automobile et celle de l'industrie de composants automobile, mais également sur la dynamisation des ventes de Mazda et Renault Trucks, pressentis comme principaux vecteurs de croissance et dont les marges sont encore confortables. Jusque là, les réalisations n'ont pas déçu, puisque UADH est devenu pour la première fois Leader des ventes de véhicules particuliers. Le management a aussi récemment confirmé la capacité du groupe à dépasser largement les chiffres prévus pour 2015. Compte tenu de ce qui précède, mais en attendant la confirmation de la récurrence de ces réalisations, pour aboutir à un meilleur rendement en dividende éventuellement, nous recommandons de CONSERVER la position sur le titre
<b>Voyage et loisirs</b>		-	-	<b>0.00%</b>					
TUNISAIR	0.80	-	-	0.00%	0.000	+0.00%		ALLEGER	Après trois années successives largement déficitaires, le dernier en date étant supérieur à 200MDT, la compagnie a enregistré en 2014 un léger repli de l'activité associé à une relative baisse des charges d'exploitation notamment les frais de carburant. Le management estimait initialement revenir aux bénéfices en 2014, comptant sur le soutien de l'Etat pour son nouveau plan de redressement social et financier, ce qui nous semble encore bien optimiste. En outre, le plan de restructuration de Tunisair amorcé en 2014 et devait être parachevé fin 2015, Néanmoins, la dégradation des fonds propres de la compagnie, le manque de visibilité à travers le retard des publications, ainsi que le redressement de la situation, qui ne devrait être envisagé avant l'horizon 2017, nous mènent à maintenir notre recommandation à ALLEGER.
<b>Chimie</b>		<b>25.63</b>	<b>3.19</b>	<b>2.81%</b>					

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
ICF	26.50	9.51	0.77	7.55%	2.000	+0.00%		<b>RENFORCER</b>	<p>Après une année troublée par les problèmes d'approvisionnement, aboutissant à un repli du bénéfice annuel, la société a marqué en 2015, le démarrage de l'unité de production d'acide sulfurique, suivie récemment du démarrage de celle d'oléum, récemment transférée à partir du Groupe Chimique Tunisien à l'usine d'ICF.</p> <p>Les ventes ont ainsi affiché une nette reprise, boostées également par l'évolution du cours de l'USD, monnaie de vente. La société serait ainsi en mesure de finir l'année avec un bénéfice en reprise.</p> <p>Compte tenu de l'aboutissement de l'investissement dans l'unité d'acide sulfurique, qui commence à porter ses fruits, et au vu du rendement en dividendes du titre, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.</p>
AIR LIQUIDE TUNISIE	153.00	29.93	4.64	2.75%	4.200	+2.39%		<b>CONSERVER</b>	<p>Après avoir enregistré une stagnation de son chiffre d'affaires, le groupe a affiché un nouveau repli de son bénéfice net consolidé au titre de 2014, impacté par la hausse des coûts de ventes et des charges d'exploitation. Cependant, malgré un léger repli du chiffre d'affaires en 2015, la société a réussi à en limiter l'impact sur le bénéfice du premier semestre.</p> <p>Du point de vue boursier, le niveau de valorisation du titre présente une prime par rapport au marché, mais le titre garde un comportement relativement stable. Nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
ALKIMIA	45.50	-	1.29	0.00%	0.000	-1.58%		<b>ALLEGER</b>	<p>Après deux exercices exceptionnels et des chiffres record, la société a affiché en 2014, un léger fléchissement de l'activité, suite à un manque en acide phosphorique. Elle a également subi la hausse du prix de la matière, qui n'a pas pu être totalement répercutée sur le prix de vente. Le résultat net a ainsi régressé de 20%.</p> <p>L'année 2015 s'annonce très rude pour la société, à cause des mouvements sociaux massifs auprès de ses fournisseurs. Alkimia a déclaré le cas de force majeure, incapable de livrer ses clients en STTP, menant ces derniers à s'approvisionner auprès des concurrents. Ce manque à gagner ainsi que le renchérissement des cours des matières premières, menacent fortement la rentabilité de la société et prochainement sa pérennité.</p> <p>Compte tenu de ces menaces qui planent sur la société, nous maintenons notre recommandation à ALLEGER.</p>
<b>Auto. Et Equip.</b>		<b>19.33</b>	<b>1.46</b>	<b>2.83%</b>					
ASSAD	5.13	18.94	1.42	4.29%	0.220	-3.21%		<b>CONSERVER</b>	<p>Malgré un chiffre d'affaires consolidé record réalisé en 2014, le groupe a connu une dégradation de ses marges, impactées par la hausse des prix d'achats des vieilles batteries, imposée par les ferrailleurs. A cela s'ajoute une hausse des charges financières, compte tenu de l'injection par la filiale de "The Abraaj Group", de 25MDT sous forme d'obligations convertibles en actions, afin d'appuyer le projet d'expansion du groupe. L'année s'est ainsi soldée par un bénéfice consolidé très décevant, revenant</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									à un plus bas depuis 2006. Bien que le groupe continue d'œuvrer à palier la stagnation du marché local, à travers une stratégie d'internationalisation via l'implantation industrielle et commerciale dans les pays d'Afrique du Nord et d'Afrique Subsaharienne, l'exportation principalement vers l'Europe continue de pâtir de la conjoncture économique de la zone, ne permettant pas de répercuter la hausse des prix d'achat de batteries usagées. Cette tendance pourrait se maintenir en 2015, alors que l'impact du partenariat avec « The Abraaj Group » tarde à se faire ressentir. En outre, la société a fait l'objet d'un contrôle fiscal, dont le résultat fait ressortir un montant de total de plus de 2.2MDT. Compte tenu de ce qui précède, et en attendant un recouvrement significatif des niveaux de marges, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.
GIF	2.51	-	1.85	1.79%	0.045	+5.91%		CONSERVER	Le groupe Loukil, nouvel actionnaire principal de GIF, a prévu sur la période 2014-2016, des croissances annuelles moyennes de 5% et de 25% respectivement du chiffre d'affaires local et à l'export. Le management a pu tenir ses promesses au titre de 2014. Il espère poursuivre cet élan grâce à sa présence sur le continent Africain (Afrique Subsaharienne, Algérie, Maroc) mais également grâce à la prospection des marchés européens. Cependant, la croissance ne semble pas du tout au rendez-vous pour 2015, puisque la société a enregistré une forte baisse des ventes locales, ainsi qu'une croissance insuffisante de l'export, générant un résultat déficitaire au premier semestre. Bien que la société ait été admise parmi les fournisseurs agréés par le constructeur PSA-Peugeot-Citroën, pour la vente des filtres de la marque GIF en tant que pièce de rechange, ce qui pourrait ouvrir de nouveaux marchés à l'export pour le groupe, les effets sur l'activité tardent fortement à se faire ressentir cette année. En attendant de voir dans quelle mesure l'objectif de production de filtres de première monte pourrait être achevé, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.
STEQ	12.19	20.71	1.03	0.00%	0.000	+0.00%		ALLEGER	Après un retour aux bénéfices en 2013, la société a continué sur sa lancée avec une évolution de ses revenus de 12%. Néanmoins, elle a connu une dégradation de ses marges, impactées par la hausse des charges d'exploitation et surtout par un bond de plus de 40% des frais financiers. Le résultat n'a pu ressortir bénéficiaire que grâce à une cession d'immobilisation. La mise en péril de la rentabilité durant les dernières années, semble se poursuivre compte tenu d'un ratio frais financiers/Chiffre d'affaires alarmant de plus de 10%. A ce titre, nous réitérons notre recommandation à ALLÉGER.
STIP	1.14	-	-	0.00%	0.000	-0.00%		VENDRE	La menace continue de planer sur la société quant à sa capacité à poursuivre son activité, ses capitaux propres ayant atteint un montant négatif de 147MDT. Une banque d'affaires aurait été récemment sélectionnée pour conduire une étude de

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
<b>Agro-alim. Et Boiss.</b>	<b>22.51</b>	<b>7.31</b>	<b>2.61%</b>						restructuration de la société et l'élaboration d'un business plan. A défaut de réalisation de cette restructuration, la société pourrait ne plus être en position de poursuivre son activité. Compte tenu de ces doutes, nous maintenons ainsi notre recommandation à VENDRE.
SFBT	24.30	21.98	7.26	2.67%	0.650	+6.81%		CONSERVER	<p>Forte de sa position de leader, la SFBT a affiché une croissance ininterrompue de son activité et de ses résultats sur plusieurs années. En outre, elle se prévaut d'une certaine stabilité de ses marges, grâce à la qualité de gestion de ses charges et de son portefeuille de participations important. La société ne lésine pas non plus sur la consolidation de ses fonds propres de manière ponctuelle, ainsi que sur le renforcement de ses participations stratégiques.</p> <p>Néanmoins, la SFBT a connu sur les deux dernières années un certain ralentissement de l'activité, qui s'est fait ressentir au niveau de son résultat d'exploitation relatif au premier semestre 2015 (-1,45%). Ceci peut être justifié par la phase de maturité atteinte par la société ainsi que par l'instabilité de la situation en Libye, principal importateur.</p> <p>Par ailleurs, les fondamentaux de la société, ainsi que son appartenance à un groupe solide, semblent d'ores et déjà intégrés dans le cours qui a fortement évolué. Le niveau de valorisation estimé relativement élevé, associé à un rendement en dividende devenu inférieur à celui du marché, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
ELBENE INDUSTRIE	3.69	51.75	1.61	0.00%	0.000	-2.89%		ALLEGER	<p>Alors que la situation semblait s'améliorer depuis 2012, grâce à de bonnes réalisations, l'accroissement des charges financières de la société, associé à un repli de l'activité, ont conduit à un retour au déficit en 2014. Cette situation devrait se maintenir en 2015 puisque le déficit avoisine déjà 2MDT sur le premier semestre.</p> <p>En tenant compte de la lourdeur de sa structure d'endettement qui plombe continuellement sa rentabilité, et d'une trésorerie négative, nous maintenons notre recommandation sur ce titre à ALLEGER.</p>
SOPAT	2.36	-	20.54	0.00%	0.000	-3.28%		ALLEGER	<p>Après deux années de régressions successives, la société a repris avec la croissance de son activité grâce à une hausse de 13% de ses ventes sur les neuf premiers de 2015. Le résultat net quant à lui, demeurera déficitaire à -0,6MDT.</p> <p>Pour la période 2016-2018, les principaux objectifs de la société seront d'assurer son autonomie en matière d'élevage ainsi que l'amélioration de la performance d'abattage, la mise à niveau du matériel vétuste et l'augmentation de la capacité de stockage et de congélation. Le management prévoit également le développement commercial de SOPAT, avec la multiplication des points de ventes.</p> <p>Cela devrait être rendu possible grâce entre autres à l'augmentation de capital de 10MDT. Celle ci qui contribuera non seulement à la restructuration financière pour</p>



	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									<p>palier à la trésorerie fortement déficitaire, mais surtout au financement d'une partie des investissements prévus, dont le total s'élèvera à 25 MDT. Le reliquat sera financé par crédits, mais à des conditions plus avantageuses, compte tenu de l'appartenance de la société au groupe La rose blanche.</p> <p>En attendant de voir l'impact des nouvelles orientations stratégiques telles que redéfinies par le nouvel actionnaire et en attendant la concrétisation du nouveau plan de développement, nous maintenons notre recommandation inchangée.</p>
LAND'OR	4.94	-	2.65	0.00%	0.000	+7.39%		ALLEGER	<p>Maintenant un grand décalage par rapport aux prévisions de son introduction en bourse, l'activité de la société demeure affectée par l'instabilité sur le marché libyen et la difficulté d'insertion sur le marché marocain. Les revenus ont ainsi poursuivi leur régression reculant de 6% jusqu'au 30/09/2015.</p> <p>Bien qu'ayant lancé une nouvelle identité visuelle, la forte concurrence dans le secteur sur lequel se positionne la société, ainsi que ses objectifs de ventes à l'export encore compromis, rendent de plus en plus difficile la possibilité pour Land'or de rattraper son retard, du moins dans un avenir proche.</p> <p>A ce titre, nous maintenons notre recommandation à ALLEGER.</p>
CEREALIS	3.80	15.05	1.59	3.29%	0.125	+0.00%		CONSERVER	<p>Leader du marché des snacks salés en Tunisie, le groupe ambitionne de renforcer sa part sur le segment des snacks sucrés pour passer de 5% actuellement à 7,5% à l'horizon 2018. Pour ce faire le groupe a tracé une stratégie axée autour du renforcement de ses efforts de distribution ainsi que l'accroissement de ses capacités de production et de stockage. Cette stratégie devrait lui permettre une évolution annuelle de son chiffre d'affaires de près de 21%. Cependant, compte tenu du retard enregistré sur l'opération d'introduction en bourse, les réalisations de 2014 ont été complètement décalées de l'objectif fixé lors de l'introduction. Pour 2015, le résultat consolidé serait en baisse sous l'effet de la perte de la filiale Bolerio.</p> <p>En attendant que la levée de fonds et la recapitalisation de la filiale BOLERIO portent leurs fruits nous recommandons de CONSERVER la position sur le titre.</p>
<b>Holding</b>		<b>16.96</b>	<b>3.38</b>	<b>3.79%</b>					
PGH	5.10	12.50	1.56	4.31%	0.220	+3.24%		CONSERVER	<p>En tenant compte de la conjoncture difficile que connaît le pays ainsi que ceux voisins depuis 2011, ayant impacté principalement le secteur de l'industrie, PGH s'est plutôt orientée vers les investissements dans le secteur des services, à forte valeur ajoutée (DATACENTER, distribution des produits cosmétiques) sans pour autant renoncer à son implication dans l'industrie.</p> <p>Ainsi, le groupe a pu afficher une hausse de plus de 6% de ses revenus consolidés au 30 juin 2015, grâce à la bonne tenue de la majorité des branches d'activité. La maîtrise de l'ensemble des charges d'exploitation, malgré la poursuite de l'évolution des charges</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									<p>financières, a permis au résultat net part du groupe d'enregistrer une progression de 10%.</p> <p>Le management compte doubler à partir de 2015 le nombre des usines, ayant une activité stratégique, afin d'assurer la survie du groupe et de remédier au risque de mouvements sociaux.</p> <p>Considérant l'impact de la conjoncture toujours difficile et en attendant l'effet du doublement des unités de production pour parer à l'instabilité sociale, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER</p>
ONE TECH	7.00	14.74	1.54	3.21%	0.225	+0.00%		<b>RENFORCER</b>	<p>Afin d'assurer la croissance et la pérennité du groupe, le management a entrepris un important effort d'investissement misant sur des projets de développement aussi bien locaux qu'à l'échelle internationale. Ceci s'est fait via la consolidation des investissements à travers les sociétés OTMA (au Maroc) et OTA (en Côte d'Ivoire), dont l'entrée en exploitation est imminente.</p> <p>A fin septembre 2015, les revenus du groupe ont évolué de près de 5% profitant de la progression des exportations.</p> <p>Compte tenu de l'effort d'investissement entrepris ces deux dernières années et qui devrait commencer à porter ses fruits à partir de 2016, tant au niveau de l'activité que des marges, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.</p>
TGH	0.66	16.25	1.29	5.30%	0.035	+3.13%		<b>CONSERVER</b>	<p>Malgré les atouts et la stratégie de développement ambitieuse qui a été tracée par le management, le groupe avait fortement pâti du retard de la réalisation de l'augmentation de capital, prévue en 2013. Ceci a généré, au titre de 2014, une quasi-stagnation du chiffre d'affaires et un effondrement du bénéfice consolidé, impacté par la hausse de l'endettement ainsi que du taux d'imposition.</p> <p>En 2015, la situation s'est nettement redressée suite à une reprise de la croissance des revenus qui ont affiché une hausse de près de 45% à fin septembre. Cette tendance devrait se maintenir sur les prochaines années grâce, entre autres, à l'appel d'offre lancé par la STEG et que le groupe vient de remporter. Il s'agit de la fourniture des équipements et la construction du départ gazoduc Tunis - Béja et canalisation de branchement nécessaire à l'alimentation de la centrale de Mornaguia. Ce projet devrait drainer un chiffre d'affaires global avoisinant les 70MDT.</p> <p>Compte tenu de cela, mais également d'un niveau de cours qui intègre déjà ces informations, nous recommandons de CONSERVER la position sur cette valeur.</p>
DH	13.04	23.92	6.89	3.26%	0.425	-3.34%		<b>RENFORCER</b>	<p>Fort d'une expérience de plus de 35 ans ainsi que de partenariats solides avec des géants de l'industrie alimentaire mondiale, le groupe Délice s'est forgé une forte notoriété lui conférant une position de leader sur plusieurs segments du marché du lait et dérivés. Pour garder cet avantage compétitif, le groupe a toujours adopté une politique intensive d'investissement visant l'amélioration continue de la qualité de ses produits et</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
<p>l'optimisation permanente de ses standards de production.</p> <p>Sur la période 2014-2018, ces investissements, atteignant une enveloppe globale de 286MDT, devraient servir à renforcer la capacité industrielle des différentes activités du groupe, mais surtout, à développer les produits à plus forte valeur ajoutée. Une stratégie qui devrait consolider les marges du groupe et sa rentabilité.</p> <p>Au terme de l'exercice 2015, le groupe devrait maintenir une croissance à deux chiffres de ses revenus ramenant à un résultat net consolidé de 30MDT au moins, soit une croissance attendue de 16,3%.</p> <p>Le niveau de valorisation présente une prime par rapport au marché, mais se justifie par le caractère défensif du titre, notamment en période de conjoncture difficile. Nous recommandons donc de RENFORCER la position sur le titre.</p>									
<b>P.ménagers et de soins pers.</b>	<b>23.56</b>	<b>4.76</b>	<b>2.07%</b>						
ELECTROSTAR	3.87	53.87	0.43	0.00%	0.000	+1.84%	■	<b>VENDRE</b>	<p>Etant donné le gros déséquilibre de sa structure financière et la régression de ses revenus de près de 20%, ELECTROSTAR a affiché un résultat net en retrait de 95%, ne représentant que 3% du bénéfice escompté pour l'année pleine 2014. Le retrait de l'activité s'est poursuivi sur les neuf premiers mois de 2015 suite à une baisse du chiffre d'affaire de la société de 10%.</p> <p>Rappelons que la société compte soulager sa structure lourdement endettée, grâce à une seconde augmentation de capital, dont le montant pourrait atteindre 40MDT.</p> <p>Compte tenu de la lourdeur de l'endettement qui persiste et qui plombe continuellement sa rentabilité, et considérant les réalisations décalées par rapport aux prévisions ainsi que le retard considérable dans la concrétisation de l'augmentation de capital et du partenariat avec Darty annoncé depuis décembre 2013, nous maintenons notre recommandation à VENDRE.</p>
NEW BODY LINE	7.60	14.35	2.91	5.53%	0.420	+2.98%	■	<b>CONSERVER</b>	<p>Après les réalisations décevantes de 2013, où la société a cumulé un gros retard dans la réalisation de son programme d'investissement, New Body Line a réussi à concrétiser les objectifs fixés lors de son introduction en bourse, dont essentiellement l'élargissement de son portefeuille clients et le lancement de nouveaux produits techniques. C'est ainsi que son principal client LYTESS qui représentait auparavant plus de 80% de ses ventes, ne contribue qu'à hauteur de 49% à ses revenus.</p> <p>Au titre de 2015, la société est parvenue à afficher une évolution positive de ses revenus (+4%) qui demeurent cependant décalés comparativement aux prévisions du management.</p> <p>En tenant compte de ce qui précède et en attendant de voir dans quelle mesure la société pourra résorber ces retards, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
EURO-CYCLES	36.50	17.78	8.98	2.78%	1.014	+6.14%		<b>ACHETER</b>	<p>Tout comme les exercices précédents, l'année 2015 s'est inscrite sous le signe de la consolidation régulière des marges et du dépassement récurrent des objectifs. Avec des bénéfices en hausse de 25% par rapport à 2014 (hors plus value de cession) et de 60% par rapport aux prévisions, la société confirme une nouvelle fois la solidité et la pertinence de son business model.</p> <p>Pour les années à venir, l'augmentation des capacités de production et de stockage, la poursuite de la montée en gamme mais surtout la conquête de nouveaux marchés, devraient consolider la croissance de l'activité et des résultats.</p> <p>Le management mise sur l'intégration du marché américain, un projet actuellement en cours de finalisation.</p> <p>Au vu de l'énorme potentiel d'évolution que recèlent les projets en cours de réalisation et qui rendent les perspectives de croissance offertes par la société extrêmement prometteuses, nous maintenons notre recommandation à ACHETER.</p>
SAH Tunisie	10.20	24.81	3.23	1.67%	0.170	+5.15%		<b>CONSERVER</b>	<p>Durant la période 2011-2013, le groupe a engagé un important programme d'investissement visant l'extension de sa capacité de production ainsi que l'intégration en amont de l'activité "serviettes de table et papiers mouchoirs". Cet investissement de 135MDT, qui a certes pesé sur la situation financière du groupe en raison du poids des charges financières, a commencé à apporter ses fruits à partir de 2014.</p> <p>D'ailleurs, le retard enregistré en 2013 a été rattrapé au terme de l'exercice 2014 et la société semble sur la bonne voie pour dépasser l'objectif annuel prévu pour 2015. Sur le premier semestre les bénéfices ont plus que doublé passant de 5,2MDT à 13,8MDT. Une performance qui laisse présager la bonne fin quant à la clôture de l'exercice.</p> <p>Compte tenu de ce qui précède et en attendant de voir dans quelle mesure la société pourra maintenir cette forte croissance, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
Office plast	5.17	40.90	3.26	0.77%	0.040	+14.89%		<b>CONSERVER</b>	<p>Spécialisée dans la fabrication des fournitures scolaires et bureautiques, office Plast s'est introduite sur le marché alternatif afin de financer un programme d'investissement visant la modernisation de son outil de production, l'élargissement de la gamme de ses produits et l'extension de ses unités de stockage.</p> <p>Ceci devrait permettre une meilleure maîtrise des frais de personnels et de stockage et améliorer la rentabilité de la société en conséquence. La marge nette devrait gagner deux points de pourcentage rendant la valorisation du titre beaucoup plus attrayante à partir de 2016. Nous recommandons de CONSERVER la position sur le titre.</p>
<b>Pétrole et Gaz</b>		<b>9.90</b>	<b>1.06</b>	<b>5.50%</b>					
SOTRAPIL	9.09	9.90	1.06	5.50%	0.500	+1.00%		<b>CONSERVER</b>	Après une année 2013 record en terme de bénéfice, la société a affiché en 2014 une

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									stagnation de son activité menant à une baisse du résultat net de plus de 9%. L'année 2015 s'annonce plutôt bonne, avec une évolution des produits d'exploitation à deux chiffres, ce qui pourrait permettre à la société d'afficher un nouveau record. Néanmoins, compte tenu du risque de fluctuation de l'activité d'une année à une autre, et malgré des indicateurs de valorisation intéressants, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.
<b>Santé</b>		<b>17.87</b>	<b>3.13</b>	<b>3.98%</b>					
SIPHAT	5.55	-	0.33	0.00%	0.000	-3.81%	■	<b>VENDRE</b>	La situation de la société demeure toujours critique, puisqu'elle ne cesse d'enchaîner les déficits notamment celui affiché à la clôture du premier semestre 2015 (-0,8MDT), issu d'une régression de l'activité. En outre, la faible liquidité du titre sur le marché et le manque de visibilité quant à une possible amélioration de la situation de la société, nous mènent à recommander de VENDRE le titre.
ADWYA	6.21	17.87	3.39	4.35%	0.270	-2.66%	■	<b>CONSERVER</b>	C'est pour la deuxième année de suite que la société affiche une croissance modérée de son activité ne répondant pas aux attentes du management. Après une année 2013 exceptionnelle en terme de chiffre d'affaires et de bénéfice, il était difficile pour la société de retrouver cette croissance en 2015. Après un début d'année difficile, la société s'est rattrapée affichant des revenus quasiment stables (+1,2%) à la clôture des neuf premiers mois. Notons par ailleurs que la participation de 34% de la famille de Moncef El Matri confisquées par l'Etat tunisien depuis la révolution, a fait l'objet d'un appel d'offre publique dont le résultat n'a pas été communiqué. En tenant compte du niveau de valorisation actuel du titre et en attendant de voir les résultats de cet appel d'offre, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.
<b>Immobilier</b>		<b>6.65</b>	<b>0.90</b>	<b>3.30%</b>					
SIMPAR	33.00	7.24	0.89	4.55%	1.500	+0.00%	■	<b>RENFORCER</b>	Contrairement à 2013, année marquée par un record au niveau du bénéfice avec plus de 7MDT, la société a vu ses bénéfices de 2014 reculer suite à la baisse des revenus de 31%. Une régression qui s'est poursuivie durant l'exercice 2015. Par ailleurs, grâce à un stock de produits finis, encours et terrains à bâtir estimé à près de 52MDT, le management table sur un chiffre d'affaires annuel moyen de 38,6MDT et un résultat moyen de 4MDT sur la période 2013-2017. A ce titre, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER
SITS	2.34	-	1.06	0.00%	0.000	+1.74%	■	<b>CONSERVER</b>	Malgré le fait que la chute du chiffre d'affaires s'est poursuivie pour atteindre le plus bas niveau depuis 2008, la société est parvenue à dégager un résultat net en forte hausse.

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									<p>Toutefois, même si les bénéfices ont quasiment doublé en 2014, ce niveau reste nettement inférieur à son niveau habituel, à savoir 3MDT en moyenne.</p> <p>Par ailleurs, l'entrée imminente en phase de commercialisation de nouveaux projets « haut standing » devrait booster les marges de la société et contribuer ainsi à résorber graduellement le décalage des réalisations par rapport aux prévisions du management.</p> <p>Au vu du retour à la croissance observé en 2014 et qui devrait être confirmé les années à venir, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>
ESSOUKNA	3.97	5.58	0.61	7.05%	0.280	+1.79%		<b>RENFORCER</b>	<p>Après avoir affiché une forte baisse de son chiffre d'affaires (-25%) et de ses bénéfices (-39%) l'année dernière, la société semble reproduire le même scénario pour cet exercice 2015.</p> <p>Par ailleurs, au vu de la nature cyclique de l'activité de la promotion immobilière, du stock foncier de la société et du niveau de valorisation, un des plus faibles du marché, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.</p>
<b>Bât. Et Mat. De Constr.</b>		<b>25.84</b>	<b>1.75</b>	<b>2.50%</b>					
TPR	3.28	14.42	1.68	6.10%	0.200	+4.46%		<b>RENFORCER</b>	<p>Sur fond de conjoncture économique défavorable au développement du secteur du bâtiment, TPR a affiché en 2014, une quasi-stagnation de son activité. Cette stagnation, associée à l'alourdissement des coûts de consommation, liés à la dévaluation du dinar et au renchérissement de l'énergie, a généré une dégradation de la marge opérationnelle de 5 points de pourcentage, menant à une baisse du résultat net de 22%.</p> <p>Pourtant réduite, cette tendance s'est prolongée en 2015, alors que le management s'attendait à un chiffre d'affaires et un résultat net en évolutions respectives de 8% et de 29%.</p> <p>Au-delà de ces réalisations relativement décevantes, l'année 2015 a été marquée par l'entrée en exploitation, tant attendue, de la filiale algérienne. Un investissement qui devrait procurer des perspectives prometteuses de croissance pour le groupe étant donné la taille du marché algérien où de grands programmes d'urbanisation sont en cours de réalisation.</p> <p>Au vu du fort potentiel de croissance que recèlent les projets d'investissement engagés par le groupe et non encore rentabilisés et en tenant compte du bon niveau de Div.Yield, nous maintenons notre recommandation à RENFORCER.</p>
SOMOCER	2.20	36.14	1.22	2.27%	0.050	+6.28%		<b>ALLEGER</b>	<p>Durant les cinq dernières années, le management de la société a adopté une politique intensive d'investissement dont le coût global a atteint 42MDT.</p> <p>Cette politique, qui vise la réduction de la facture énergétique, une meilleure maîtrise des coûts des intrants ainsi que l'amélioration de la qualité des produits, a permis l'affermissement des marges brute et d'EBITDA de la société.</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									<p>Cependant, la lourdeur des investissements entrepris a fortement pesé sur la rentabilité de la société et a créé de fortes tensions sur la trésorerie dont le déficit a été comblé par le recours récurrent aux crédits à court terme.</p> <p>Afin de palier à cette insuffisance de fonds et rééquilibrer la structure financière, une levée de fonds de près de 15MDT devrait être opérée prochainement.</p> <p>Par ailleurs et du côté de l'activité, la hausse importante des importations du secteur, dont le volume a triplé en une année, a rendu la commercialisation des produits somocer difficile sur le marché local. La société a vu son stock de produits finis augmenter d'une manière significative. C'est ainsi que l'année 2015 devrait être clôturée sur un chiffre d'affaires et un résultat net en baisses respectives de 9% et de 61%. Un retard qui ne devrait être rattrapé, selon les prévisions du management, qu'à partir de 2017.</p> <p>Au vu de la régression du volume de l'activité, de la dégradation significative de la rentabilité, et en attendant que la recapitalisation rapporte le résultat escompté, à savoir, conserver la progression des marges au niveau du bottom line, nous préférons ALLEGER la position sur le titre.</p>
CIMENTS DE BIZERTE	3.29	-	1.17	0.00%	0.000	+4.44%		ALLEGER	<p>En 2014, alors que le management tablait sur un chiffre d'affaires de 100 MDT et un résultat net de 14MDT, les revenus n'ont atteint que 56% du montant budgétisé et l'exercice est ressorti déficitaire.</p> <p>Pour 2015, la société est parvenue à réduire son déficit mais les réalisations demeurent largement modestes.</p> <p>Au vu de l'instabilité de l'activité économique, d'une industrie de ciment actuellement en surcapacité ainsi qu'une demande à l'export en nette baisse, nous estimons que les perspectives de croissance sont plutôt moroses et nous maintenons à cet effet notre recommandation à ALLEGER.</p>
CARTHAGE CEMENT	1.47	-	1.15	0.00%	0.000	+11.36%		CONSERVER	<p>Alors que le management s'attendait à un premier bénéfice en 2014, l'année s'est clôturée sur un déficit de 55,6MDT sous le poids des charges financières qui ont dépassé les 43MDT, découlant d'un dérapage manifeste au niveau du coût du projet.</p> <p>A cet effet et suite à la conclusion d'un accord avec les créanciers de la société pour le rééchelonnement de ses dettes, le management a établi de nouvelles prévisions qui tablent sur un premier bénéfice en 2016.</p> <p>Au sujet de la privatisation, le management a annoncé que la société ne sera pas cédée par l'Etat avant au moins 2 ans, période nécessaire pour son redressement.</p> <p>En attendant que l'écart entre les réalisations annuelles et les prévisions annoncées se résorbe graduellement, et dans l'attente de la réalisation de l'opération de privatisation qui pourrait mettre fin aux problèmes de gouvernance de la société, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
AMS	2.76	-	0.75	0.00%	0.000	+15.97%		<b>ALLEGER</b>	<p>Tout comme l'année dernière, l'exercice 2015 devrait ressortir déficitaire de plus de 2MDT. Une situation qui devrait se poursuivre jusqu'à l'exercice 2017, année au terme de laquelle le management estime renouer avec les bénéfices.</p> <p>Rappelons que la société procédera à une augmentation de son capital de 6MDT qui devrait servir principalement à la réduction des découverts et des dettes bancaires à court terme.</p> <p>Au vu du décalage répétitif et de plus en plus prononcé des réalisations de la société par rapport aux objectifs qui ont été auparavant annoncés, nous préférons maintenir la recommandation d'ALLEGER la position sur le titre.</p>
MPBS	5.81	9.60	1.54	3.92%	0.228	+12.16%		<b>CONSERVER</b>	<p>Malgré un environnement concurrentiel très agressif, MPBS dispose des moyens qui lui permettent de profiter pleinement de la croissance du secteur à l'export, et ce grâce à une stratégie de développement cohérente ciblant davantage des produits à fortes marges tout en capitalisant sur son expertise métier (30 ans) ainsi que sur une assise financière plus solide suite au renforcement de ses fonds propres.</p> <p>Tout comme pour 2014, la société semble sur la bonne voie pour se conformer aux prévisions de son business plan pour l'année 2015, tout en améliorant la globalité de ses marges.</p> <p>Ainsi et en tenant compte du niveau de valorisation du titre, nous recommandons de CONSERVER la position sur ce titre.</p>
SOTEMAIL	2.49	21.50	1.86	2.41%	0.060	-4.23%		<b>CONSERVER</b>	<p>Tout comme sa société mère, SOTEMAIL est spécialisée dans la production et la commercialisation de carreaux céramiques en grès porcelaine pour le revêtement des sols et des murs.</p> <p>Le retard de l'entrée en production de sa nouvelle unité industrielle, objet de son introduction en bourse, ainsi que la conjoncture nationale et la situation qui prévaut dans certains marchés à l'exportation, notamment la Libye, ont occasionné un net décalage au niveau des réalisations de 2014.</p> <p>En 2015, ce retard s'est aggravé davantage suite à une chute de 63% de son bénéfice semestriel sous l'effet de l'évolution remarquable de ses charges d'exploitation.</p> <p>Compte tenu de ce qui précède et de l'effet de la levée graduelle de la subvention de l'énergie, la société pourra difficilement résorber son retard et d'atteindre ses objectifs en terme de progression de résultat net. Nous maintenons notre recommandation à CONSERVER sur ce titre.</p>
SOTIPAPIER	4.16	18.18	3.00	4.81%	0.200	+6.12%		<b>CONSERVER</b>	<p>Pour sa première année de cotation, la société a affiché un net décalage de ses réalisations. Elle a enregistré un retard au niveau de la production, mais également un accroissement des prix de ses intrants qui ont fortement impacté ses marges et sa rentabilité.</p>








	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									Au titre de 2015, cette tendance s'est inversée permettant à la société de reprendre la croissance de son activité (+18%) et de doubler ses bénéfices sur le premier semestre. En attendant de voir dans quelle mesure la société pourrait profiter de l'allègement des cours des matières premières et de la stabilisation du coût de l'énergie pour rattraper son retard, nous maintenons notre recommandation sur cette valeur à CONSERVER.
<b>Biens et Services Industriels</b>	<b>17.99</b>	<b>1.74</b>	<b>3.22%</b>						
SOTUVER	3.43	19.26	1.88	2.92%	0.100	+16.67%		CONSERVER	<p>Grâce à des produits de haute qualité, la SOTUVER jouit d'une position de leader quasi-monopolistique en Tunisie et de celle de fournisseur de référence au grand Maghreb et au sud de l'Europe, ce qui lui a permis de renforcer la part de l'export dans ses ventes. Cette dernière accapare la plus grosse proportion du chiffre d'affaires dépassant les 56% à fin septembre 2015.</p> <p>Cependant, la maîtrise de plus en plus difficile des charges d'exploitation, à cause de la lourdeur de la facture énergétique, ainsi que l'imposition des ventes à l'export seraient à l'origine du net fléchissement des marges de la société et de son résultat net en conséquence. Sur les trois derniers exercices, les bénéfices de la société ont régressé de 10,7% en moyenne, alors qu'ils devaient croître de 18,4% annuellement selon les prévisions du prospectus de l'augmentation de capital opérée en 2012.</p> <p>Au vu de ce qui précède et en attendant de la concrétisation de son nouveau plan d'investissement qui vise l'amélioration de la productivité suite à l'augmentation de la capacité du four1, ainsi que l'amélioration de l'efficacité énergétique grâce à la construction d'une centrale solaire et la substitution du gaz par le pet coke, nous maintenons notre recommandation sur la valeur à CONSERVER.</p>
SIAME	2.19	14.68	1.45	4.57%	0.100	-3.52%		CONSERVER	<p>En dépit d'un chiffre d'affaires et un résultat d'exploitation quasiment inchangés, la SIAME a vu ses bénéfices semestriels augmenter de plus de 38%. Cette performance a été rendue possible grâce à la forte hausse de ses produits financiers et plus précisément des dividendes reçus.</p> <p>Nous maintenons ainsi notre recommandation à CONSERVER.</p>
MIP	1.16	-	1.28	0.00%	0.000	-0.00%		ALLEGER	<p>Dotée d'une position de leader en Tunisie, la société MIP accapare une part de marché de 20,3% et ce grâce à un réseau implanté sur tout le territoire regroupant près de 3 000 faces soit plus de 25 000m<sup>2</sup> d'espace.</p> <p>Toutefois, son activité demeure très sensible à l'environnement économique surtout en présence d'instabilité sociale et sécuritaire dans le pays. Cette situation a empêché la société de s'aligner aux prévisions du business plan de l'introduction en terme d'activité. D'ailleurs, les comptes au 30 juin font état d'un compte d'exploitation déficitaire, ce qui devrait générer un résultat net déficitaire.</p> <p>Compte tenu de ce qui précède, nous recommandons d'ALLEGER la position sur cette</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
									valeur.
<b>Télécommunications</b>	<b>10.98</b>	<b>2.03</b>	<b>2.03</b>	<b>1.12%</b>					
SOTETEL	1.33	-	0.30	0.00%	0.000	+10.83%	■	<b>VENDRE</b>	<p>Bien que la société ait adopté depuis le début de 2012, une nouvelle feuille de route tracée sur la base de la réduction de son indépendance envers l'opérateur national Tunisie Télécom et le renforcement de son activité à l'export, la SOTETEL semble de plus en plus incapable de redresser la situation et de sortir de sa crise.</p> <p>En effet, son déficit s'est élargi davantage sur la première moitié de l'année 2015 (-4,2MDT) et ce, en raison du retard dans la réalisation des projets conclus avec Tunisie Télécom et dans la mise en œuvre de sa stratégie de développement en Algérie.</p> <p>Suivant ces réalisations toujours totalement décalées par rapport aux prévisions ainsi que la mauvaise tenue de l'activité sur ces dernières années, nous maintenons notre recommandation à VENDRE.</p>
SERVICOM	6.38	-	1.62	0.00%	0.000	+2.90%	■	<b>ALLEGER</b>	<p>Le groupe a clôturé l'année 2014 avec un nouveau bond de 45% de ses produits. Néanmoins les investissements opérés ont fortement pesé sur la profitabilité, déjà en berne. L'EBIT s'est dégradé de 31% et a été totalement absorbé par le poids des charges financières.</p> <p>Bien que le management estime réaliser sur les exercices 2015 et 2016 des améliorations de la rentabilité, l'activité devrait enregistrer une quasi-stagnation de sa croissance.</p> <p>Dans un objectif de restructuration de son endettement, composé actuellement de 85% de dettes à court terme, le management espère début 2016 pouvoir émettre un emprunt obligataire d'un montant maximal de 20MDT.</p> <p>Compte tenu de la situation financière relativement déséquilibrée de la société, avec un endettement très élevé (Gearing supérieur à 100%), une trésorerie négative croissante, ainsi que de la stagnation attendue de l'activité et de la nécessité d'injecter de nouveaux fonds pour stimuler une éventuelle croissance en 2017, nous réitérons notre recommandation sur le titre à Alléger.</p>
CELLCOM	8.25	10.98	2.57	2.00%	0.165	-2.48%	■	<b>CONSERVER</b>	<p>Avec une part de plus de 15% sur le marché de la téléphonie mobile et grâce à différentes gammes de produits proposés, la société a réussi à se positionner en tant qu'incontournable acteur sur le marché local, dominé par les marques internationales.</p> <p>En dépit de la présence de tensions concurrentielles sur les différents marchés sur lesquels intervient la société, cette dernière a affiché une certaine résilience, qui lui a permis de préserver aussi bien son positionnement que ses marges, capitalisant sur son expertise métier ainsi que sur une assise financière confortable.</p> <p>Après un certain décalage enregistré sur les résultats prévus de 2013, en raison du retard</p>

	Price	P/E <sub>15</sub>	P/B <sub>15</sub>	Div. Yield <sub>15</sub>	Div	Rdt 2015		Recommandation	Observations
<b>Technologie</b>	<b>15.03</b>	<b>1.20</b>	<b>0.55%</b>						de l'opération d'introduction en bourse, la société s'est rattrapée en 2014 avec un taux de réalisation de 105% du résultat budgétisé. Elle semble être également sur la bonne voie pour dépasser le résultat net de 3MDT prévu pour 2015. A cet effet, nous maintenons notre recommandation à CONSERVER.
TELNET	3.60	12.15	1.01	0.00%	0.000	+4.65%		CONSERVER	<p>La régression du volume d'activité et l'affaissement des marges, ayant débuté en 2014, se sont poursuivis sur les neuf premiers mois de 2015. Le chiffre d'affaires a reculé de plus de 22% alors que la marge d'EBITDA s'est limitée à 6% contre 16,5% sur la même période de l'année dernière.</p> <p>Ceci devrait ramener à un nouveau décalage par rapport aux prévisions du management qui s'attendait à une progression du résultat net part du groupe de 13% à 6,2MDT pour des revenus en hausse de 8%.</p> <p>Par ailleurs, le groupe vient d'adopter le projet de création d'une nouvelle filiale dédiée au lancement du premier produit « Telnet ».</p> <p>Nous recommandons de CONSERVER le titre.</p>
HEXABYTE	6.58	23.39	1.84	2.28%	0.150	-0.15%		ALLEGER	<p>Malgré la forte croissance des bénéfices en 2014, les réalisations de la société sont demeurées en deçà de ses prévisions présentées lors de son introduction en bourse.</p> <p>Cette tendance s'est poursuivie en 2015 avec des bénéfices qui ont nettement augmenté sur le premier semestre mais qui ne représentent que 14% des estimations du management.</p> <p>Rappelons que Hexabyte vient de créer une société de commerce « Hexatrade » et une nouvelle filiale à Abidjan « Hexabyte Africa ». Cette dernière se spécialisera dans la commercialisation des produits Hexabyte en Cote d'Ivoire et dont le principal objectif est de devenir l'un des distributeurs de tablettes les plus actifs dans le pays et de gagner le marché ivoirien en 2015.</p> <p>Compte tenu du perpétuel retard que traîne la société par rapport à son business plan, et les objectifs jugés optimistes quant à l'implantation en Libye, nous maintenons notre recommandation à ALLEGER.</p>
AETECH	1.43	-	0.77	0.00%	0.000	+4.38%		ALLEGER	<p>En dépit de l'amélioration de l'activité et d'un EBITDA légèrement positif à la clôture du troisième trimestre, la société affiche encore un net retard par rapport aux prévisions.</p> <p>Cette performance demeure insuffisante pour le redressement de la rentabilité de la société, toujours incapable d'atteindre les objectifs annoncés.</p> <p>A ce titre nous maintenons notre recommandation d'ALLEGER la position sur le titre.</p>
<b>Marché</b>	<b>15.87</b>	<b>3.18</b>	<b>3.30%</b>			<b>+2.66%</b>			

## Légende

Price		Dernier cours de clôture.
P/E		Ou PER (Price Earning Ratio), c'est le rapport entre le cours et le bénéfice par action.
P/B		Le rapport entre la valeur boursière du titre et sa valeur comptable.
Div.Yield		Rendement du dividende, il est calculé de la manière suivante : dividende / cours de l'action.
Div.		Dividende à distribuer.
Rdt		La variation du cours de l'action depuis le début de l'année.
	ACHETER	Passer à l'achat sur la valeur. Ceux qui en ont déjà peuvent en racheter.
	RENFORCER	Il existe un réel potentiel d'appréciation de la valeur. Ceux qui la possèdent déjà ont intérêt à la conserver, les autres peuvent s'y intéresser.
	CONSERVER	Ni achat ni vente. Ceux qui n'en ont pas n'ont pas forcément intérêt à s'y intéresser, les autres n'ont pas grand-chose à attendre du titre dans un futur proche.
	ALLEGER	Il est temps de vendre, de prendre ses bénéfices pour ceux qui la possèdent. Les autres ne devraient pas s'intéresser à la valeur.
	VENDRE	Vendre dès que possible.

## **Analystes chargés de l'étude**

Karim BLANCO, *Resp. Dép. Conseil*  
karim.blanco@ameninvest.com.tn

Haifa BELGHITH, *Analyste Financier*  
haifa.belghith@ameninvest.com.tn

Ines KHOUAJA, *Analyste Financier*  
ines.khouaja@ameninvest.com.tn

AMEN INVEST : 9, Rue du Lac NEUCHTEL - Les Berges du Lac - 1053 Tunis - Tunisie  
Tel. : (+216) 71 965 400  
Fax : (+216) 71 965 426  
E-mail : [contact@ameninvest.com.tn](mailto:contact@ameninvest.com.tn)  
[www.ameninvest.com](http://www.ameninvest.com)

## **Note aux Investisseurs**

*Les informations contenues dans le présent document vous sont communiquées à titre purement indicatif et ne pourront être considérées comme liant Amen Invest. La responsabilité d'Amen Invest ne pourra en aucun cas être recherchée à raison de toute erreur typographique ou matérielle pouvant figurer dans le présent document. Amen Invest ne peut être tenue responsable des conséquences financières ou de quelque autre nature que ce soit résultant de la souscription, de l'acquisition, de la détention ou de la cession des ces produits. Les investisseurs devront procéder à leur propre analyse des risques et devront, si nécessaire, consulter leurs propres conseils juridiques, financiers, fiscaux, comptables ou tout autre professionnel.*