



## Bourse de Tunis : les sociétés exportatrices face à la dévaluation du dinar

### Présentation du secteur

Les exportations tunisiennes ont totalisé 40.986,2MD durant l'année 2018, en progression de 19,1% par rapport à 2017 (34.426,6MD). Les plus fortes progressions concernent les exportations du secteur de l'agriculture et les industries agro-alimentaires avec un taux de 42,2%, et ce par rapport à l'année précédente. La croissance des exportations des produits agricoles s'explique en grande partie par l'augmentation des ventes d'olives (2,125 milliards de dinars contre 1,009 milliards de dinars) et des dattes (744,1 millions de dinars contre 557,6 millions de dinars).

En revanche, les exportations ont baissé au niveau des secteurs des mines, phosphates et dérivés de l'ordre de 13,9% et de l'énergie de 13,5%.

Dans les détails, soulignons que cette performance positive provient principalement de la bonne tenue de l'ensemble des secteurs comme les exportations du secteur industriel qui sont passées de 31083.6 MD durant l'année 2017 à 36994.5 MD en 2018 enregistrant ainsi une augmentation de 19.0%.

Exportations en MD	2018	2017	Evolution %
Agro-alimentaires	3,840	2,489	54.3%
Matériaux de construction	654	493	32.6%
Mécaniques et électriques	18,197	15,954	14.1%
Chimiques	2,524	2,297	9.9%
Textile et habillement	7,397	6,281	17.8%
Cuir et chaussures	1,576	1,284	22.7%
Industries diverses	2,808	2,285	22.8%
<b>Total</b>	<b>36,995</b>	<b>31,084</b>	<b>19.0%</b>

Les exportations du secteur des industries agroalimentaires ont atteint 3840.3 MD, contre 2489.3 MD en 2017, soit une progression de 54.3%. Egalement, les exportations du secteur des industries des matériaux de constructions de la céramique et du verre ont augmenté, passant de 493.4 MD à 654.1 MD au cours de l'année 2018 (+32.6%). De même, les exportations du secteur des industries mécaniques et électriques ont augmenté de 14.1% passant de 15954.2 MD à 18196.5 MD durant l'année 2018.

Pour leur part, les exportations du secteur des industries chimiques ont totalisé 2523.7 MD enregistrant un accroissement de 9,9% sur une année. De leur côté, les expéditions du secteur des industries du textile et de l'habillement se sont établies à 7396.6 MD contre 6280.7 MD durant l'année 2017, soit une hausse de 17.8%. La même tendance haussière a marqué le secteur des industries du cuir et de la chaussure dont les exportations se sont accrues de 22.7% sur une année à 1575.7 MD à fin 2018. Les exportations du secteur des industries diverses se sont bien comportées au terme de l'année 2018, avec un bond de 22.8% et un chiffre d'affaires de 2807.6 MD contre 2285.4 MD durant l'année 2017.



Le partenariat avec l'UE accapare 80% des échanges commerciaux, mais la Tunisie s'oriente de plus en plus ces dernières années vers de nouvelles zones économiques, tels que les pays du Golfe et les pays africains.

Sur le plan théorique, une dévaluation ou une dépréciation du taux de change peut favoriser la compétitivité des entreprises exportatrices tunisiennes en diminuant les prix des produits destinés à l'export. Cependant, en réalité la situation est éminemment plus complexe. La dépréciation du dinar qui, en théorie, devrait profiter aux sociétés exportatrices, a produit parfois l'effet inverse, dû en partie au renchérissement du prix des matières premières (en majorité importées), d'un autre côté, à cause du manque de compétitivité de la plupart de nos exportateurs. Seules ont profité de cette dépréciation, les grandes entités bien structurées.

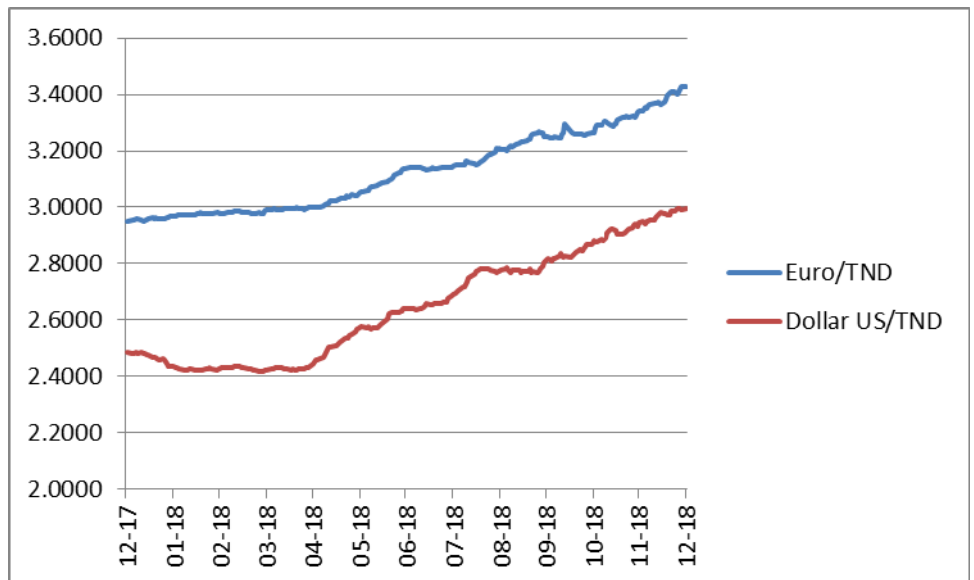
### Situation du dinar tunisien face à l'euro et dollar

Le dinar a poursuivi sa chute tout au long de l'année 2018 terminant sur une baisse historique face à l'euro et au dollar, en raison des aspects macro-économiques résultant d'un arbitrage et d'un choix arrêté par la BCT de ne plus intervenir d'une manière excessive pour soutenir le dinar. Au 31/12/2018, le dollar s'est échangé contre 2,99 dinars tunisiens et l'euro contre 3,42 dinars ce qui correspond à glissement annuel moyen de 22% par rapport au dollar et 15% face à l'euro.

L'inflation des prix au cours de cette période a été de 7,5% en moyenne par an.

La dépréciation est encore plus préoccupante si l'on remonte à 2001, c'est-à-dire au moment de l'introduction de l'euro : nous sommes passés en effet de 1,1 dinars courant pour 1 euro à 3,42 dinars aujourd'hui, soit une dépréciation de plus de 68% en 17 ans.

La dépréciation du dinar tunisien est due aussi à la nature de notre régime de



change et de l'importance de nos échanges avec l'UE et surtout à la dégradation de nos fondamentaux économiques : Nous fonctionnons dans le cadre d'un « régime de change d'arrimage souple » (intermédiaire) ; la valeur du dinar exprimée en devises, varie par rapport à la monnaie d'ancrage, le dollar, dans une fourchette prédéfinie par nos autorités monétaires. La Banque centrale intervient pour maintenir la valeur du dinar dans les limites autorisées. En clair, une appréciation du dollar par rapport à l'euro pourrait se traduire par l'appréciation de notre monnaie par rapport à celle de l'UE. Cependant, vu l'intensité de nos échanges avec l'UE et nos besoins sans cesse croissant en cette devise, d'une part, et la dégradation du solde de notre balance des transactions courantes, d'autre part, le dinar s'est déprécié par rapport à l'euro.



Les réserves de changes toujours sous pression continue suite au déficit structurel de la balance courante, s'établissent à 13314 millions de dinars au 31/12/2018, et ne couvrent que 81 jours d'importations.

Les autorités tunisiennes continuent à croire que la dépréciation du dinar est de nature à stimuler la compétitivité-prix de nos exportations et par même à limiter nos importations.

En général, les travaux des économistes sur les effets de la baisse des taux de change sur les soldes des balances commerciales ont montré que ces effets sont variables dans le temps selon la qualité du tissu industriel.

### **Sociétés exportatrices cotées de la bourse**

Dans ce contexte, nous avons jugé opportun de voir l'impact de la dépréciation du dinar sur les performances des entreprises exportatrices cotées en bourse.

Nous avons donc retenu un échantillon composé de six sociétés cotées appartenant à des secteurs d'activité différentes et dont la part la plus importante des revenus provient de l'export.



Le groupe One Tech est un acteur industriel mondial opérant sur les marchés de l'automobile, l'Energie et les télécommunications. Ses prestations couvrent ainsi toute la chaîne de valeur : ingénierie, conception, production et formation

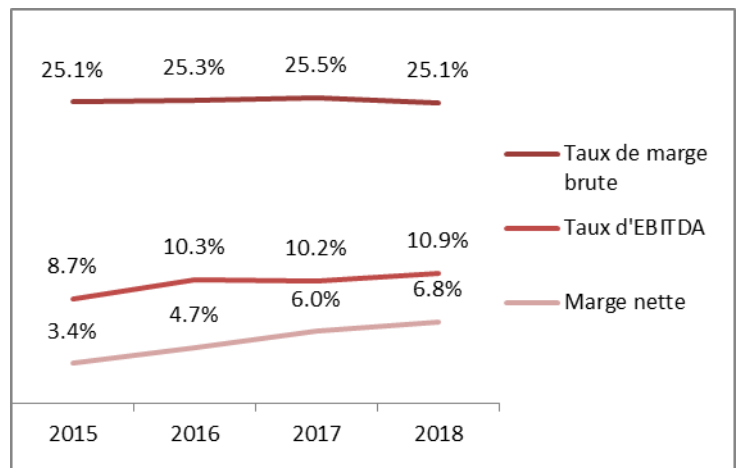
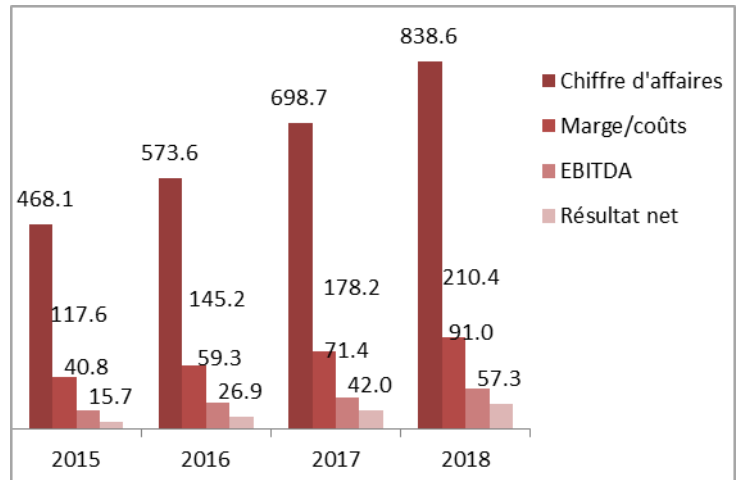
A fin 2018, le groupe One TECH comptait une dizaine de sociétés, réalisant un chiffre d'affaires consolidé d'environ 838,6 millions de dinars en progression de 20% et dont 80,5% est à l'export (dont près de 72% en Europe et 21% en zone MENA). Cette progression provient principalement de la hausse de la production qui a gagné 16,2% par rapport à 2017.

Le groupe One Tech continue son développement à l'international et tire profit de son positionnement sur des marchés en plein évolution, comme dans le monde de l'automobile et de l'énergie qui connaissent actuellement, et pour les années à venir une forte croissance en perspective, d'une part, et sur un marché mature comme celui des câbles, d'autre part.

Sur les trois dernières années, le taux de marge brut s'est élevé à 25%.

Le groupe opère dans trois principaux secteurs, à savoir :

- La câblerie : son savoir-faire lui permet d'être un acteur de choix en Europe et en Afrique. Le groupe One Tech opère dans ce domaine d'activité par l'intermédiaire de deux entités qui sont : Auto Câbles Tunisie, pour les câbles automobiles, et de Tunisie Câbles, pour les câbles d'énergie et de télécommunication et de transmission de données.
- La mécatronique : qui rassemble l'électronique et la mécanique avec une présence importante dans le domaine de l'automobile, l'aéronautique et l'industrie. Ce pôle présente pour la partie électronique : Fuba qui assure la fabrication de circuits imprimés double face et multicouches, Eleonetech pour l'assemblage électronique. D'autre part, la partie mécanique est représentée TTE International, qui assure l'assemblage électromécanique, connectique et câblage filaire et Techniplast qui réalise l'injection plastique de pièces techniques, le développement et la réalisation de moules et d'outils pour l'injection plastique.
- Les télécoms : deux grandes filiales connaissent aujourd'hui un essor particulier au sein du groupe : One tech Business Solutions constitué de la société mère OTBS (Tunisie) et ses filiales, spécialisée dans l'intégration des solutions réseaux convergents voix, data, image et One Tech Mobile (OTM), spécialisée dans la distribution des produits mobiles dans le secteur des télécom.



### Performances du groupe

- Les revenus consolidés du pôle mécatronique (composants et modules électroniques) ont atteint, au 31 décembre, 405 millions de dinars, en forte progression de 22,6 % par rapport à leur niveau de la même période en 2017, les ventes de ce pôle sont entièrement destinées à l'exportation ;
- Les revenus consolidés du pôle câbles se sont remontés à 378 millions de dinars, en progression de 20,5 %, grâce aux exportations qui ont représenté sur l'année 71% des ventes de ce pôle ;
- La filiale Marocaine OTMA a réalisé au 31 décembre 2018 une croissance de ces revenus de 101,5% par rapport à l'année 2017.



- L'effort d'investissement du Groupe ONE TECH reste soutenu dans l'innovation et la croissance ainsi qu'au niveau des améliorations de la qualité et de la productivité. Les investissements physiques ont atteint, au 31 décembre de l'année 2018, une enveloppe de 45,9 millions de dinars, en augmentation par rapport à leur niveau de l'année 2017 de 20 %.
- Le 1<sup>er</sup> trimestre 2019 été particulièrement dense pour le Groupe One tech. Les revenus du groupe ont bondi de 13,7% par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre de l'an dernier pour s'établir à 234,2MD. Cette hausse s'explique principalement par une progression importante de 16,5% des exportations. Ces derniers ont représenté sur la période 81,3% du chiffre d'affaires consolidé du groupe. Dans le détail, l'accroissement le plus notable provient du pôle mécatronique qui atteint au trimestre 113,2MD, en progression de 13,1% (les ventes de ce pôle sont entièrement destinées à l'export) et le pôle câble qui affiche des revenus consolidés de 109,3MD, en appréciation de 20,3% comparativement à une année auparavant, bénéficiant principalement des exportations qui ont progressé de 24,3%.
- Le Groupe One tech a vu son résultat net part du groupe bondir de 36,37% à 57,325MD sur l'année 2018, récoltant les fruits de son recentrage vers l'export. Le conseil propose de distribuer au titre de l'exercice 2018, un dividende de 330 millimes par action. Ce dividende sera exonéré d'impôts conformément aux dispositions de l'article 19 de la loi de finance pour la gestion de l'année 2014.

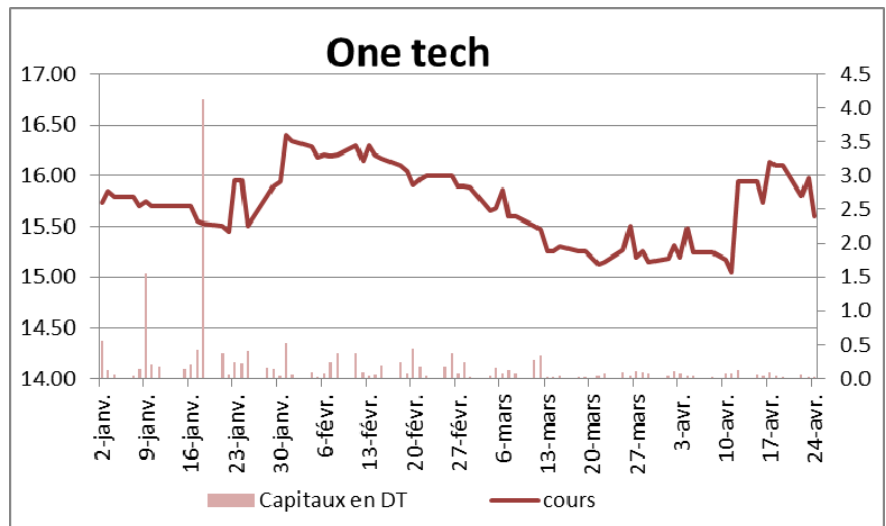
### Indicateurs boursiers et valorisation

Le groupe One tech continue de dérouler sa feuille de route confirmée par le nouveau plan de croissance externe et organique pour le prochain quinquennat.

Sur le plan boursier, le titre one tech a réalisé une performance de 21,8% en 2018. En 2019, malgré la publication de résultats au-delà des attentes des investisseurs, le titre a quasiment stagné (-0,1% au 15/04/2019) impacté par le comportement général du marché.

Rappelons aussi que le dividende qui sera distribué par le société One tech correspond à un rendement de 2,17% par rapport à son niveau de cours actuel.

Avec un niveau de valorisation de 17,2x les bénéfices, la bonne expansion internationale et le fort rythme de croissance conforte notre conseil positif sur cette valeur.



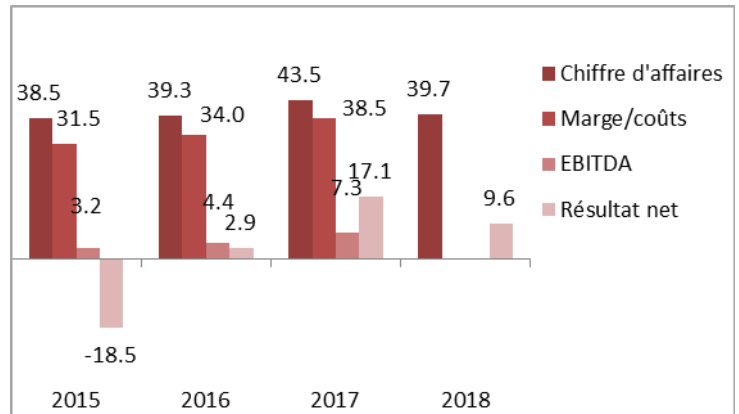


Le groupe Telenet fait partie du secteur des TIC. La société Telnet Inc représente la locomotive du groupe avec la part de son chiffre d'affaire qu'elle génère dans les revenus consolidés du groupe. Avec une activité qui porte sur la recherche et le développement en Ingénierie Produit (R&D IP) qui couvre des métiers en relation avec : l'ingénierie software, l'ingénierie hardware,

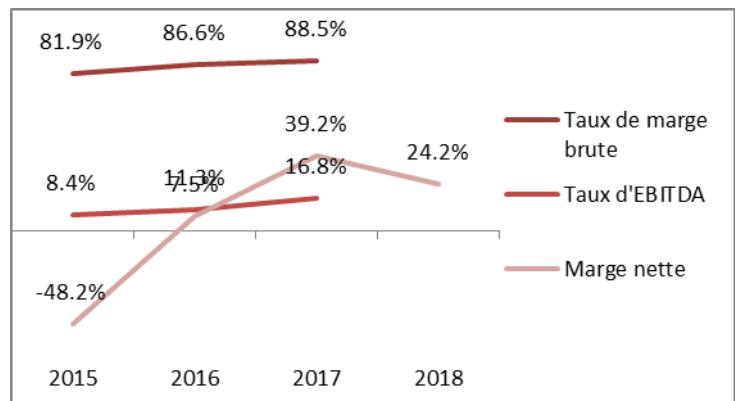
l'ingénierie électronique et micro-électronique et l'ingénierie mécanique. Au démarrage de l'activité a porté sur le développement de logiciels pour le compte de client étrangers opérant dans le domaine de télécommunications. Il est à rappeler que Telnet Holding a enregistré en 2018 un résultat net consolidé de 9,59MD contre 17,39MD en 2017, soit une baisse de 44,8% en raison notamment du caractère exceptionnel du résultat net 2017 avec son gain de 12,748MD provenant essentiellement du produit de transfert des activités des activités dans le cadre de l'opération de partenariat globale entre le groupe TELNET HOLDING et le groupe ALTRAN

Les produits d'exploitation du Groupe TELNET HOLDING au 31 décembre 2018 totalisent 40,45MD contre 43,92MD dinars (qui incluent les flux des activités transférées) en 2017.

Au 31 décembre 2018, l'EBITDA de la société TELNET HOLDING s'élève à 14,0MD dinars contre 6,7MD au 31 décembre 2017. Et pour le groupe, l'EBITDA s'élève à 7,57MD contre 7,37MD au 31 décembre 2017 (qui inclut les flux des activités transférées).



- Pôle R&D IP (78,99 % des produits d'exploitation au 31 décembre 2018) :** Les activités R&D en dehors du périmètre de la société Altran Telnet Corporation ont connus une évolution de + 14.84 % par rapport au 31 décembre 2017. Cette évolution est marquée , essentiellement par l'accroissement du volume d'affaires au niveau de l'activité Télécom(+24%) et de l'activité MultiMedia (+37%) tout en consolidant le chiffre d'affaires de l'activité Monétique.



- Pôle télécoms et intégration réseaux (5,73 % des produits d'exploitation au 31 décembre 2018) :** l'activité de ce pôle a connu une évolution de + 15.68% par rapport au 31 décembre 2017. Cette évolution est due essentiellement à la concrétisation de nouveaux projets de prestations de services à l'export.
- Pôle services PLM (15,28 % des produits d'exploitation au 31 décembre 2018) :** l'activité de ce pôle a connu une évolution de + 17.07 % par rapport au 31 décembre 2017. Cette évolution est due essentiellement au renforcement de l'activité R&D Mécanique

Suite à la baisse du taux de change, les exportations de Telnet pourront en effet être boostées. A l'évidence cette élasticité prix suffisamment forte est compréhensible dans la mesure où la nature d'activité du groupe est basée sur le capital humain (matière grise) notamment pour le pôle R&D en IP. En effet, le groupe travaille en majorité pour l'export avec des donneurs d'ordre étrangers et l'activité principale est dans l'étude et l'ingénierie. Les prix de vente (R&DIP) sont négociés d'avance et s'étalent sur une période de 3 ans et renouvelés par tacite reconduction et le groupe assure la totalité du processus du produit.

La publication des indicateurs du 1<sup>er</sup> trimestre 2019 a permis de rassurer les investisseurs avec des produits d'exploitations en hausse de 11% à éléments comparables et un EBITDA en hausse de 1,5%, le Groupe propose des éléments en ligne avec les attentes du marché et les prévisions ont été confirmées.



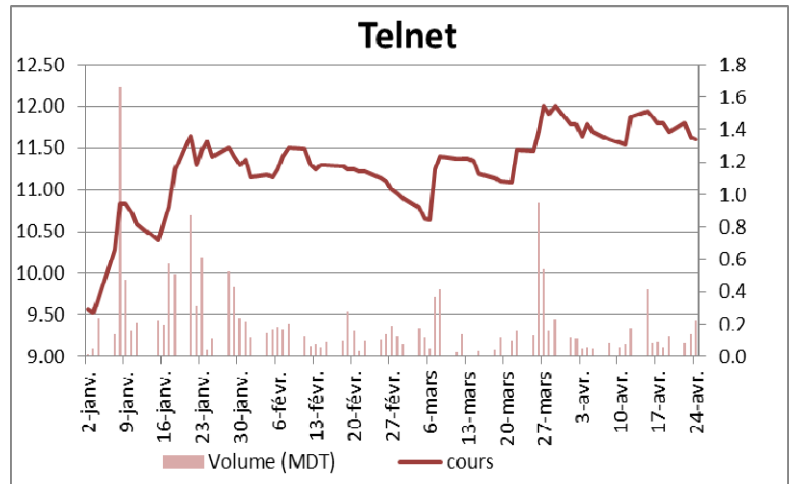
## Indicateurs boursiers et valorisation

Depuis le début de l'année 2019, l'action Telnet a engrangé un gain de 24,4% faisant largement mieux que le marché.

Le titre offre un niveau de distribution généreux atteignant 5,8% de rendement de dividende pour un dividende annoncé de 700 millimes contre 500 en 2017

Par ailleurs, le niveau relativement élevé du PER (27,4x) reflète le potentiel de croissance future de la société qui continuera de bénéficier du contexte favorable du taux de change.

Les fondamentaux et les perspectives d'avenir devraient permettre au titre de continuer son ascension qui sera confirmée par les réalisations futures.

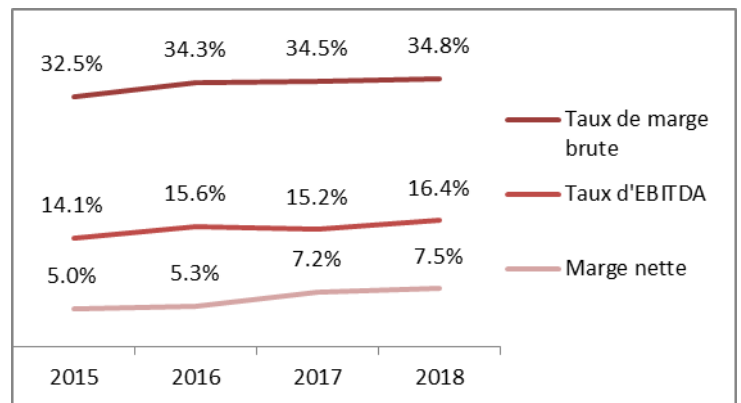
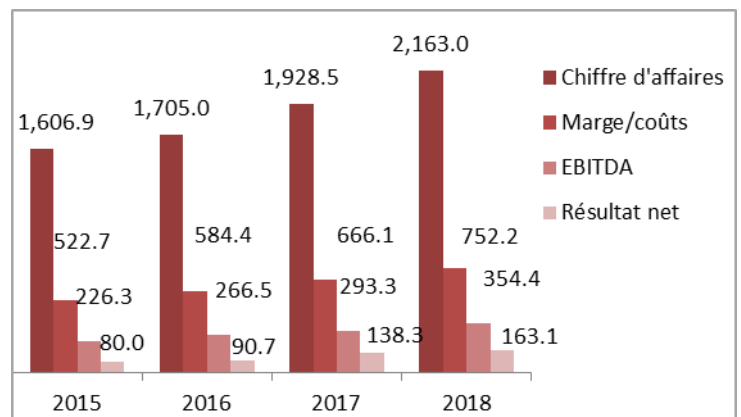




Après la technologie, c'est le deuxième secteur le plus exportateur de la bourse de Tunis grâce au Poulina Group, l'un des plus gros groupes industriels en Tunisie avec 102 sociétés faisant l'objet d'une intégration globale et 3 sociétés qui font l'objet d'une mise en équivalence. Le groupe a exporté pour plus de 317,9 MDT en 2018 dont près de 40% provenant des produits de grande consommation.

En 2018, les ventes du groupe ont progressé de 12% à données comparables, dépassant 2,17 milliards de dinars. Cette bonne tenue de l'activité découle d'un dynamisme commercial de l'activité export. Toutes les branches d'activité ont participé à la croissance :

- **VICULTURE** : augmentation de 26 Millions de Dinars soit + 24%. Cette importante progression des ventes a concerné principalement par la hausse des ventes export de l'usine de traitement des coproduits
- **AGRO-ALIMENTAIRE** (Aliment, Produits laitier, crèmes glacées, margarine, huile, mayonnaise, chamia et produits pâtisseries) : augmentation de 33 Millions de Dinars soit +17 %. Cette hausse s'explique essentiellement par la hausse de vente aliment et l'entrée en production de la nouvelle usine de margarine à DAKAR SENEGAL en 2018
- **EMBALLAGE**: augmentation de 15,6Millions de Dinars soit + 44%. Ce métier a connu une importante reprise des ventes export avec une hausse remarquable de 19%,
- **Matériaux de construction** : une progression de 2,7 Million de Dinars soit +6%. Cette hausse est due essentiellement à la reprise du marché export.



Le Groupe **PGH** poursuit sa croissance et enregistre sur ce premier trimestre un chiffre d'affaires de 708,7MD en progression de 19%, porté par une bonne reprise des ventes à l'export +31% et d'une bonne orientations des ventes locales (+18%). De même la production a progressé au même rythme que le chiffre d'affaires à savoir +20%.

Rappelons la société Poulina Group Holding a réalisé une plus-value de 6,24 millions de dinars le 22/03/2019 suite à la cession des actions Banque Zitouna (détenait 2,26% du capital) d'une valeur comptable de 4,7 millions de dinars pour un montant de 10,9 millions de dinars.





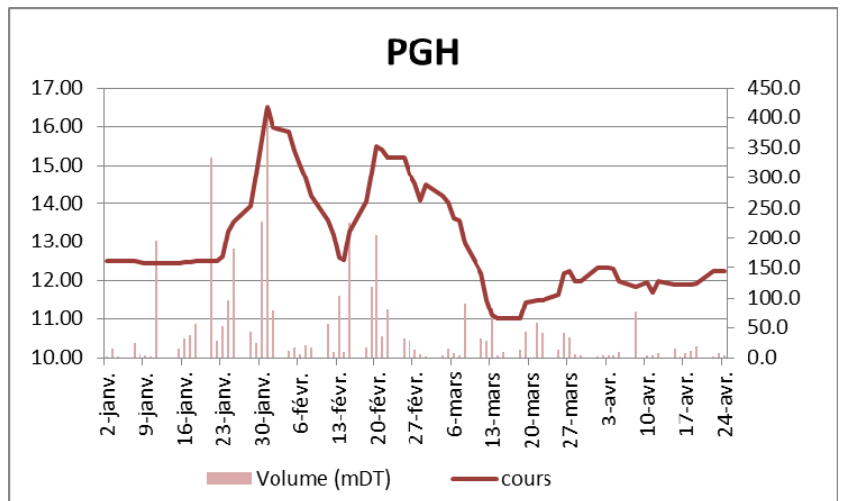
### Indicateurs boursiers et valorisation

Le groupe PGH continue d'afficher une situation solide et dégage un EBITDA de 354MD en croissance de 24,2% et des bénéfices nets de 163MD en 2018 portés en partie par un effet de change favorable sur la période mais aussi une augmentation de la production.

D'un point de vue boursier, PGH s'échange 15,1x ses bénéfices de 2019 et un rendement de dividendes de 2,4%.

Les perspectives de développement commercial sont bonnes vu que le groupe PGH présente un portefeuille d'activité largement diversifié. La croissance du chiffre d'affaires devrait donc connaître

une amélioration dans les trimestres à venir. Une valeur à conserver compte tenu de l'amélioration continue de ses performances aussi bien commerciales qu'opérationnelles.





Le chiffre d'affaires de la société Industrie Chimiques du Fluor a atteint 157,3 MD en 2018, en hausse de 34,8% par rapport à 2017 alors que les quantités vendues sont en baisse de 10,9% à cause principalement du marché de l'Amérique Latine.

Cette performance est tirée à la fois par l'augmentation du prix unitaire de la tonne vendue qui est passé de 1001\$ en 2017 à 1381\$ en 2018 et d'un gain de change de 9,7% du dollars par rapport au dinar tunisien, ce qui s'est

traduit par une hausse de prix de vente en dinar de la tonne de 2416D/T en 2017 à 3655D/T en 2018.

La marge brute a été en moyenne de 11% sur la période 2013 à 2016, pour s'améliorer sensiblement en 2018 et ce, malgré une augmentation des prix d'achat des matières premières principales, dépassant les 50 % pour le spath fluor et les 30% pour l'alumine hydratée

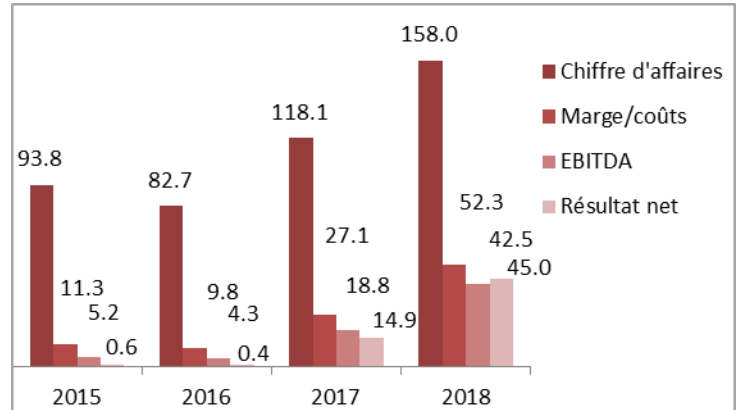
Rappelons que les matières premières servant à produire du fluorure d'aluminium sont l'acide sulfurique, le spath fluor et l'alumine hydratée. Il faut noter que la fabrication de l'AlF<sub>3</sub> nécessite l'importation du Spath Fluor et d'Alumine principalement de Chine, d'Italie et du Maroc. Ensuite, le fluorure d'aluminium est utilisé comme additif (environ 20 kg/tonne) dans la fabrication de l'aluminium métallique. Les produits résiduels de la production de fluorure d'aluminium sont l'anhydrite, le gypse.

### Exportation

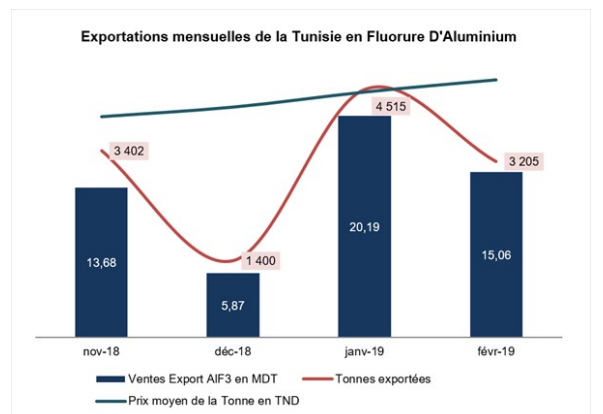
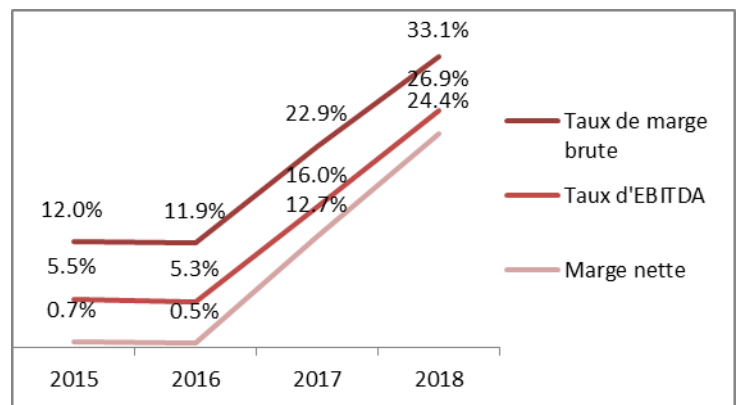
Durant les deux premiers mois de l'année 2019, les exportations de la Tunisie (le seul producteur et exportateur du fluorure d'Aluminium en Tunisie est la société ICF) de Fluorure d'Aluminium (AlF<sub>3</sub>) se sont élevées à 35,25 millions de dinars contre 32,9 millions sur tout le premier trimestre (trois mois) de l'année précédente. La forte reprise des ventes au mois de janvier 2019 est attribuée à des exportations de 9,4 millions de dinars à destination de l'Egypte. Au mois de février c'est les EAU (Emirats Arabes Unis) qui accaparent la part de lion avec des livraisons de 6,4 millions de dinars, contre 4,3 millions en janvier.

Le Brésil s'est assuré 3,2 millions de dinars, relayée par la Russie, dont l'approvisionnement auprès de la Tunisie est assez régulier, avec des ventes de 2,85 millions de dinars en février, précédé par 2,77 millions en janvier 2019. Le Sultanat d'Oman a importé auprès de la Tunisie 2,1 millions de dinars en février 2019 et 1,8 million le mois précédent. Enfin la Turquie porte ses achats à 0,51 million de dinars, contre 0,46 million un mois auparavant.

Durant les deux premiers mois de l'année 2019, la Tunisie a exporté à hauteur de 17,6 millions de dinars en moyenne par mois contre une moyenne pour toute l'année 2018 de 12,7 millions de dinars. Rappelons que sur l'ensemble de l'année 2018, la Tunisie a exporté pour 153,19 millions de dinars de Fluorure d'Aluminium contre 112 millions en 2017 et 78,7 millions en 2016.



Quantités vendues (tonne) fluorure d'Aluminium	2,017	2,018	Ecart
Afrique	13,208	14,662	11.0%
Amérique latine	4,800	808	-83.2%
Asie	30,327	26,786	-11.7%
Europe	-	800	
<b>Total</b>	<b>48,335</b>	<b>43,056</b>	<b>-10.9%</b>





Après un exercice 2018 à un niveau historiquement élevé, l'activité d'ICF présente au 1<sup>er</sup> semestre 2019 un niveau de production du quasiment égale à celle du premier trimestre 2018 mais l'activité commerciale sur le trimestre a été particulièrement soutenue. Cette performance est particulièrement attribuable à l'augmentation très significative des prix unitaires des ventes (>60 %) qui a entraîné un net rebond de de 56,5% du chiffre d'affaires du premier trimestre 2019 par rapport à la même période 2018.

Le niveau des indicateurs et la qualité du portefeuille commercial conduisent ICF à confirmer son objectif de croissance de chiffre d'affaires et d'amélioration de la marge opérationnelle pour l'année 2019

Un double phénomène a permis au titre ICF de réaliser cette belle performance :

- Tout d'abord, la croissance fulgurante du résultat net (+158,3%) qui a été bien anticipé par le marché. Avec la reprise des ventes, soutenue à la fois par l'effet volume et la hausse des quantités vendues, profitant de choix du principal producteur mondial de fluorure d'aluminium (La Chine) de continuer à favoriser son marché local aux dépends du marché extérieur et la révision à la hausse des prix de vente (>45 %) d'autre par
- et ensuite par l'amélioration du cours de réalisation des ventes en dollars (effet change).

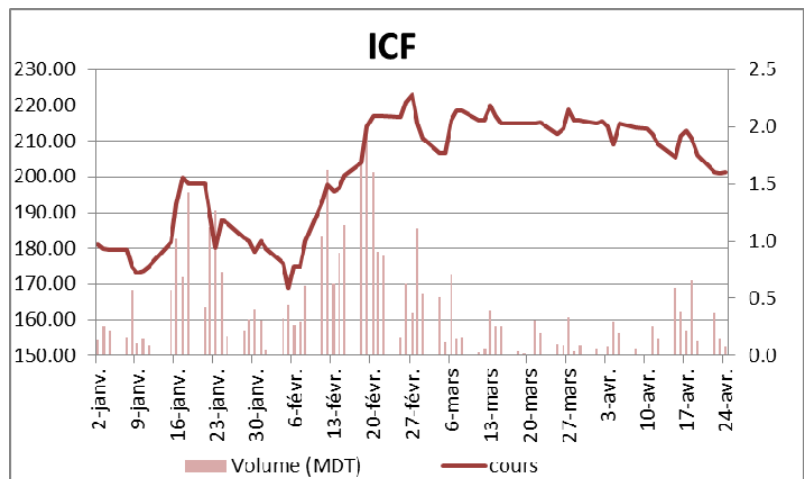
### Indicateurs boursiers et valorisation

Enregistrant la meilleure performance de la place, le titre ICF a clôturé l'année 2018 sur une hausse remarquable de 550,55% pour se situer à 179DT. En terme de flux, ICF a été une valeur dynamique sur son marché (groupe 12 du fixing). Avec un total volume de 35,774MD, le titre accapare 2% du flux transactionnel global de la cote.

Le titre ICF traite actuellement à un P/E de 18x, un P/B de 4,9 et un rendement D/Y de 2,9%.

Pour 2019, le management demeure confiant pour le secteur. Il prévoit une croissance à deux chiffres du chiffre d'affaires dans les prochains mois, tirée par une demande croissante et l'effet positif de la fluctuation de taux de change (dollar/dinar).

La direction se fixe pour objectif de changer l'unité actuelle de production du fluorure d'aluminium ou faire une mise à niveau assez consistante de l'unité actuelle (Compte tenu de la vétusté de l'installation et les risques d'avoir des pannes fréquentes).



Le niveau de valorisation relativement élevé, mais l'action garde un profil séduisant grâce à un fort potentiel de croissance. Une valeur de croissance à détenir dans une optique de moyen terme.



Le spécialiste de la fabrication et du montage des tous terrains, ainsi que des vélos de ville, destinés exclusivement à l'export et essentiellement aux marchés européens a réalisé un chiffre d'affaires en dépréciation de 19% en 2018 par rapport à 2017. En effet, les réalisations annuelles

font état d'un chiffre d'affaires de 67.398 MDT contre 80.283MD une année auparavant. Cette baisse trouve son origine notamment dans le recul du volume de production a moins 28% sur l'année, en raison de la conjoncture économique européenne difficile et le ralentissement du secteur de loisir. Euro-cycle a pu amortir cette baisse de volume dans un contexte de change favorable et à une amélioration du mix-produit.

Les exportations d'Eurocycles qui se font à raison de 80% en US dollars et 20% en €

La variation du US dollars ou de l'euro n'a aucun impact ni sur le chiffre d'affaires, ni sur les marges et encore moins sur les gains/pertes de change, étant donné que les importations se font dans les mêmes devises que celles de l'export tout en respectant les mêmes proportions (80% US\$, 20%€).

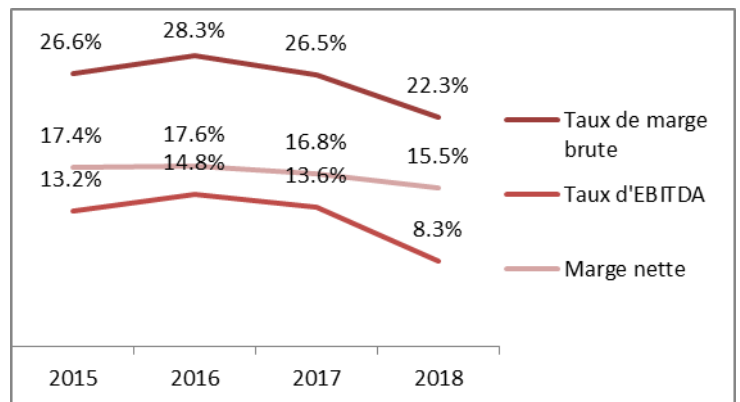
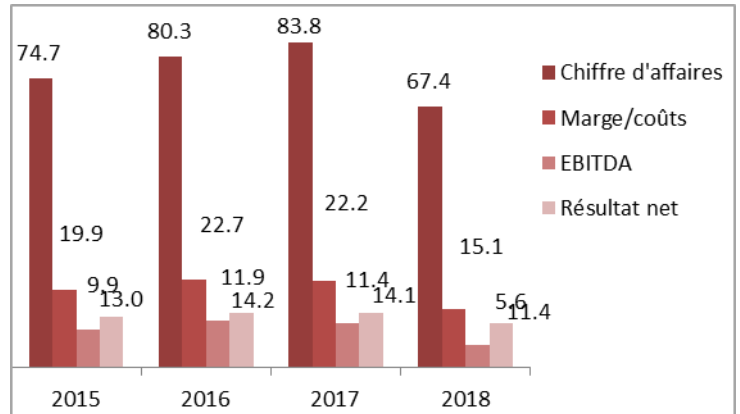
La répartition géographique de ces ventes, fait ressortir que la société alloue la part la plus importante de sa production à l'Angleterre.

La société est confrontée au risque de la variation des prix des composantes et des pièces nécessaires à la production des vélos et achetées auprès des fournisseurs étrangers. Bien que cette variation soit impactée directement sur les prix de vente aux clients. Les états financiers de la société ont fait ressortir un résultat net de 10,42MD, et celle du groupe de 8,39MD.

Sur les trois premiers mois 2019, Euro-cycles a totalisé 18,3MD de chiffre d'affaires soit une croissance de 17% par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2018 contre une augmentation de 5% de la production pour la même période.

Par ailleurs, le conseil d'administration de la société entend proposer à la prochaine AGO la distribution d'un dividende de 1.200 DT par action soit un Div. Yield de 6,9% par rapport au cours de 15 avril 2019, et l'attribution d'une action gratuite nouvelle pour 10 Ancienne.

Au volet des perspectives, Euro-cycles devrait poursuivre sa croissance dans les années à venir, profitant à la fois de l'amélioration continue de ses performances commerciales grâce à un carnet de commandes bien fournis et aux performances opérationnelles à travers sa politique d'innovation qui constitue un axe majeurs de sa stratégie.



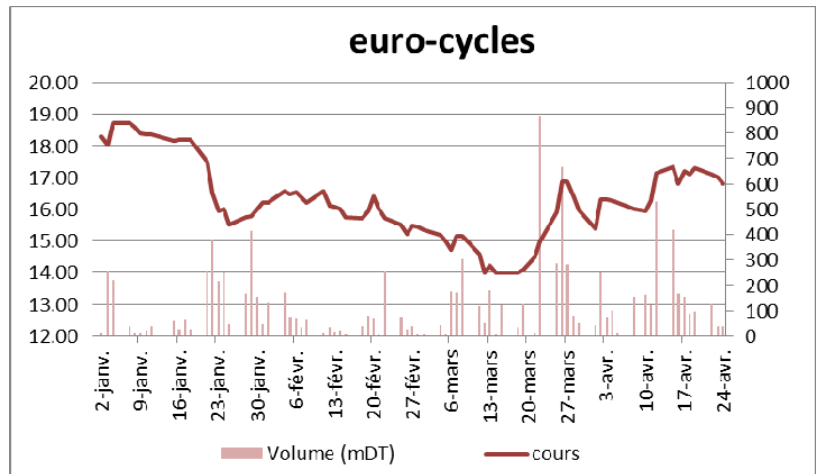
## Indicateurs boursiers et valorisation

Le titre a connu en 2018 une bien mauvaise année boursière avec une baisse de 25,93% connaissant un sévère revers après une année 2017 euphorique et reste pénalisé sur le marché jusqu'à 15 avril 2019 à -6,2% après la publication des résultats définitifs 2018 jugés décevants.

Le titre Euro-cycle se traite désormais à un P/E18 de 13,2 contre 21,9 pour le secteur et présente un profil de rendement intéressant (6,9%) supérieur à la moyenne du marché.

La reprise en 2019 de la croissance à deux chiffres devrait redonner un nouveau souffle au titre. Les

prévisions sont confirmées au premier trimestre avec une croissance des revenus de 17%. La reprise de l'activité couplée à une stratégie de dividende généreuse rend le titre assez attractif et nous pousse à recommander à renforcer la position.





الشركة التونسية للبلور  
SOCIÉTÉ TUNISIENNE DE VERRERIES

La SOTUVER, le spécialiste du verre creux, dessert actuellement, son marché local naturel ainsi que des marchés voisins (Algérie) et arabe (Moyen Orient). Elle vise une présence permanente sur la région du Maghreb Arabe et le Sud de l'Europe.

Au 4ème trimestre 2018, le chiffre d'affaires à l'export réalisé courant cette période a connu une forte progression de 77%, passant de 10.065 MD en 2017 à 17.799 MD en 2018. Cette progression s'explique par le plein effort des mesures de compétitivité des produits Sotuver.

Au niveau global, la Sotuver affiche un chiffre d'affaires record de 95,34 millions de dinars et marque une nouvelle progression +40% dopé par la performance des ventes à l'export qui ont évolué de 67%, passant de 35,157MD en 2017 à 58,799MD en 2018, grâce à une croissance qui se consolide sur les marchés traditionnels (Européens et Africains) et la forte pénétration des nouveaux marchés (Moyen Orient) et témoigne du bon niveau de compétitivité et la maîtrise de la qualité atteint par l'entreprise. D'un autre côté, notons l'impact positif de l'effet change qui a contribué à l'amélioration des prix de ventes en dinars.

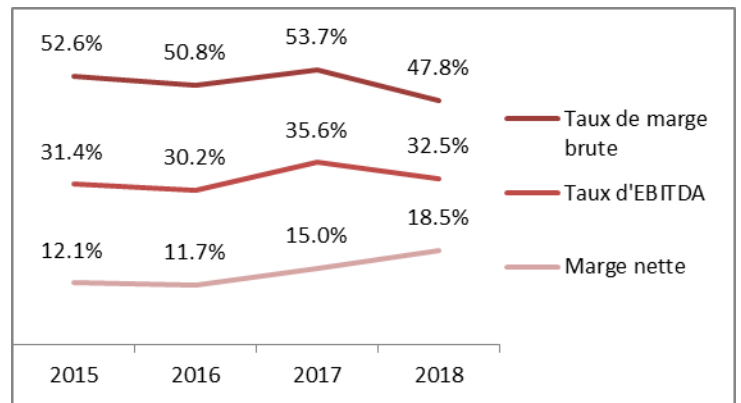
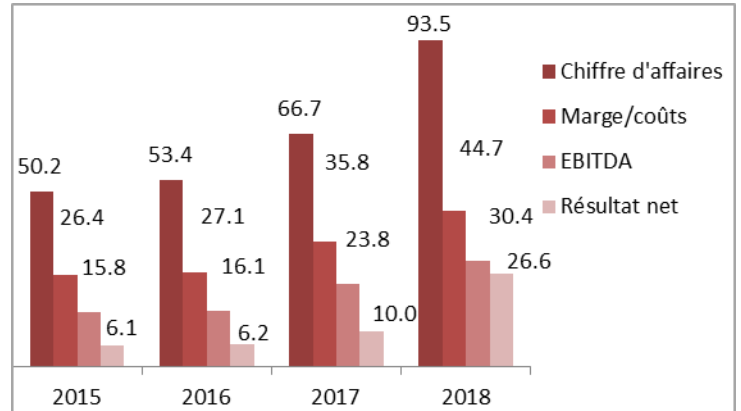
Le second semestre a bénéficié d'une nette amélioration, bénéficiant de marchés globalement porteurs, d'une très bonne dynamique des prix de vente et de la résolution des problèmes industriels qui avaient pesé sur la société.

La valeur de production a atteint 92,031 millions de dinars en 2018, soit une augmentation de 22% par rapport à 2017.

Le 1<sup>er</sup> trimestre 2019 s'est inscrit dans la continuité de la croissance observée depuis 2018. La Sotuver a réalisé un chiffre d'affaires cumulé depuis le début de l'année de 23,5MD en croissance de 12%, tirée essentiellement par les ventes à l'export +18% contre 4% des ventes local. Ainsi la quote-part des ventes à l'export a évolué de 3 points passant de 56% au premier trimestre 2018 à 59% en 2019.

Le leader du secteur de verrerie national, Sotuver poursuit son développement tant sur le marché local que sur le marché de l'export notamment en Afrique et l'Europe tout en optimisant son outil de production en réalisant des rendements élevés et les derniers résultats ont été conformes aux attentes. La société démontre depuis 2016 sa capacité constante à améliorer sa rentabilité, son efficacité ainsi que ses volumes de ventes, malgré un contexte difficile.

La société a déclaré au mois d'avril 2019 un projet d'investissement de 20MD à l'Instance tunisienne de l'investissement dans le but d'optimiser la productivité de son usine actuelle.



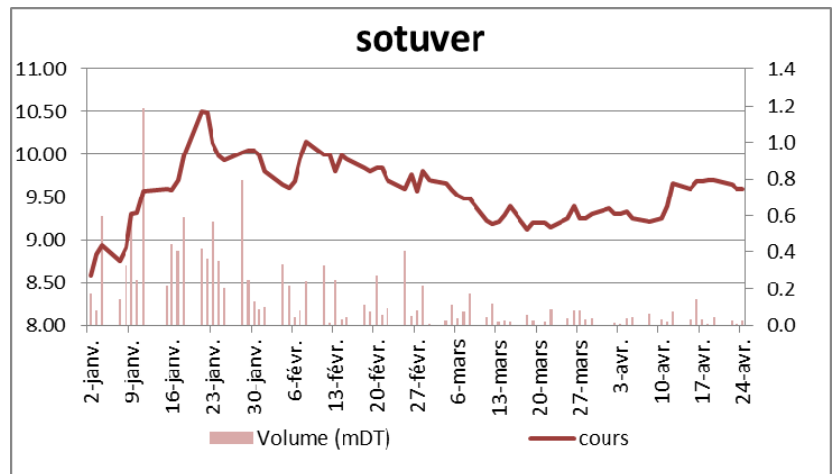
## Indicateurs boursiers et valorisation

Après un parcours d'exception en 2018 avec un gain de l'ordre de +72,97%, le titre Sotuver est bien parti pour poursuivre sur le même tempo (+10,3% au 15/04/2019). Par cette performance, les investisseurs saluent la croissance des ventes à l'export, qui elle-même favorise la rentabilité.

La Sotuver est de plus en plus sur des marchés niche à l'export à fort potentiel et dispose d'une grande capacité à augmenter ses prix. Le titre est valorisé 22,3 fois le bénéfice net par action attendu fin 2019, ce qui fait ressortir une surcote par rapport au marché.

En s'ouvrant d'avantage à l'international, Sotuver

pourrait afficher un rythme de croissance encore plus significatif en 2019 avec à la clé une amélioration de la rentabilité



## Conclusion

En 2018, les sociétés exportatrices cotées sur la bourse de Tunis ont fait preuve de résilience et ont continué à faire de la croissance. Cette croissance est tirée principalement par une demande des marchés extérieurs ainsi que d'un niveau de prix concurrentiel conséquence de la dépréciation du dinar.

La dévaluation du dinar a donc globalement produit les effets attendus sur leurs revenus, là où les coûts de production ne sont pas ou sont peu affectés par ce phénomène.

La croissance maintenue ces dernières années ne peut seulement s'expliquer par la variation favorable du taux de change, mais, résulte en majeure partie, de la capacité de ces entreprises à maintenir, voire augmenter leurs parts de marché grâce à la compétitivité de leurs produits, également sur le plan qualité.

En conséquence, nous estimons que pour l'année 2019, les entreprises exportatrices présentent encore un potentiel de croissance important.



## **Département Conseil**

[analyse@ameninvest.com.tn](mailto:analyse@ameninvest.com.tn)

Tel: (+216) 71 965 400

Fax: (+216) 71 965 426

### **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 de 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.