

Actionnariat	
Famille HIDOUSI	53,8%
SICAR et FCPR	24%
Titres	
Nominal	1
Nombre	2 083 334
Capitalisation boursière (MD)	17,1
Cours	
Clôture	8,220
Cours d'introduction	6,000
Variation	
Depuis l'introduction	37%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2010	0,30
Bénéfice 2011	0,43
Bénéfice 2012	0,43
Capitaux propres	5,2
Dividende	
Montant	0,100
Div Yield	1,1%
Valorisation	
PE 2011	39,7
PE 2012	39,7
P/BV	3,3

(en mD)	2010	2011p	2011r
Chiffre d'affaires	3 466	4 638	4 380
<b>Evolution</b>		<b>33,8%</b>	<b>-5,6%</b>
- Achats & variation de stocks	1 422	1 882	1 998
<b>= Marge Brute</b>	<b>2 043</b>	<b>2 756</b>	<b>2 382</b>
<b>Taux de marge brute</b>	<b>59,0%</b>	<b>59,4%</b>	<b>54,4%</b>
- Autres charges d'exploitation	386	602	436
- Charges de personnel	800	897	1 034
<b>= Excédent brut d'exploitation (E.B.E.)</b>	<b>858</b>	<b>1 257</b>	<b>911</b>
<b>Marge d'EBE</b>	<b>24,8%</b>	<b>27,1%</b>	<b>20,8%</b>
- Dot. Amort. et prov.	551	850	745
<b>= Résultat d'exploitation</b>	<b>307</b>	<b>406</b>	<b>167</b>
<b>Marge opérationnelle</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>3,8%</b>
- Charges financières nettes	32	28	78
+/- Autres Eléments ordinaires	15	0	-50
Produits financiers	5	0	448
<b>= Résultat courant avant impôt</b>	<b>296</b>	<b>379</b>	<b>487</b>
<b>Evolution</b>		<b>28,1%</b>	<b>28,5%</b>
- Impôts sur les bénéfices	0	42	58
<b>= Résultat net</b>	<b>296</b>	<b>337</b>	<b>428</b>
<b>Evolution</b>		<b>14,0%</b>	<b>27,1%</b>
<b>Marge nette</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>9,8%</b>

## L'année 2011 :

Au terme de cette année écoulée, notre nouvelle recrue de la bourse a réalisé un chiffre d'affaires de 4,4MD en progression de 33,8% par rapport à 2010 mais en léger décalage (-5,6%) par rapport au business plan de la société (publié lors de son introduction en bourse en décembre 2011). Ce retard est cerné essentiellement au niveau de la vente des tablettes et pack PC pour un volume de 342,8mD contre 748mD initialement prévu.

Concernant les marges et comme nous l'avons déjà indiqué au niveau de notre note de recherche de janvier 2012, notre principale préoccupation était le niveau des marges projetées que nous avons jugé trop élevé. Le respect des marges n'était pas au rendez-vous pour cette première année de bourse. La société a affiché une dépréciation de sa marge brute de 5 points à 54,4% contre 59,4% initialement prévu. Cette dépréciation est due à l'augmentation des frais de la bande passante suite au changement du comportement des internautes post révolution et la levée de la censure sur internet. La société a mis en place une solution de « cashing » pour remédier à ce problème et dont les résultats ne seront visibles qu'à partir du mois de mars 2012 et pourront générer 40% d'économie sur les frais de la bande passante.

De plus, l'augmentation de la masse salariale de 15,3% par rapport aux projections a freiné la marge opérationnelle à 3,8% contre 8,8% prévue. Cette augmentation est due à l'ouverture de 3 nouvelles agences (Kef, Monastir et Mahdia) et le recrutement d'une vingtaine de personnes. La masse salariale continue de peser lourdement représentant 23,5% du volume d'affaires de la société.

En revanche, et grâce à une plus value sur cession de titres cotés (339mD), la société a pu redresser la barre et terminer l'année avec un résultat net de 428mD en progression de 45% par rapport à 2010 et de 27% par rapport aux prévisions.

Retraité de ces produits non récurrents et non liés à l'exploitation, la société a finalement clôturé l'année avec un bénéfice net de 89mD seulement : soit -70% par rapport à 2010 et -73,6% par rapport aux projections du prospectus.

Concernant le redressement social auquel la société a été soumise en 2010, un arrangement a été conclu avec l'administration sociale portant sur le paiement du principal, soit 50,3mD et l'abandon par la CNSS des intérêts de retard. Quant au dossier fiscal, la société continue toujours à se défendre auprès de l'administration fiscale. Rappelons que cette dernière a remis en cause l'éligibilité de la société à l'exonération de l'impôt sur les sociétés provenant de

(en mD)	2012p	2013p
Chiffre d'affaires	5 941	7 457
<b>Evolution</b>	<b>35,6%</b>	<b>25,5%</b>
- Achats & variation de stocks	2 307	2 722
<b>= Marge Brute</b>	<b>3 633</b>	<b>4 735</b>
<b>Taux de marge brute</b>	<b>61,2%</b>	<b>63,5%</b>
- Autres charges d'exploitation	803	990
- Charges de personnel	1 049	1 217
<b>= Excédent brut d'exploitation (E.B.E.)</b>	<b>1 781</b>	<b>2 528</b>
<b>Marge d'EBE</b>	<b>25,9%</b>	<b>22,6%</b>
- Dot. Amort. et prov.	1 276	1 788
<b>= Résultat d'exploitation</b>	<b>506</b>	<b>740</b>
<b>Marge opérationnelle</b>	<b>24,5%</b>	<b>46,4%</b>
- Charges financières nettes	23	17
+/- Autres Eléments ordinaires	0	0
Produits financiers	0	0
<b>= Résultat courant avant impôt</b>	<b>483</b>	<b>723</b>
<b>Evolution</b>	<b>27,6%</b>	<b>49,8%</b>
- Impôts sur les bénéfices	53	79
<b>= Résultat net</b>	<b>430</b>	<b>644</b>
<b>Evolution</b>	<b>0,4%</b>	<b>49,8%</b>
<b>Marge nette</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,6%</b>

l'activité des FSI et a notifié la société pour un montant de 620mD.

## L'année 2012 :

Le premier trimestre 2012, s'est caractérisé par une hausse du chiffre d'affaires de 30% par rapport à la même période de 2011 pour s'établir à 1 345mD représentant ainsi 22,6% du volume d'affaires estimé pour toute l'année.

La marge d'EBITDA s'est appréciée au cours de ces trois premiers mois de 14 points à 29%.

L'année 2012 sera marquée par le renforcement du réseau de distribution et l'ouverture de 6 nouvelles agences : 3 d'entre elles sont déjà ouvertes (Nabeul, Hammamet et Ezzahra) et la 4<sup>ème</sup> en cours et sera située à Sidi Bouzid.

Pour l'année 2012 dans son ensemble, le management prévoit un chiffre d'affaires de 5,9MD en progression de 35,6% par rapport à 2011 et un bénéfice net de 430mD, soit une marge nette de 7,2%.

Sur un autre plan, une éventuelle ouverture régionale est en cours d'étude. En effet, le management a affirmé lors de la dernière AGO tenue le 23/05/2012 que la société est en cours de prospection des marchés Libyen et Algérien pour une éventuelle installation au cours de cette année.

## Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre a affiché une performance de 37% depuis son introduction sur la cote du marché alternatif au mois de février 2012. Actuellement, le titre se valorise à 39,7 fois les bénéfices estimés pour l'année en cours : un niveau que nous jugeons élevé par rapport à l'ensemble du marché. Il offre un rendement en dividende de 1,1% que nous estimons très faible.

Nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.

